

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

GEDEON RICHTER: Wyniki 2Q26: stabilne przychody i wyższe tantiemy, wyniki operacyjne pod presją wyższych kosztów R&D oraz negatywnych różnic kursowych [lekko negatywne]

ORLEN: Wyniki za 2Q26. Oczyszczona EBITDA bez zaskoczeń. Silny OCF, jednorazowy negatywny efekt na długu netto. [lekko pozytywne]

CSG: Wyniki za 2Q26: Mocny Land Systems i odbicie Ammo+, płaski order backlog [lekko pozytywne]

MODIVO: Wstępne wyniki za 2Q26: słabe na poziomie grupy, błyszczący jedynie HP [neutralne]

MOL: Wyniki za 2Q26. Świetny wynik w rafinacji. [pozytywne]

ASSECO BS: Wyniki za 2Q26 poniżej oczekiwań: spowolnienie względem 1Q, tylko 3% wzrostu przychodów w Polsce [lekko negatywne]

ROTTNEROS: Wyniki 2Q26: niższe ceny drewna przywracają zysk, ale popyt pozostaje słaby [neutralne]

LENTEX: Szacunkowe jednostkowe wyniki finansowe za 1H26

FINANCIALS

MBANK: Zawarcie z PGGM transakcji sekurytyzacji syntetycznej o wartości 1,1mld EUR

XTB: Spółka chce niedługo udostępnić polskie akcje klientom zagranicznym – Parkiet

SKARBIEC HOLDING: Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec lipca 2026 roku wyniosła 6,3mld PLN, -3,8% m/m

BANKI: CNB pozostawia stopy bez zmian; stabilne stopy w projekcji, prognozy inflacji i PKB lekko w dół

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN: Spadek OSP dla ropy Arab Light we wrześniu do 2 USD dyskonta wobec Brent [pozytywne]

CONSUMER

LPP: 2Q26 Trading update [Lekko pozytywne]

ASBIS: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26 [neutralne]

CDRL: Podsumowanie wywiadu z wiceprezesem zarządu

TMT

DEUTSCHE TELEKOM: Podsumowanie konferencji – Starlink pozostanie komplementarną usługą, mocny popyt na infrastrukturę AI w Europie

TWILIO: Mocne wyniki globalnego lidera CPaaS, podniesienie guidance, podsumowanie konferencji: oczekiwany długotrwały pozytywny wpływ AI na biznes, mocny rozwój segmentu voice dzięki AI

EPAM: Obniżenie prognoz wzrostu przychodów w 2026, podsumowanie konferencji: rośnie pipeline projektów, ale ciągle wydłużony proces podpisywania umów

IONOS: Podsumowanie konferencji: lekkie podniesienie guidance przychodów, nowe produkty AI, fokus na sovereign cloud

GAMING

ARTIFEX MUNDI: Przychody ze sprzedaży w lipcu'26 wyniosły 5,6mln PLN, -23% r/r (YTD 49,8mln PLN, -17% r/r)

BOOMBIT: Przychody ze sprzedaży w lipcu'26 na poziomie 18mln PLN, +6,4% r/r

SIMFABRIC: Podpisanie umowy z koncernem Microsoft na program „Back Compat na PC”

NINTENDO: Wyniki za 1Q26/27

PLAYTIKA: Wyniki za 2Q26

TAKE-TWO INTERACTIVE: Rockstar zapowiedział prezentację rozszerzonego materiału z GTA VI na 27 sierpnia na platformie Netflix

INDUSTRIALS

RHEINMETALL: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26 [lekko pozytywne]

SIEMENS: Wyniki 3Q26/26: podniesienie guidance, AI i data centers napędzają wzrost

SAF-HOLLAND / TRAILER: Wyniki 2Q26: Odbicie OE i aftermarket wspierają dalszą poprawę marż

SGL CARBON / MATERIALS: Wyniki 2Q26: restrukturyzacja poprawia cash flow, lecz popyt pozostaje słaby

MORGAN ADVANCED MATERIALS: Wyniki 2Q26: Europejski przemysł pozostaje słaby, a większe odbicie popytu przesuwają się na 2027 rok

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

ARCHICOM: Nawiązanie partnerstwa z MobiCars w celu rozwoju hubów mobilności

MLP GROUP: Nabycie działki w aglomeracji Hamburga pod park logistyczno-biznesowy

MIRBUD: Wybór oferty Spółki zależnej w przetargu GDDKiA o wartości 368.2 mln PLN netto

POLIMEX MOSTOSTAL: Powołanie 3 nowych Członków Zarządu

POLIMEX MOSTOSTAL: Konwersja 17 obligacji serii A na 4.25mln akcji zwykłych serii A

TORPOL: Transakcja pakietowa 2,297,740 akcji @ 62 PLN

GRODNO: Zawarcie umowy nabycia sieci 10 hurtowni elektrotechnicznych

BIOTECH

GEDEON RICHTER: Richter i Adalvo rozszerzają współpracę o generyczny tirzepatyd [lekko pozytywne]

MEDICOVER: Spółka sprzeda KKR działalność szpitalną w Indiach za 1,2mld EUR.

SYNEKTIK: Podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26 – KPO wygasa, ale pipeline pozostaje mocny; kolejne katalizatory to Edison i ekspansja geograficzna [neutralne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

GEDEON RICHTER (RICHT HB; HOLD; TP HUF 13171)

Wyniki 2Q26: stabilne przychody i wyższe tantiemy, wyniki operacyjne pod presją wyższych kosztów R&D oraz negatywnych różnic kursowych [lekko negatywne]

HUFbn	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	241.5	214.7	248.8	220.2	241.4	0%	10%	234.0	239.5
Pharma revenues	177.9	146.4	179.5	158.9	172.9	-3%	9%	171.0	
Royalties	63.6	68.3	69.3	61.3	68.5	8%	12%	63.0	
Cost of sales	72.3	71.3	75.5	72.5	72.3	0%	0%	70.0	
Gross profit	169.1	143.4	173.2	147.8	169.0	0%	14%	164.0	165.2
Sales, SG&A, R&D costs	84.1	71.8	75.1	78.2	79.0	-6%	1%	78.9	
Other costs	12.4	7.5	9.8	2.2	2.1	-83%	-5%	12.7	
EBITDA	87.6	79.4	104.5	83.5	90.3	3%	8%	83.0	
EBIT	98.5	86.9	112.6	87.2	76.1	-23%	-13%	72.4	74.6
Clean EBIT	85.1	73.3	96.4	71.1	88.4	4%	24%	74.8	76.6
Net financial costs	-9.6	-12.0	-0.7	11.4	-30.2	-	-	-15.0	
Net profit	72.6	64.1	88.3	67.4	38.3	-47%	-43%	65.0	54.0
OCF	51.8	43.3	69.0	65.3	63.4	22%	-3%		
CAPEX	23.2	48.3	43.0	31.9	-37.9	-	-		
Net cash	62.8	50.8	77.1	135.6	201.0	220%	48%		
Net debt	-125.1	-189.3	-190.7	-240.1	-249.8				
P/E12M trailing	8.5	8.3	8.1	8.2	8.7				
EV/EBITDA 12M trailing	5.3	5.1	4.8	4.6	4.6				
EBITDA margin	36.3%	37.0%	42.0%	37.9%	37.4%				
EBIT margin	40.8%	40.5%	45.3%	39.6%	31.5%				
Net profit margin	30.1%	29.9%	35.5%	30.6%	15.9%				

Source: Company, Trigon

- **Przychody:** 241,4mld HUF (0% r/r; +10% q/q), segment farmaceutyczny osiągnął 172,9mld HUF (-3% r/r; +9% q/q), natomiast przychody z tantiem wzrosły do 68,5 mld HUF (+8% r/r; +12% q/q), potwierdzając dalszą odporność strumienia royalty z Vraylar.

- **Przychody segmentu leków neurologicznych (CNS):** 70.8mld HUF (+10% r/r; +14% q/q); wpływ z tytułu opłat licencyjnych z Vraylar: 68,5mld HUF (+8% r/r; +12% q/q); Reagila: 3,6mld HUF (+26% r/r; +2% q/q). Przychody ex-Vrylar rosły głównie dzięki silnemu wzrostowi sprzedaży Reagila® w 2Q26, wspieranemu przez wyższe dostawy oraz dobre wyniki na wybranych rynkach, zarówno własnych, jak i partnerskich.

- **Przychody z segmentu zdrowia kobiet (WHC):** 87.9mld HUF (-2% r/r; +11% q/q). Wzrost sprzedaży segmentu przyspieszył w 2Q26 (łącznie +7% CER w 1H26), choć nadal był ograniczany przez niższą sprzedaż w Europie Wschodniej oraz słabszą dynamikę tradycyjnych produktów antykoncepcyjnych. Większość kluczowych marek (Ryeqo®, Drovelis®, Lenzetto®, EVRA®) utrzymała silne tempo wzrostu. W 2Q26 segment odnotował wyraźną poprawę rentowności – Clean EBIT wyniósł 16,2 mld HUF, a marża wzrosła do 18,5%, mimo negatywnego wpływu FX.

- **Przychody z segmentu BIO (leki biologiczne):** 18.5mld HUF (-9% r/r; +3% q/q). W 2Q26 wyższe przychody i poprawa marży brutto zostały zneutralizowane przez wzrost kosztów operacyjnych, przez co Clean EBIT pozostał ujemny (-3 mld HUF), choć rentowność w ujęciu 1H26 poprawiła się r/r o ok. 3 p.p.

- **GenMed (general medicines, GM):** 59.7mld HUF (-9% r/r; +3% q/q). Na wyniki negatywnie wpływały brak sezonu grypowego i słaba sprzedaż OTC, wysoka baza porównawcza oraz trwająca racjonalizacja poziomu zapasów u dystrybutorów.

- **R&D:** Od początku 2026 r. spółka rozszerzyła pipeline: (1) rozszerzył pipeline Women's Health o 4 projekty przedkliniczne dzięki przejęciom FimmCyte i Celmatix oraz uzyskał zgodę KE na FYLREVVY®, (2) kontynuował rozwój portfolio CNS (IND od FDA dla RGH-202 w SAD oraz dalszy rozwój RGH-932 z AbbVie), (3) uzyskał zgodę KE i rozpoczął komercjalizację biopodobnego tocilizumabu Tuyory® w EU, (4) rozszerzył portfolio GLP-1 poprzez partnerstwo z Hetero (semaglutyd) oraz Adalvo (tirzepatyd), a także rozwija pipeline biosymularów w osteoporozie, reumatologii i chorobach autoimmunologicznych.

- **Zysk brutto (segment farmacja):** 169,0 mld HUF (0% r/r; +14% q/q); Marża brutto utrzymała się blisko 70%, mimo utrzymującej się presji kursowej.

- **Clean EBIT:** 88,4mld HUF (+4% r/r; +24% q/q). Skorygowany o FX EBIT wzrósł o 21% r/r. Głównym motorem wzrostu EBIT był segment CNS (dwucyfrowy wzrost Vraylar) i poprawa rentowności segmentu WHC.

- **2026 outlook:** spółka nadal oczekuje wysokiego jednocyfrowego wzrostu przychodów, Clean EBIT (CER): zarząd podniósł guidance z wcześniej komunikowanego wysokiego jednocyfrowego wzrostu do dwucyfrowego wzrostu.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	152,153	0.7%	9%	38%
WIG20	4,022	0.9%	9%	35%
mWIG40	10,537	0.1%	8%	29%
sWIG80	31,415	0.2%	2%	8%
PX (Prague)	2,805	1.3%	7%	23%
BUX (Budapest)	146,563	-1.0%	3%	42%
BET (Bucharest)	35,700	-1.0%	6%	72%
BIST30 (Istanbul)	15,655	0.8%	-7%	29%
DAX	26,140	0.1%	3%	8%
FTSE 100	10,868	-0.2%	2%	19%
STOXX Europe 600	658	0.2%	2%	21%
S&P 500	7,710	-0.2%	3%	22%
NASDAQ 100	29,373	-0.4%	1%	26%
Nikkei 225	65,569	-0.9%	-4%	60%
Shanghai Comp	3,925	0.6%	-2%	8%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.1%	0.7	37.7	23.1
PL 10Y bond yield	5.7%	1.3	40.4	21.6
CZ 10Y bond yield	4.8%	-3.5	17.5	41.1
HU 10Y bond yield	5.4%	-2.0	37.0	-169.0
RO 10Y bond yield	7.0%	5.8	31.4	-15.8
WIBOR 3M	3.8%	0.0	0.0	-110.0
EURIBOR 3M	2.5%	-0.4	17.3	52.1

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.73	0.0%	-1.0%	2%
EUR/PLN	4.30	0.0%	0.0%	1.1%
EUR/USD	1.15	0.0%	1.0%	-1.2%
GBP/PLN	5.02	0.0%	0.2%	-2.3%
CZK/PLN	0.18	0.0%	0.0%	-2.0%
HUF/PLN	0.012	0.0%	2.7%	-8.9%
RON/PLN	0.82	0.0%	0.4%	2.5%
CNY/PLN	0.55	-0.1%	0.1%	-7.9%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,242	-0.1%	2%	26%
Silver (USD/toz)	62.5	2%	4%	63%
Copper (USD/t)	14,104	0.0%	5%	46%
Zinc (USD/t)	3,764	0.9%	5%	35%
Molybdenum (USD/lb)	33.2	-0.1%	6%	39%
Iron ore (USD/t)	95	-0.7%	-3%	-7%
HCC (USD/t)	216	0.2%	-8%	-1%
HRC EU (EUR/t)	705	0.0%	3%	29%
Brent crude oil (USD/bbl.)	83.9	1.7%	13%	26%
CO2 (EUR/t)	81.9	1.0%	0%	12%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	56.1	7%	27%	69%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	100	0.0%	7%	16%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	474	0.2%	5%	13%
Shanghai Freight Index	3,206	4.7%	-1%	101%

ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)

Wyniki za 2Q26. Oczyszczona EBITDA bez zaskoczeń. Silny OCF, jednorazowy negatywny efekt na długu netto. [lekko pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	60 659	61 007	72 128	75 769	76 471	26%	1%	82 356	
EBITDA	6841	7 296	8 536	14 857	15 865	132%	7%	14 350	
LIFO	-874	127	-277	1 893	1 950	-	3%	1 200	
EBITDA LIFO	7715	7 169	8 813	12 964	13 915	80%	7%	13 150	
EBITDA LIFO adj.*	9204	8 887	12 154	14 071	13 915	51%	-1%	13 150	13 300
Upstream & Supply	3344	3 301	4 215	5 043	3 849	15%	-24%	4 200	4 400
Upstream	2977	3 052	3 332	4 318	4 286	44%	-1%	4 100	
Supply	367	249	883	725	-437	-	-	100	
Downstream	2 199	2 428	3 663	3 083	5 926	169%	92%	5 300	5 300
Refining	2 456	2 521	3 696	3 131	5 459	122%	74%	5 000	
Petrochemicals	-257	-93	-33	-48	467	-	-	300	
Energy	2 255	2 240	3 675	4 350	3 447	53%	-21%	2 500	2 700
Conventional Energy	663	711	1 388	1 653	1 028	55%	-38%	850	
Distribution	1 411	1 336	2 092	2 485	2 238	59%	-10%	1 450	
New Energy (RES)	181	193	195	212	181	0%	-15%	200	
Consumers & Products	1 999	1 578	1 206	2 044	1 542	-23%	-25%	1 650	1 600
Fuel retail	1 051	1 095	966	858	914	-13%	7%	850	
Non-fuel retail	948	483	240	1 186	628	-34%	-47%	800	
Corporate functions	-593	-660	-605	-449	-849	-	-	-500	-600
EBIT	10 332	3 762	4 550	11 667	10 513	2%	-10%	11 150	
EBIT LIFO	11 206	3 635	4 827	9 774	8 563	-24%	-12%	9 950	
Net profit	1 567	2 135	3 129	8 079	7 680	390%	-5%	7 455	6 700
OCF	10 489	8 218	12 915	8 468	15 212	45%	80%	12 505	
Capex (presented)	7 600	7 300	11 500	5 384	9 267	22%	72%	9 000	
Net debt (presented)	-5 504	1 030	-1 430	-1 966	4 461	-	-	3 829	
Net debt (incl. leasing)	7 027	13 812	10 906	10 651	18 049	157%	69%	16 446	
EBITDA LIFO adj. margin	15%	15%	17%	19%	18%			16%	
EBIT margin	17%	6%	6%	15%	14%			14%	
Net profit margin	3%	3%	4%	11%	10%			9%	
P/E 12M trailing	31.6	23.5	15.7	11.7	8.3				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.1	4.3	4.4	4.2	3.9				

Source: Company (consensus), Trigon DM

*EBITDA LIFO adj. (excl. impairments)

- **EBITDA LIFO adj.** wyniosła w 2Q26 13.9 mld PLN, **ok. 5% powyżej naszej prognozy i konsensusu**. Odpisy na poziomie EBIT wyniosły 2 mld PLN (komunikowane wcześniej, głównie na projekcie Nowa Chemia w petrochemii), efekt LIFO +1.95 mld (zakładaliśmy +1.2 mld), efekt na wykorzystaniu historycznych warstw zapasów +1.1 mld (zakładaliśmy +1.3 mld), na NRV -71m (vs. nasza prognoza -0.2 mld), a na hedgingu +0.37 mld (nie zakładaliśmy). **EBITDA LIFO adj. bez niecashowych efektów** na warstwach i NRV, oraz po skorygowaniu o hedging i rozwiązanie rezerw w energetyce **wyniosłaby ok. 12.1 mld** – zgodnie z naszymi oczekiwaniami.

- **OCF** wyniósł w 2Q 15.2 mld PLN, przy 0.9 mld efektu na NWC (zakładaliśmy -2.3 mld). Prezentowany **capex** wyniósł 9.3 mld (szacowaliśmy 9 mld), ale CF inwestycyjny był dodatkowo obciążony wpłatą **5.08 mld PLN na pokrycie akcji nowej emisji w Energa** (wzrost pozostałych aktywów finansowych w aktywach obrotowych) – udział PKN w głosach w Energa wzrósł do 96.06%, co ułatwi wg. nas Orlenowi zdobycie 100% udziałów w spółce i finalnie **delisting ENG**). Dług netto z uwzgl. leasingu, po wypłacie dywidendy na 9.3 mld i w efekcie pokrycia emisji w ENG, wzrósł o 7.4 mld q/q do 18 mld PLN. W 3Q zakładamy rozliczenie depozytu i reklasifikację 5.1 mld do skonsolidowanej gotówki. Dług netto skorygowany o „cash-like” efekt depozytu wyniósłby 13 mld PLN (3.4 mld mniej, niż nasza prognoza, dzięki silnej konwersji OCF/EBITDA). Orlen prowadzi rozmowy z bankami o kredycie konsorcyjnym na 2 mld EUR.

- W segmencie **Upstream&Supply** EBITDA adj. wyniosła 3.8 mld PLN (vs. nasza prognoza 4.2 mld), przy słabszej realizacji w obszarze Supply (-0.4 mld). Wśród negatywnych czynników Spółka wymienia niższe marże na sprzedaży gazu i wzrost kosztów związanych z logistyką i zapasami obowiązkowymi gazu. Zgodnie z wcześniejszym Trading Update, wolumen wydobycia ropy bez zmian q/q (4.6 mboe), a wydobycie gazu spadło o 2% q/q do 13.3 mboe (głównie przez przestoje w Polsce). CFO wskazuje na oczekiwany wzrost importu gazu LNG z USA od 4Q26 (dodatkowe 5.4 mld m3 w skali roku z Venture Global vs. ok. 2 mld m3 obecnie wolumenów LNG powiązanych z Henry Hub) – co jest zgodne z naszymi założeniami modelowymi.

- W **Downstreamie** EBITDA LIFO adj. wyniosła 5.9 mld PLN, vs. nasza prognoza 5.3 mld. Wynik w **rafinacji** wyniósł aż 5.46 mld (zakładaliśmy 5 mld), przy pozytywnym efekcie na działalności handlowej. Efekt na wykorzystaniu historycznych warstw zapasów w segmencie wyniósł +1.1 mld (zakładaliśmy +1.3 mld), a na NRV -81m (vs. nasza prognoza -0.2 mld). **Petrochemia** wypadła lepiej od naszych założeń: 0.47 mld vs. 0.3 mld prognozy, co może wynikać z efektu hedgingu (216m w Downstreamie,

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2505	2469.3	2456.5	2454.3	102%
WIG20	2022.9	2069.3	2071.8	2042.3	98%
WIG40	374.5	312.5	326.5	342.9	115%
sWIG80	53.8	50.3	60.6	64.8	89%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	442	XTB	123.7	BMC	4.3
ZAB	204.1	ASB	88.5	ENT	3.6
PKO	200.8	SNT	35.0	ELT	2.2
ALE	191.1	ACP	32.9	SCW	1.6
LPP	179.4	TPE	28.7	CMP	1.4
PKN	144.4	BFT	24.6	SGN	1.4
DNP	104.2	MDV	23.1	DIG	1.4
PZU	103.3	MIL	18.0	CRQ	1.4
PEO	81.7	ING	13.6	LWB	1.3
EBP	76.8	ATT	12.8	CTX	1.2

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
LPP	242%	ATT	339%	AGO	496%
KGH	188%	ASB	295%	BMC	465%
EBP	132%	BHW	216%	CTX	453%
ALR	123%	CAR	212%	DCR	376%
MBK	120%	ATC	192%	ENT	357%
TPE	112%	XTB	182%	MSZ	277%
BDX	104%	MBR	168%	SKA	263%
PZU	98%	SNT	168%	ELT	205%
CDR	97%	ING	133%	ATC	192%
PGE	96%	11B	128%	SNK	175%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20		Worst		
ALE	46	2.0%	CDR	249	-2%
PKN	153	1.7%	PGE	11	-0.9%
MDV	99	1.7%	ALR	135	-0.4%
PEO	257	1.5%	TPE	9	-0.4%
EBP	730	1.4%	ZAB	31	-0.3%

Best	mWIG40		Worst		
ATT	20.6	5.4%	SNT	360.0	-4%
ATC	6.9	3.6%	TEN	104.0	-2.9%
XTB	166.6	3.5%	ASB	113.1	-2.8%
ING	456.8	2.2%	CAR	960.0	-1.9%
LWB	21.7	2.1%	DOM	249.5	-1.0%

Best	sWIG80		Worst		
BMC	17.5	10.4%	MRC	53.0	-3%
MNC	42.4	6.5%	DAT	133.4	-2.6%
FTE	16.4	3.8%	SVE	3.0	-2.3%
MSZ	6.4	3.7%	ENT	54.0	-2.2%
ATC	6.9	3.6%	IMC	32.2	-2.1%

czego nie zakładaliśmy). Zgodnie z Trading Update, przerób ropy spadł o 2% q/q do 9.2mt, wykorzystanie mocy wyniosło 86%, wolumen sprzedaży w rafinacji: 7.3 mt (0% q/q), a wolumen sprzedaży w petrochemii: -15% q/q (0.99 mt) – przez postoje remontowe.

- W segmencie **Energy** EBITDA adj. wyniosła blisko 3.5 mld PLN, vs. nasza prognoza 2.5 mld. Wyniki wsparte były dodatnim efektem hedingu na +178m (czego nie zakładaliśmy), ale też rozwiązaniem rezerw (zakładamy, że na ok. 0.4 mld). Istotnie lepiej wypadł obszar energetyki konwencjonalnej i dystrybucji. Spółka dokonała **korekt reklasifikacyjnych** (zwykle występowały w 4Q), rewidując wyniki w podsegmentach za 1Q26, co obniżyło wynik EBITDA w 1Q w podsegmentcie dystrybucji o 384m i podwyższyło jednocześnie o tę samą kwotę wynik w obszarze **detalu** pozapaliwowego (energia i gaz) w 1Q. Z drugiej strony **wyniki za 2Q uwzględniają jednorazowy efekt odwrócenia rozliczeń** na dystrybucji/sprzedaży gazu o zbliżoną kwotę z 1Q (**0.4 mld**). Do końca roku planowane jest zakończenie budowy CCGT Grudziądz, a w 1Q27 CCGT Ostrołęka.

- EBITDA w **detalu paliwowym** wyniosła 914m – szacowaliśmy 850m. Niższe marże paliwowe na rynku krajowym (ukwartalnienie efektu CPN) zostały częściowo skompensowane wyższymi marżami na rynkach zagranicznych.

CSG (CSG NA; BUY; TP EUR 23.0)

Wyniki za 2Q26: Mocny Land Systems i odbicie Ammo+, płaski order backlog [lekko pozytywne]

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	1,419	1,710	2,256	1,544	1,707	20%	11%	1,673	1,583
CSG Defence Systems	1,074	1,402	1,882	1,251	1,369	27%	9%	1,324	
M/L Ammunition	816	1,075	1,356	1,049	1,071	31%	2%	359	
Land Systems	52	439	483	173	272	426%	57%	359	
CSG Ammo+	347	306	376	291	340	-2%	17%	359	
EBITDA	393	437	566	412	452	15%	10%	444	434
EBIT	355	369	528	373	413	16%	11%	407	384
CSG Defence Systems	325	433	451	356	398	22%	12%		
CSG Ammo+	30	12	35	13	38	27%	192%		
Net profit*	140	165	291	269	272	94%	1%	170	230
EBITDA margin	27.7%	25.5%	25.1%	26.7%	26.5%	-1.22pp	-0.2pp	26.6%	27.4%
EBIT margin	25.0%	21.6%	23.4%	24.2%	24.2%	-0.82pp	0.0pp	24.3%	24.3%
CSG Defence Systems	30.3%	30.9%	23.9%	28.5%	29.1%	-1.19pp	0.6pp		
CSG Ammo+	8.6%	3.9%	9.3%	4.5%	11.2%	2.53pp	6.7pp		
Net profit margin	9.9%	9.6%	12.9%	17.4%	15.9%	6.07pp	-1.5pp	10.2%	14.5%
Order backlog (EURbn)	7	7	7	8	8	14%	0%		
Backlog/revenues (LTM)	1.4x	1.2x	1.0x	1.2x	1.1x	-0.26x	-0.05x		
OCF	-83	-279	806	21	-557	-	-		
Capex	57	37	101	31	92	62%	197%		
Net debt	3,060	3,617	3,007	2,229	2,975	-3%	33%		
ND/EBITDA	2.2x	2.2x	1.7x	1.2x	1.6x	-26%	29%		
P/E12M trailing	34.7	30.9	26.5	22.3	19.3				
EV/EBITDA 12M trailing	15.7	14.1	12.5	11.9	11.9				

Source: Company, Trigon; *Continuing operations, as reported by CSG

- Przychody H1 według geografii: Europa bez Ukrainy 51%, Ukraina 17%, USA 18%, pozostałe 14%; 69% sprzedaży H1 pochodziło z krajów NATO

#Guidance & Outlook

- Grupa podtrzymuje guidance na FY26: przychody 7,4-7,6mld EUR, marża Operating EBIT ok. 24-25%, capex na poziomie ok. 8,5% sprzedaży, NWC poniżej 20% przychodów oraz ND/EBITDA poniżej 1,3x na koniec roku

- Wzrost przychodów ma być napędzany przede wszystkim przez Land Systems i M/L Ammo, przy dalszej poprawie warunków w US Ammo+

- Wyższy udział relatywnie niżej marżowego Land Systems ma ograniczać marżę grupy, co ma być kompensowane integracją pionową i dźwignią operacyjną w M/L Ammo

- H1 odpowiada za ok. 43% całorocznego guidance przychodowego, co jest zbliżone do sezonowości poprzedniego roku, spółka wskazuje, że ~90% przychodów Defence Systems potrzebnych w H2 do realizacji guidance jest już zakontraktowane

- Moce własnej produkcji amunicji wielkokalibrowej osiągnęły już ok. 850tys. sztuk na koniec H1, a produkcja w 2026 ma dojść do ok. 850tys. sztuk; docelowe moce ok. 1,1mln sztuk mają zostać osiągnięte do końca 2027

- Amunicja dalekiego zasięgu ma odpowiadać w 2026 za ok. 60% przychodów z amunicji wielkokalibrowej, wspierając mix i rentowność

MODIVO (MDV PW; SELL; TP PLN 92)

Wstępne wyniki za 2Q26: słabe na poziomie grupy, błyszczący jedynie HP [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	2961	2976	2682	2439	3046	3%	25%	3105	3080
o/w CCC	1112	1167	1064	917	1253	13%	37%	1167	
o/w HalfPrice	499	576	730	599	769	54%	28%	752	
o/w Modivo.com	931	1097	885	718	806	-13%	12%	914	
adj. EBITDA	384	404	198	255	390	2%	53%	444	394
adj. EBITDA CCC	220	221	63	139	217	-1%	56%	238	
adj. EBITDA HalfPrice	62	74	156	93	127	105%	37%	113	
adj. EBITDA Modivo.com	59	109	-20	65	41	-31%	-37%	109	
EBIT	331	213	-289	40	111	-66%	178%	202	168
Net profit	79	111	-266	-8	-	-	-	97	83
adj. Net profit	119	123	-83	-8	-	-	-	104	
Gross margin Group	49.5%	47.2%	43.3%	52.3%	50.7%	1.2p.p.	-1.6p.p.	51.5%	
Gross margin CCC	59.7%	57.7%	41.4%	60.7%	55.5%	-4.2p.p.	-5.2p.p.	59.9%	
Gross margin HalfPrice	47.5%	50.4%	53.6%	51.0%	50.2%	2.7p.p.	-0.8p.p.	49.0%	
Gross margin Modivo.com	41.3%	40.3%	37.2%	46.9%	45.8%	4.5p.p.	-1.1p.p.	45.6%	
SG&A ratio Group	39.2%	40.2%	47.7%	50.1%	46.2%	7.0p.p.	-3.9p.p.	44.1%	
EBITDA margin Group	13.0%	13.6%	-	10.5%	12.8%	-0.2p.p.	2.3p.p.	14.3%	12.8%
EBITDA margin CCC	19.8%	18.9%	-	15.2%	17.3%	-2.5p.p.	2.2p.p.	20.4%	
EBITDA margin HalfPrice	6.3%	10.0%	-	9.0%	5.1%	-1.3p.p.	-3.9p.p.	11.9%	
EBITDA margin Modivo.com	12.4%	12.8%	21.3%	15.5%	16.5%	4.1p.p.	1.0p.p.	15.0%	
EBIT margin Group	11.2%	7.1%	-	1.6%	3.6%	-7.5p.p.	2.0p.p.	6.5%	5.4%
Retail space (k sqm)	967	1039	1181	1229	1270	31%	4%	1280	
CCC	542	554	570	582	593	9%	2%	595	
HP	357	399	460	478	497	39%	7%	513	
EV/EBITDA 12M trailing	6.3	6.7	8.5	9.5	6.1				

Source: Company, Trigon

MOL (MOL HB; HOLD; TP HUF 4,527)

Wyniki za 2Q26. Świetny wynik w rafinacji. [pozytywne]

HUFbn	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	2 199	2 268	2 059	2 017	2 910	32%	44%	2 126	
EBITDA	219	300	244	220	457	109%	108%	322	331
EBITDA clean CCS	281	330	292	205	402	43%	96%	322	319
Upstream	99	96	82	114	117	18%	2%	138	129
Downstream	110	153	131	22	210	92%	846%	118	129
Refining	128	173	154	43	191	49%	346%	113	
Petchem	-18	-20	-23	-21	19	-	-	5	
Gas Midstream	14	17	17	30	11	-19%	-63%	21	15
Consumer Services	88	108	68	58	59	-33%	2%	75	68
Others	-29	-45	-6	-19	5	-	-	-30	-23
EBIT	72	163	16	83	311	332%	273%	184	213
EBIT clean CCS	134	193	144	68	256	90%	275%	184	201
Net profit	38	95	13	39	245	542%	530%	114	154
OCF	234	357	209	-189	400	71%	-	242	
Capex	102	134	269	162	105	3%	-35%	150	
Net debt	728	479	506	948	597	-18%	-37%	856	
EBITDA clean CCS margin	13%	15%	14%	10%	14%			15%	
EBIT margin	3%	7%	1%	4%	11%			9%	
Net profit margin	2%	4%	1%	2%	8%			5%	
P/E 12M trailing	11.7	12.6	11.7	18.9	8.9				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.0	3.7	3.6	4.4	3.6				

Source: Company, Trigon DM

- **EBITDA clean CCS w 2Q26** wyniosła 402 mld HUF, ok. 25% wyżej od naszej prognozy i konsensusu, głównie dzięki lepszej rafinacji i linii Others. Przy efekcie LIFO na poziomie 55 mld, EBITDA raportowana wyniosła 457 mld. Przy niższej stopie podatkowej (15%), wynik netto wyniósł 245 mld HUF, istotnie powyżej oczekiwań konsensusu na poziomie 154 mld.

- Spółka nie zaprezentowała update'u konserwatywnego guidance EBITDA na ten rok.

- **OCF** wyniósł 400 mld HUF, przy pozytywnym efekcie na NWC w kwocie +68 mld. Capex spadł o 35% q/q do 105 mld (głównie w linii Others), a dług netto spadł o 350 mld q/q do 597 mld HUF (ND/EBITDA LTM: 0.49x vs. 0.96x w 1Q).

- **Upstream:** 117 mld HUF EBITDA adj., vs. nasze założenia 138 mld. Mimo braku większych zaskoczeń na wolumenach (zbliżone q/q) i na cenie zrealizowanej ropy i gazu, wynik okazał się słabszy od oczekiwań, przy wzroście jednostkowego opexu z 7.9 USD/boe w 1Q do 8.2 USD/boe (vs. 7.3 USD/boe rok temu w 2Q). Negatywny efekt ok. 10 mld HUF na poziomie niższego wyniku na usługach dla sektora wydobywania (harmonogram, odpisy należności dot. opłat koncesyjnych).

- **Downstream:** 210 mld HUF EBITDA clean CCS, z czego 191 mld w rafinacji i 19 mld w petrochemii – powyżej naszych oczekiwań. Modelowa marża „Brent-based Complex refinery margin (MOL+Slovnaft)” wzrosła z 11 USD w 1Q do 22 USD/bbl. (zakładaliśmy 19 USD; obecnie marża wynosi 40 USD/bbl.). Modelowa marża petrochemiczna („variable margin”) wzrosła ze 162 EUR w 1Q do 548 EUR/t (obecnie widzimy korektę do 119 EUR/t). Przerób ropy wyniósł 4.04 mt (-14% r/r). Instalacja AV3 w Danube Refinery pozostawała wyłączona przez cały kwartał.
- **Gas Midstream:** 11 mld HUF EBITDA adj. – vs. zakładane przez nas 21 mld.
- **Consumer Services:** 59 mld HUF EBITDA adj. – niżej od szacowanych przez nas 75 mld. Wolumeny wzrosły o 4% r/r, głównie na Węgrzech. Marża paliwowa spadła przez limity na cenach i marżach w większości krajów.

ASSECO BS (ABS PW; HOLD; TP PLN 94)

Wyniki za 2Q26 poniżej oczekiwań: spowolnienie względem 1Q, tylko 3% wzrostu przychodów w Polsce [lekko negatywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	106	116	147	130	116	10%	-11%	128	123
EBITDA	34	46	65	58	44	28%	-24%	52	50
EBIT	24	36	54	47	33	35%	-29%	41	36
Net profit	22	33	49	43	29	29%	-33%	37	33
Net debt	68.8	34.3	-38.0	-43.4	55.3				
P/E 12M trailing	24.4	23.3	21.8	19.6	18.8				
EV/EBITDA 12M trailing	17.8	17.1	15.4	14.0	13.9				
EBITDA margin	32.6%	40.0%	43.8%	44.3%	38.1%				
EBIT margin	23.1%	31.0%	36.6%	35.8%	28.5%				
Net profit margin	21.2%	28.6%	33.3%	33.0%	24.9%				

Source: Company, Trigon, PAP consensus

- Przychody w Polsce +3% do 95mln PLN;
- Przychody zagranicą +52% r/r do 21mln PLN;
- Koszty pracownicze wyższe o 3% r/r do 56mln PLN, w tym bez programu motywacyjnego o 8% r/r do 54mln PLN.

ROTTNEROS

Wyniki 2Q26: niższe ceny drewna przywracają zysk, ale popyt pozostaje słaby [neutralne]

SEKm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E
ROTT avg price	6,915	6,632	6,090	6,056	6,222	-10%	3%	6,845
Volume (kt)	91	76	85	90	85	-7%	-6%	85
Revenue	726	576	587	622	612	-16%	-2%	652
Pulp	630	506	517	545	527	-16%	-3%	582
Hedging	0	0	0	2	-1	-	-	0
By-products	32	19	19	26	24	-25%	-8%	20
Wood	65	49	51	49	63	-3%	29%	50
OPEX	737	582	737	619	626	-15%	1%	637
Materials	512	391	462	426	426	-17%	0%	432
External services	129	124	197	123	127	-1%	3%	125
Salaries	88	67	78	70	73	-17%	4%	80
EBITDA	-15	-21	-190	-36	31	-	-	15
EBIT	-191	-58	-228	-74	-6	-	-	-17
Net profit	-158	-52	-186	-65	-11	-	-	-14
revenue y/y	2%	-16%	-6%	-5%	-16%			
EBITDA margin	-	-	-	-	5.1%			2.2%
EBIT margin	-	-	-	-	-			-
net margin	-	-	-	-	-			-

Source: Company, Trigon DM

#Sytuacja rynkowa

- Popyt w priorytetowych niszach pozostaje stabilny, szczególnie w zastosowaniach elektrotechnicznych i filtracyjnych, podczas gdy cartonboard nadal mierzy się ze słabymi zamówieniami
- Europejska produkcja papieru i tektury nadal spada, częściowo pod wpływem importu z Azji, co ogranicza szerokie odbicie popytu na celulozę
- Globalne zapasy producentów bleached softwood pulp pozostają wysokie, co świadczy o dużej dostępności produktu i ogranicza potencjał wzrostu cen
- Ceny celulozy poruszają się zasadniczo horyzontalnie, a korzystniejszy kurs SEK do USD częściowo wspiera realizowane ceny
- W CTMP spółka świadomie ogranicza produkcję przy wysokich cenach energii i akceptuje wyłącznie zamówienia zapewniające dodatnią kontrybucję

#Wyniki finansowe

- EBITDA powróciła do dodatniego poziomu po kilku kwartałach strat, głównie dzięki spadkowi kosztów drewna, chemikaliów, paliw i kosztów stałych
- Negatywnie na wynik oddziaływały niższe ceny pulpy, słabszy dolar, niższe ceny produktów ubocznych oraz brak sprzedaży uprawnień emisyjnych zrealizowanej rok wcześniej
- Cash flow pozostawał słaby z powodu wzrostu zapasów przed letnim postojem Rottneros i remontem Vallvik

#Koszty i marże

- Drewno stanowi około 45% kosztów i pozostaje zdecydowanie najważniejszym czynnikiem kształtującym rentowność
- Niższe ceny drewna wpływają na wynik z około kwartalnym opóźnieniem, dlatego spółka oczekuje dalszych korzyści, jeżeli obecne ceny zakupu się utrzymają
- Oszczędności kosztów stałych mają charakter trwały, natomiast 3Q26 zostanie obciążony kosztami corocznego postoju remontowego Vallvik

#Outlook/guidance

- Zarząd wskazuje, że spadek kosztów drewna powinien nadal wspierać wyniki
- CapEx na 2026 rok został obniżony do około 60mln SEK z około 166mln SEK rok wcześniej

LENTEX

Szacunkowe jednostkowe wyniki finansowe za 1H26

- Przychody ze sprzedaży 87,4mln PLN, -6,2% r/r;
- EBITDA 13,9mln PLN, +14,3% r/r;
- Zysk netto 9,97mln PLN, +25,4% r/r.

FINANCIALS

MBANK (MBK PW; SELL; TP PLN 1150)

Zawarcie z PGGM transakcji sekurytyzacji syntetycznej o wartości 1,1mld EUR

XTB (XTB PW; HOLD; TP PLN 144)

Spółka chce niedługo udostępnić polskie akcje klientom zagranicznym – Parkiet

SKARBIEC HOLDING

Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec lipca 2026 roku wyniosła 6,3mld PLN, -3,8% m/m

BANKI

CNB pozostawia stopy bez zmian; stabilne stopy w projekcji, prognozy inflacji i PKB lekko w dół

- Czeski bank centralny pozostawił główną stopę 2W repo na poziomie 3,75% na wczorajszym posiedzeniu; nowa projekcja zakłada stabilizację stopy PRIBOR 3M w okolicach 4%;
- Prognoza inflacji na 2026 r. została obniżona o 0.2 p.p., szczyt przypada na I kwartał 2027 r.;
- Wśród głównych ryzyk inflacyjnych CNB wskazuje utrzymującą się presję płacową oraz wysoką dynamikę akcji kredytowej;
- Decyzji towarzyszyła rewizja w dół prognozy wzrostu PKB: oczekiwany wzrost w 2026 r. obniżono do 2,2% z 2,5% w projekcji majowej.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)

Spadek OSP dla ropy Arab Light we wrześniu do 2 USD dyskonta wobec Brent [pozytywne]

- OSP dla ropy Arab Light spadł z premii 0.85 USD/bbl wobec Brent dla dostaw sierpniowych do dyskonta 2.15 USD/bbl dla dostaw październikowych.
- Rynek rozgrywa deeskalację na Bliskim Wschodzie po ogłoszeniu przez Iran porozumienia z Omanem dot. nowego szlaku żeglugowego przez cieśninę Ormuz ([LINK](#))

CONSUMER

LPP (LPP PW; BUY; TP PLN 25500)

2Q26 Trading update [Lekko pozytywne]

#LFL

- Najwyższą dynamikę wzrostu sprzedaży omnichannel odnotowano w regionach Europy Wschodniej oraz Azji Centralnej, które pozostają kluczowymi obszarami realizacji strategii ekspansji.”;

- „...wszystkie regiony poprawiły się znacząco w ujęciu kw./kw. Poprawę zaobserwowano również w SEE, mimo to region ten pozostaje pod wpływem niekorzystnego otoczenia makroekonomicznego i jako jedyny wykazał ujemny wskaźnik LFL.”;

- „Niezależnie od czynników zewnętrznych, po uruchomieniu nowego centrum dystrybucyjnego w Rumunii w lipcu br. (w miejsce magazynu, który spłonął w czerwcu 2025 r.) sytuacja zaopatrzeniowa dla tego regionu będzie ulegać systematycznej poprawie, a osiągnięcie pełnej zdolności operacyjnej nowej lokalizacji planowane jest na przełom listopada i grudnia br.”;

#Marża brutto & SG&A

- „Marża brutto na sprzedaży w 2Q pozostawała pod pozytywnym wpływem kilku czynników, wśród których kluczowe znaczenie miało umocnienie PLN względem USD w ujęciu r/r, poprawa oferty produktowej w markach House i Cropp, a także bardziej efektywne zarządzanie polityką cenową we wszystkich markach w trakcie letnich wyprzedaży.”;

- „W konsekwencji Spółka oczekuje istotnej poprawy marży brutto r/r. Jej poziom szacowany jest w przedziale 56%-57%.”;

- „... tempo wzrostu kosztów SG&A w 2Q było zbliżone do dynamiki sprzedaży.”;

#Sourcing

- „Kolekcja na sezon AW2026 jest w pełni zabezpieczona, dostawy odbywają się planowo, a Spółka nie identyfikuje ryzyka w zakresie dostępności kolekcji czy wpływu na poziom marży brutto.”

ASBIS (ASB PW; HOLD; TP PLN 120)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26 [neutralne]****#Serwery, centra danych**

- Aktualny pipeline serwerowy wynosi 860m USD i obejmuje ~1,100 projektów, z czego pipeline GPU/cluster to 11,700 GPU w 220 projektach; ok. 80% sprzedaży serwerowej stanowią rozwiązania oparte o technologię NVIDIA
- CEO oczekuje, że biznes AI/data center będzie rósł również w 2027 roku i dalej, podkreślając, że obecny cykl nie powinien zakończyć się ani w 2026, ani na początku 2027; ograniczeniem pozostaje raczej dostępność komponentów niż popyt
- Backlog serwerowy jest składany przez klientów Asbis, a następnie zabezpieczany back-to-back u dostawców; największym ryzykiem dla konwersji backlogu do przychodów pozostaje więc zdolność Micron, Solidigm, AMD, Supermicro i innych producentów do terminowej realizacji dostaw, a nie brak zamówień
- Zarząd podkreśla, że duża część projektów ma charakter powtarzalny i wielokwartalny, a nie jednorazowy, np. projekt Kazakhtelecom realizowany jest od ~2 lat (Asbis pełni tu również rolę integratora, dzięki czemu osiąga wyższą rentowność niż w czystej dystrybucji)
- Wzrost serwerów w 2Q był według zarządu przede wszystkim wolumenowy, a nie wyłącznie cenowy, co jest istotne dla trwałości wysokiej bazy przychodowej po ewentualnej normalizacji cen pamięci
- Netherlands i Taiwan należy traktować raczej jako miejsca fakturowania/huby w globalnym łańcuchu projektów niż wyłącznie lokalny popyt, projekty związane m.in. z Nebius mogą być realizowane finalnie w Niemczech, Włoszech czy USA, a tajwańscy klienci są często integratorami sprzętu dostarczanego następnie do Europy
- Zarząd nie spodziewa się, aby większa integracja pionowa NVIDIA eliminowała rolę Asbis; wręcz przeciwnie, uważa szeroki portfolio produktów i know-how dystrybucyjne za istotną barierę wejścia

#Marże, mix i koszty

- Zarząd traktuje 7,07% marży brutto z 2Q26 jako dolną bazę dla bieżącego roku i przy obecnej wiedzy nie oczekuje spadku poniżej tego poziomu
- Spadek marży względem 1Q26 wynikał nie tylko z wygaśnięcia nadzwyczajnego efektu FIFO po gwałtownych podwyżkach cen komponentów, ale także ze świadomej decyzji o przyjmowaniu bardzo dużych projektów AI o niższej marży
- Zarząd podał, że część dużych kontraktów realizowana jest przy marży brutto 4-5%, natomiast sprzedaż związana z Netherlands/Taiwan była bliżej 5,5-6%
- Asbis preferuje w części przypadków duży, dodatni gotówkowo kontrakt z niższą marżą, jeśli pozwala on utrzymać klienta i uczestnictwo w kolejnych etapach projektu, dalszy bardzo szybki wzrost przychodów serwerowych może okresowo ograniczać skalę ekspansji marży brutto
- Jednocześnie zarząd oczekuje, że w 2H26 marża może być lekko wyższa niż w 2Q, m.in. dzięki sezonowo mocniejszemu mixowi Apple/back-to-school/Christmas, CEO zastrzega jednak, że poprawa raczej nie powinna być duża
- Wskaźnik SG&A jest według zarządu sustainable na obecnym poziomie, dodatkowe koszty dotyczą głównie budowy działalności w Afryce Zachodniej, ekspansji retailowej w USA oraz zatrudnienia specjalistów AI/IoT
- CFO szacuje zatrudnienie dodatkowych ~200 pracowników do końca roku
- Należy uwzględnić w prognozach rezerwy na należności jako normalny element rosnącego biznesu kredytowego, a nie w całości one-off

#Apple

- Niedobory pamięci oddziałują również na Apple i mogą prowadzić do podwyżek cen nowych urządzeń, jednak Asbis nie otrzymał obecnie sygnału o problemie, który miałby uniemożliwić istotną skalę dostaw nowych iPhone'ów
- Zarząd ocenia, że dotychczas radzi sobie z ograniczeniami podaży i zakłada dostępność urządzeń przy launchu
- Regulacje ograniczające szary import w Kazachstanie i Ukrainie nadal działają na korzyść oficjalnego kanału, w Ukrainie dominuje biznes Apple/consumer (serwery stanowią według zarządu tylko ~10% lokalnej sprzedaży)

#Cash flow, working capital, finansowanie

- Poprawa cash flow nie jest zdaniem zarządu jednorazowa: biznes AI ma charakter „come-and-go”, czyli sprzęt praktycznie nie zalega w magazynie, a niedobory powodują, że klienci płacą terminowo lub z wyprzedzeniem, aby zabezpieczyć dostawy; w efekcie przy gwałtownie rosnącej sprzedaży zapasy pozostają relatywnie stabilne, a liczba dni zapasu spada
- Dla biznesu serwerowego zarząd nie zakłada obecnie potrzeby istotnego podnoszenia zapasów, ryzykiem dla cash conversion byłaby dopiero istotna poprawa dostępności produktów i normalizacja niedoborów, która mogłaby ponownie zwiększyć kapitał zaangażowany w inventory
- Bardzo mocny bilans pozwala finansować dalszy wzrost bez proporcjonalnego wzrostu zadłużenia, zarząd podkreśla, że poprawa working capital, a nie dodatkowe pół miliarda dolarów długu, umożliwiła dotychczasowy skok przychodów, co daje przestrzeń również do obsługi jeszcze wyższej skali sprzedaży
- Koszty finansowe powinny pozostawać relatywnie dobrze kontrolowane pomimo wzrostu skali i stóp: lepsza kondycja bilansu pozwala Asbis uzyskiwać niższe spready bankowe

CDRL**Podsumowanie wywiadu z wiceprezesem zarządu**

- Spółka chce zwiększać sprzedaż o 5-8% rocznie;
- Wyniki 1H26 powinno udać się zamknąć małym zyskiem, dalsza poprawa wyników spodziewana w 2H26;
- Spółka mocno stawia na rozwój e-commerce i zapowiada powrót do corocznej wypłaty dywidendy.

TMT

DEUTSCHE TELEKOM

Podsumowanie konferencji – Starlink pozostanie komplementarną usługą, mocny popyt na infrastrukturę AI w Europie

- DT podniósł guidance FCF na 2026 do ok. USD 20 mld po rewizji prognozy T-Mobile US; cel EBITDA pozostaje bez zmian na EUR 47,5 mld (+ok. 6% CC);
- T-Mobile US utrzymuje przewagę wzrostową: przychody z usług +8,9%, core EBITDA +11,7%, ARPA +2%, a churn postpaid spadł do 0,85%;
- Europa zanotowała ok. 4% organicznego wzrostu przychodów usługowych i EBITDA;
- Niemiecki mobile pozostaje mocny, natomiast broadband słabszy: ubyło 20 tys. klientów, głównie wskutek podwyżek cen, ale churn był niższy od założeń;
- Podwyżka o EUR 2 miesięcznie objęła ok. 4,9 mln klientów; reakcja rynku zachęca zarząd do dalszej strategii „more for more” i monetyzacji jakości sieci;
- Fiber net adds wyniosły 161 tys. (+18% r/r), ale penetracja nadal rośnie zbyt wolno;

#Starlink i ryzyko satelitarne

- DT traktuje ambicje SpaceX poważnie, ale postrzega satelitę głównie jako technologię komplementarną dla obszarów wiejskich i miejsc bez ekonomicznego uzasadnienia sieci naziemnej;
- Fiber oraz gęste sieci mobilne zachowują przewagę w przepustowości, indoor coverage, opóźnieniach, obsłudze wielu użytkowników i koszcie transmisji 1 GB;
- W USA FWA T-Mobile ma według zarządu istotnie wyższe prędkości niż satelita; tylko mniejsza część klientów pochodzi z najbardziej zagrożonych obszarów wiejskich (nie ma nadmiernej ekspozycji na ten segment);
- W Europie ryzyko jest dodatkowo ograniczane przez większą gęstość zaludnienia i regulacje odnośnie spektrum, choć satelita może konkurować na terenach o słabej infrastrukturze;
- DT wskazuje, że zapowiedzi rozwiązania problemu indoor coverage przez Starlink wymagają femtocelli/mesh, co osłabia narrację o pełnym zastąpieniu sieci naziemnych;
- Długoterminowo rynek nie będzie monopolem SpaceX: Amazon i AST mogą zbudować konkurencyjną pojemność, dając operatorom możliwość współpracy z wieloma dostawcami.
- DT ma umowę ze SpaceX w USA i planowaną usługę direct-to-device w Europie; pierwotnie zakładano start wykorzystujący spektrum EchoStar w latach 2027–2028;
- Europejskie ograniczenia mogą zmniejszyć dostęp SpaceX do pasma S, potencjalnie do maks. 10 MHz w Niemczech, co stwarza ryzyko opóźnień lub ograniczeń jakości D2D;
- Zarząd uważa decyzję o ograniczeniu dostępu amerykańskich operatorów satelitarnych do europejskiego spektrum za polityczną i potencjalnie protekcyjną;
- Przewaga spektralna, gęstość sieci i relacja z klientem pozostają główną linią obrony T-Mobile US przed ofertą satelitarną;

#Data center i AI

- Popyt na europejską, bezpieczną i suwerenną infrastrukturę AI jest bardzo mocny; 10 tys. GPU NVIDIA B200 w monachijskiej Industrial AI Cloud zostało w pełni zakontraktowane;
- Zarząd ocenia, że istniejący klastry można byłoby sprzedać nawet dziesięciokrotnie, co wskazuje zarówno na niedobór mocy, jak i przestrzeń do wyższych cen;
- DT rozważa rozbudowę o kolejne 20 tys. GPU, przy czym tempo inwestycji zależy od dostępności chipów i oczekiwanej stopy zwrotu;
- Spółka analizuje udział w europejskim projekcie AI Gigafactory o mocy ok. 150 MW;
- Preferowany model zakłada partnera finansowego oraz rozdzielenie nieruchomości, infrastruktury i warstwy chmurowej, ograniczając kapitałochłonność bilansu DT;
- Strategia nie zakłada wyłącznie hostingu modeli: DT chce oferować pełny sovereign stack z chmurą, orkiestracją i usługami T-Systems;
- Zarząd podkreśla, że nie wejdzie w politycznie motywowany projekt bez odpowiedniego ROCE; bardzo mocny popyt nie oznacza automatycznej zgody na każdy capex;

#Inne

- Dodatkowy kapitał skierowano obecnie na buyback, a nie dalsze przyspieszenie FTTH, ponieważ koszty budowy rosną nieliniowo przy ograniczonej dostępności wykonawców;
- T-Systems korzysta z popytu na sovereign cloud, cyberbezpieczeństwo i AI; order book był przejściowo słabszy, ale zarząd oczekuje wyraźnie mocniejszego H2;
- AI jest szeroko stosowane do redukcji kosztów i zależności od pracy manualnej; DT integruje także sieci transportowe i zakupy technologiczne na poziomie europejskim;

TWILIO

Mocne wyniki globalnego lidera CPaaS, podniesienie guidance, podsumowanie konferencji: oczekiwany długotrwały pozytywny wpływ AI na biznes, mocny rozwój segmentu voice dzięki AI

- EPS w 2Q 1,47 USD powyżej kons. 1,32 USD;
- Przychody 1,50 mld USD, powyżej kons. 1,43mld USD;

#Guidance na 3Q

- EPS 1,42-1,47 USD powyżej oczekiwanych 1,39 USD;
- Przychody 1,51-1,52 mld USD vs. kons. 1,46mld USD, wzrost organiczny o 11-12%, najwyższy guidance od trzech lat;
- Wzrost przychodów organiczny 13-13,5% (poprzednio 9,5-10,0%);
- Wzrost przychodów na cały rok 18-18,5% (poprzednio 14-15%);

#Konferencja

- AI z dużym wpływem na segment Voice: self-service Voice urosł o ponad 50% r/r, a popyt jest szeroki: od AI-native po dużych klientów enterprise i niezależnych dostawców oprogramowania;
- Kohorta AI ma znacznie wyższy DBNE (dollar-based net expansion) niż średnia spółki i została uwzględniona w guidance na 2H26;
- Monetyzacja AI dopiero na wczesnym etapie: klienci zaczynają od Voice, a następnie dokupują Messaging, RCS i dodatki software'owe;
- Zarząd oczekuje wieloletniego pozytywnego wpływu Z AI wraz z przechodzeniem komunikacji od human-to-human do human-to-agent;
- Pozycjonowanie rynkowe: Twilio chce pozostać neutralną warstwą infrastruktury pomiędzy modelami AI, systemami danych i kanałami komunikacji. Spółka raportuje już wielomilionowe wdrożenia AI, w tym ośmiocyfrowy kontrakt z firmą AI;
- Rynek jest nadal mocny: wzrost jest szeroki produktowo i sektorowo; Messaging +28%, Voice >20%, software add-ons +25%, w tym produkt Verify +30%, usługi self-serve +30%. WhatsApp oraz RCS rosną szybko z niskiej bazy;
- Wzrost może być nieco mniejszy w 2H26 ze względu na wyższą bazę (voice i software add-ons zaczęły przyspieszać już od 3Q25).

EPAM

Obniżenie prognoz wzrostu przychodów w 2026, podsumowanie konferencji: rośnie pipeline projektów, ale ciągle wydłużony proces podpisywania umów

#Wyniki 2Q26

- Przychody wyniosły USD 1,42 mld (+4,5% r/r; +3,4% organicznie w stałych walutach), przy wyniku na górnym końcu guidance i nieco wyższej od oczekiwań rentowności;

#Guidance 2026

- Przychody +3,2%-4,2% (poprzednio +4,0-6,5%);
- Organiczny wzrost w stałej walucie +2,0-3,0% (poprzednio 2,5-5,0%);
- Marża operacyjna 10,5%-11,0% (podniesiony dół przedziału z 10-11%)
- EPS obniżony do USD 8,22-8,38 z USD 8,29-8,59;

#Konferencja

- Spółka zakłada niewielki wzrost sekwencyjny w Q3 i zasadniczo płaskie przychody kw/kw w Q4; większe kontrakty nie wesprą istotnie wyników przed H1 2027;
- Główną przyczyną cięcia guidance jest Am. Pn., która stanowi 57% sprzedaży (w Q2 tylko +0,5%, wobec +10,9% w EMEA);
- Klienci ograniczają usługi zadaniowe (manual testing, UX i front-end) przesuwając budżety na AI, modernizację, tokeny, GPU i infrastrukturę;
- Nowe projekty AI rosną wolniej niż wygaszane tradycyjne kontrakty, ponieważ oszczędności mające finansować transformację materializują się z opóźnieniem;
- Presja koncentruje się wśród północnoamerykańskich klientów SaaS i software/high-tech; spadki non-AI przewyższają tam wzrost AI, cloud i cybersecurity.
- Drugi problem jest wewnętrzny: sprzedaż EPAM w USA była zbyt skoncentrowana na engineeringu, podczas gdy klienci oczekują rozwiązań biznesowych, ROI i ofert outcome-based;
- EPAM rozbudowuje sprzedaż i kompetencje konsultingowe w Ameryce Północnej, kopiując model działający w EMEA; jest to jednak program wielokwartalny;
- Pipeline dużych, wieloletnich umów agentically managed services rośnie, szczególnie w finansach, ale żadna z kluczowych umów nie została jeszcze podpisana;
- Otoczenie makro nie pogorszyło się względem Q1: budżety na AI i strategiczną modernizację pozostają dostępne, natomiast wydatki discretionary poza AI nadal są niskie;
- Finansowe usługi (+11,5%) i life sciences (+8%) były najmocniejsze; popyt dotyczy modernizacji legacy/mainframe, platform danych oraz zastosowań AI w R&D;
- Przychody AI-native przekroczyły USD 160 mln, czyli 11% sprzedaży; cel USD 600 mln w 2026 podtrzymany;
- Zarząd oczekuje, że AI zacznie zauważalnie przyspieszać wzrost grupy dopiero przy udziale zbliżonym do 25% przychodów;
- Marże pozostają odporne: guidance non-GAAP operating margin zawężone w górę do 15,5-16% (z 15-16%), dzięki cenom, poprawie rentowności fixed-price i kontroli kosztów;
- Guidance konwersji FCF obniżono do ok. 70%; wpływają na to przesunięcia płatności, choć w latach 2027-2028 spółka oczekuje powrotu do 80-90%.

IONOS

Podsumowanie konferencji: lekkie podniesienie guidance przychodów, nowe produkty AI, fokus na sovereign cloud

- Wzrost przychodów Web Presence & Productivity w 2Q o 7% do 290m EUR, wzrost cloud solutions o 20% do 54m EUR, adj. EBITDA +2% r/r do 124m EUR;
- Przychody w stałej walucie w 2026 mają wzrosnąć o 8% (w maju guidance +7%);
- Podtrzymane szacunki EBITDA EUR 530m (z EUR 485m w 2025 roku), dodatkowy wzrost przychodów będzie reinwestowany w marketing i ekosystem AI (szybsza dynamika wyniku w 2H z uwagi na wyższy marketing w pierwszej połowie roku);
- W średnim terminie IONOS nadal celuje w ponad 10% wzrostu grupy, ok. 20% w cloud oraz marżę EBITDA zbliżoną do 40%.
- Cloud Solutions wzrósł o 19,5% (+20,4% CC); bez kontraktu ITZBund (pięcioletnią umowę dotyczącą budowy i obsługi prywatnej, odizolowanej chmury obliczeniowej, on-premise enterprise cloud, dla niemieckiej administracji federalnej) dynamika H1 nadal przekraczała 12%, co potwierdza szeroki popyt;
- Popyt na cloud pochodzi głównie od SMB, średnich przedsiębiorstw oraz mniejszych instytucji publicznych w Europie, a nie wyłącznie z dużych kontraktów federalnych;
- Kluczowym trendem jest sovereign cloud: europejscy klienci szukają lokalnego hostingu, kontroli danych, zgodności z GDPR i mniejszej zależności od hyperscalerów.
- AI Phone Receptionist osiągnął ok. 15 tys. subskrypcji, NPS powyżej 50 i ARPU ok. EUR 70 miesięcznie, ponad dwukrotnie więcej niż w Q1.
- AI App & Site Builder generuje kompletne aplikacje z bazami danych i logiką biznesową, rozszerzając IONOS poza hosting i klasyczną usługę website builder;
- Nowy AI Phone Assistant dostępny na wszystkich rynkach, usługa vibe coding dostępna dla aplikacji i kreatora stron dostępna dla małych i średnich przedsiębiorstw oparta na europejskiej infrastrukturze;
- Churn pozostaje niski, na poziomie ok. 1% miesięcznie, a baza klientów wzrosła w Q2 o 100 tys.; cel ok. 450 tys. net adds w całym roku jest uznawany za realistyczny.
- Capex 2026 pozostaje na EUR 75–85 mln, bliżej górnego końca; sprzęt kupiono wcześniej przed podwyżkami, ale wzrost cen RAM/GPU może podnieść nakłady w 2027.
- IONOS nie widzi ograniczeń dostępności data center ani GPU: korzysta z kolokacji, wynajął kolejną lokalizację we Frankfurcie i posiada umowy z NVIDIA.
- AdTech pozostaje słabe wraz z całym rynkiem reklamy cyfrowej; trwa restrukturyzacja kosztów, biznes na sprzedaż jako działalność zaniechana.

GAMING

ARTIFEX MUNDI (ART PW; BUY; TP PLN 25.8)

Przychody ze sprzedaży w lipcu'26 wyniosły 5,6mln PLN, -23% r/r (YTD 49,8mln PLN, -17% r/r)

- Koszty akwizycji graczy 2,1mln PLN, -34% r/r (YTD 22,2mln PLN, -32% r/r);
- Pierwsza marża 3,5mln PLN, -11% r/r (YTD 27,5mln PLN, +1% r/r).

BOOMBIT

Przychody ze sprzedaży w lipcu'26 na poziomie 18mln PLN, +6,4% r/r

- Przychody pomniejszone na koszty UA i prowizje platform wyniosły 6mln PLN, -5% r/r;
- Skorygowane przychody pomniejszone o koszty UA i prowizje platform (bez uwzględnienia wpływu segmentu blockchain, bonusu IronSource oraz jednorazowych transakcji) 5,66 mln PLN, -7,6% r/r.

SIMFABRIC

Podpisanie umowy z koncernem Microsoft na program „Back Compat na PC”

- Program „Back Compat na PC” to nowa inicjatywa koncernu Microsoft, której celem jest umożliwienie uruchamiania klasycznych gier z konsol Xbox na komputerach z Windows – bez konieczności korzystania z nieoficjalnych emulatorów;
- W ofercie oficjalnego sklepu Microsoft Store na platformie Xbox One oraz Xbox Series X|S znajduje się już 5 tytułów Emitenta i objęte zostaną one programem na podstawie podpisanej umowy z października 2026 roku;
- Spółka jest w trakcie certyfikacji kolejnych siedmiu gier z przeznaczeniem do sprzedaży w sklepie.

NINTENDO

Wyniki za 1Q26/27

- Przychody Nintendo spadły o 9.5% r/r do 517.8 mld jenów (ok. 3.2 mld USD);
- Mimo niższej sprzedaży EBIT wzrósł aż o 151%, osiągając 142.5 mld jenów (ok. 903 mln USD);
- Głównymi motorami poprawy rentowności były rosnąca sprzedaż gier (software) oraz około 300 mln USD zwrotu amerykańskich cel, zaksięgowanego jako obniżenie kosztu sprzedaży;
- Sprzedaż cyfrowa zwiększyła się o 90% do 132.7 mld jenów, przede wszystkim dzięki dobremu performance cyfrowych wersji gier;
- Sprzedaż konsol Switch 2 wyniosła 3.82 mln sztuk, czyli o 34.4% mniej r/r. Porównanie obejmuje jednak zeszłoroczny kwartał premierowy; Nintendo podkreśla, że adopcja urządzenia pozostaje mocna;
- Gry na Switch 2 sprzedały się w liczbie 9.46 mln egzemplarzy, natomiast sprzedaż oprogramowania na pierwszego Switcha wzrosła aż o 38.6%, do 33,81 mln sztuk;
- Wyniki starszej platformy wspierały przede wszystkim Tomodachi Life: Living the Dream oraz utrzymująca się dobra sprzedaż tytułów back-catalogue;
- W kontekście zwrotu cel, Nintendo komunikuje, że wcześniej samo ponosiło większość kosztów cel, dlatego uzyskany zwrot pozostanie w spółce i nie zostanie przekazany klientom.

PLAYTIKA

Wyniki za 2Q26

- Przychody wyniosły 731.1 mln USD (+5.0% y/y; -1.8% q/q), powyżej konsensusu BBG 713 mln USD. Adj. EBITDA 206.1 mln USD (marża 28.2%), rosnąc o 23.4% y/y (również powyżej oczekiwań ok. 195 mln USD). EPS 0.13 USD vs oczekiwania 0.15 USD;
- Odbudowa marży była napędzana planowanym ograniczeniem wydatków marketingowych po ich koncentracji w pierwszej połowie roku;
- Przychody Disney Solitaire (SuperPlay) wyniosły 142.4 mln USD (+288.6% y/y). Przychody rosły pomimo ograniczenia wydatków marketingowych, co potwierdza wysoką retencję graczy. W II kwartale SuperPlay osiągnął dodatnią skorygowaną EBITDA;
- Przychody Bingo Blitz wyniosły 145.1 mln USD, co oznacza spadek o 9.5% y/y. Spadki koncentrowały się w grupie niedawno pozyskanych użytkowników o krótkim cyklu aktywności, podczas gdy długoletni gracze pozostali stabilni;
- Przychody June's Journey wyniosły 74.7 mln dolarów, rosnąc o 8.1% y/y;
- Kanał sprzedaży bezpośredniej (D2C) osiągnął 39.3% przychodów, co oznacza wzrost o 63.1% y/y. Ograniczyło to ekspozycję na opłaty platformowe i wspierało wzrost marży;
- Guidance na cały 2026 został podtrzymany mimo przebiccia konsensusu: przychody na poziomie 2.75–2.85 mld USD oraz skorygowana EBITDA w wysokości 750–790 mln USD. Zarząd wskazuje jednak obecnie na dolną granicę prognozowanych przedziałów ze względu na planowane ograniczenie wydatków na UA w drugiej połowie roku o około 70% oraz pogarszające się nastroje konsumentów, zaobserwowane w połowie 2Q;
- **Crossread na Huuuge:** Popyt cały czas słaby w segmencie social casino, od połowy 2Q widoczne jest wyraźniejsze niż sezonowe spowolnienie, wynikające z inflacji i ograniczenia wydatków konsumenckich. Format casual performuje lepiej od social casino - wzrost Disney Solitaire kontrastuje ze spadkami Bingo Blitz i sugeruje przesunięcie zainteresowania graczy w stronę lżejszych formatów. Jakość użytkowników jest ważniejsza niż ich liczba. Kluczowe stają się retencja, wartość gracza w całym cyklu życia i dyscyplina wydatków na pozyskiwanie użytkowników. Najtrwalszą przewagą jest długoterminowe zaangażowanie. Stabilność wieloletnich graczy Bingo Blitz i utrzymująca się pozycja Slotomanii po 16 latach potwierdzają, że w social casino większą wartość tworzą retencja i monetyzacja istniejącej bazy niż wzrost liczby nowych użytkowników (zatem strategia cash-cow przy ograniczeniu wydatków UA wydaje się sensowna przy takim rynku, co wpisuje się w obecne podejście HUG).

TAKE-TWO INTERACTIVE

Rockstar zapowiedział prezentację rozszerzonego materiału z GTA VI na 27 sierpnia na platformie Netflix

- Użytkownicy Netflix'a otrzymają dostęp sześć godzin przed publikacją na YouTube i stronie developera;
- Partnerstwo wzmacnia kampanię przed premierą gry zaplanowaną na 19 listopada 2026 r.;
- Dla Take-Two event powinien wspierać zainteresowanie i przedsprzedaż, natomiast dla Netflix'a jest to atrakcyjny, choć prawdopodobnie niematerialny finansowo, element budowania zaangażowania wokół segmentu gamingowego.

INDUSTRIALS

RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 1700)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26 [lekko pozytywne]****#Outlook & guidance**

- Spółka utrzymuje guidance na 2026 na poziomie 13,7-14,2 mld EUR sprzedaży (+37-42% r/r; organicznie +28-31%), marży operacyjnej ~19% oraz konwersji OFCF >40%; obniżenie prognozy przychodów o 300 mln EUR wynika wyłącznie z utraty programu F126, przy niezmiennym outlooku dla rentowności
- Profil roku pozostaje mocno „backend-loaded”: w 3Q26 wzrost sprzedaży ma być zbliżony do całorocznej dynamiki, 3Q26 i 4Q26 mają odpowiednio odpowiadać za ~24/~39% rocznej sprzedaży
- W 3Q26 wyniki Vehicle Systems zostaną obciążone jednorazowym kosztem programu XM30 w wysokości niskich kilkunastu mln EUR, jednak zarząd ocenia kwartalne marże jako zgodne z planem, a sezonowy wzrost rentowności powinien być widoczny pod koniec roku
- Widoczność sprzedaży pozostaje bardzo wysoka: ~95% planowanych przychodów w 2026 jest pokryte backlogiem, a zarząd podtrzymuje możliwość wzrostu biznesu obronnego o ~30% lub więcej rocznie również w kolejnych latach, znaczna część sprzedaży na 2027 jest już zakontraktowana
- Rheinmetall zakłada utrzymywanie book-to-bill wyraźnie >1.0 w kolejnych latach, co powinno pozwolić na dalszy wzrost backlogu pomimo szybkiego zwiększania przychodów

#Order pipeline i backlog

- Zarząd oczekuje wzrostu Rheinmetall Backlog z 80,5 mld EUR na koniec czerwca do >100 mld EUR na koniec 2026; realny przedział wskazany podczas Q&A to ~100-120 mld EUR, zależnie głównie od terminu podpisania i zakresu programu Arminius/Boxer
- Przekroczenie 100 mld EUR ma być możliwe również bez uwzględnienia opcjonalnej części ramowej Arminiusa, co ogranicza ryzyko dla krótkoterminowego celu backlogu
- Jakość backlogu istotnie się poprawiła: 56,3 mld EUR stanowią twarde, podpisane zamówienia, a 24,1 mld EUR umowy ramowe
- W horyzoncie najbliższych 2,5 roku ~90% oczekiwanej sprzedaży jest zabezpieczone kontraktami fixed
- Geograficznie ~61% backlogu przypada obecnie na Niemcy, ~34% na pozostałe kraje NATO, ~3% na resztę świata i ~2% na Ukrainę; rosnący udział Niemiec odzwierciedla przyspieszenie lokalnych procedur zakupowych
- Poza Arminiusem główne potencjalne zamówienia w 2H26 obejmują ciężarówki, amunicję, silniki rakietowe, kolejne transze włoskich programów pojazdowych, Boxery dla Portugalii, Caracale dla Austrii oraz zamówienia związane z SAFE i Ukrainą

#Vehicle Systems - Arminius/Boxer

- Kluczowy kontrakt fixed Arminius/Boxer dla Rheinmetall ma wynieść ~12,4 mld EUR, dodatkowo negocjowana jest umowa serwisowa z czego udział RHM wyniósłby ~2 mld EUR; zarząd traktuje łącznie ~14,4-14,5 mld EUR jako wysoko prawdopodobną część programu
- Harmonogram zakłada zakończenie zasadniczych negocjacji w drugim tygodniu września, zgodę Bundestagu 9 grudnia oraz podpisanie kontraktu fixed w ciągu kolejnych 5-10 dni
- Rheinmetall zaoferował także dwie opcje ramowe o wartości odpowiednio ~14 mld EUR i ~12 mld EUR, dotyczące produkcji w dalszej części następnej dekady, Zarząd pozostaje ostrożny i nie zakłada, że obie opcje zostaną automatycznie przyznane
- W przypadku podpisania umowy w grudniu Spółka oczekuje ~30% przedpłaty, czyli >3 mld EUR, potencjalnie do ~3,5 mld EUR
- RHM buduje zdolności produkcyjne do ~500 Boxerów rocznie, przeznaczone zarówno na rynek niemiecki, jak i zamówienia eksportowe
- Opóźnienie Arminiusa nie powinno istotnie wpływać na sprzedaż w 2027-28, ponieważ wzrost w tych latach opiera się przede wszystkim na już podpisanych programach, m.in. Heavy Weapon Carrier i wcześniejszych kontraktach Boxer

#Capex, moce produkcyjne

- Guidance Capex na 2026 został obniżony z ~16% do 8-9% sprzedaży, redukcja wynika z przesunięcia budowy części nowych zakładów energetycznych na 2027, optymalizacji projektów oraz niższych kosztów kolejnych, powtarzalnych inwestycji fabrycznych
- Zarząd widzi możliwość obniżenia Capex względem wcześniejszych planów również w 2027-28; bardziej szczegółowy profil inwestycji zostanie przedstawiony podczas CMD w listopadzie
- Przesunięcia nie powinny wpływać na sprzedaż w 2027-28 ani na cele na 2030, ponieważ opóźnione duże zakłady energetyczne mają około dwuletni okres budowy i wcześniej nie zakładano ich istotnego wkładu przychodowego w tych latach
- Spółka uzyskuje w istniejących zakładach wydajność o ~10-15% wyższą od pierwotnie projektowanej, co w niektórych przypadkach może odpowiadać mocy całej mniejszej fabryki i ogranicza konieczność nowych inwestycji

#Weapon & Ammunition

- Zarząd nie widzi obecnie istotnego ryzyka dla prognoz RHM wynikającego z dyskutowanego obniżenia niemieckich wydatków na amunicję z ~11,5 mld EUR do ~9,5 mld EUR; część danych ma nadal charakter projektu budżetu, a większość kluczowych programów Spółki jest już podpisana lub znajduje się w zaawansowanych negocjacjach
- W amunicji czołgowej nie oczekuje się wpływu na zamówienia, ponieważ główne kontrakty są już zawarte
- Największy potencjalny program dotyczy średniego kalibru: negocjowane są dwa kontrakty po ~5 mln sztuk każdy, których łączna wartość może sięgać blisko 10 mld EUR i zostać rozłożona na 5-7 lat
- Budowa zakładu artyleryjskiego w Ukrainie jest opóźniona o około dwa lata z powodu niegotowej infrastruktury cywilnej i wymagań bezpieczeństwa, lecz zarząd nie oczekuje materialnego wpływu na produkcję Grupy dzięki nadwyżkowym mocom w pozostałych lokalizacjach
- Zakład w Litwie, o docelowej wydajności do ~100 tys. pocisków rocznie, ma rozpocząć działalność w 2Q27, nowa linia średniego kalibru w Albacete, o mocy >1 mln sztuk rocznie, ma zostać otwarta w połowie 2027
- Zakład prochowy w Aschau ma osiągnąć od 3Q27 zdolność produkcji do ~4,5 tys. ton prochu trójbazowego rocznie, w połączeniu z mocami w Hiszpanii i RPA powinno to zabezpieczyć potrzeby Grupy przed uruchomieniem późniejszych zakładów w Europie Wschodniej

#Air Defence

- Rheinmetall przygotowuje moce do produkcji około 400 systemów OPL rocznie, przy czym guidance pozostaje konserwatywny do momentu formalnego podpisania największych kontraktów
- Arminius powinien być istotnym katalizatorem dla segmentu, zarząd wskazuje, że pierwszy pakiet będzie obejmował znaczącą liczbę systemów OPL, jednak szczegółowy mikś produktowy pozostaje elementem negocjacji
- Spółka rozwija także przenośny Precision Grenadier System kal. 40 mm do zwalczania dronów oraz amunicję 30 mm KETF dla amerykańskiej marynarki, co może poszerzyć rynek OPL o ochronę pojedynczego żołnierza i lekkich platform
- Rentowność segmentu powinna korzystać z bardzo wysokiej dźwigni operacyjnej wraz ze wzrostem wykorzystania nowych mocy, przy relatywnie ograniczonym dodatkowym Capex

#Autonomia, drony, space i deep strike

- Rheinmetall chce wprowadzać nowe rozwiązania odpowiadające zidentyfikowanym lukom NATO w ciągu maksymalnie 12-18 miesięcy, wykorzystując gotowe technologie własne lub partnerów zamiast wieloletnich programów rozwojowych
- Produkcja dronów w Neuss ma rozpocząć się pod koniec 3Q26 lub do końca roku, równolegle Spółka uruchamia produkcję satelitów SAR z docelową zdolnością około jednej jednostki tygodniowo
- Współpraca z Destinus postępuje zgodnie z planem; Rheinmetall chce pozyskać pierwszy kontrakt na pociski manewrujące jeszcze pod koniec 2026, a infrastruktura produkcyjna ma być stopniowo uruchamiana na przełomie 2026/27
- Portfolio autonomiczne obejmuje systemy lądowe, powietrzne i morskie, m.in. Mission Master/MV-8, Ruta Block 2, Kryla, K3 Scout oraz większe bezzałogowe jednostki nawodne znajdujące się w rozwoju

#Naval Systems

- Rheinmetall podtrzymuje cel dojścia w Naval Systems do ~5 mld EUR sprzedaży i ~15% marży operacyjnej w 2030, niższa rentowność w 2026 wynika przede wszystkim z mniejszej absorpcji kosztów stałych po utracie F126
- Głównym nowym produktem jest fregata GMF 140: jednostka o długości 140 m, wyporności ~6 tys. ton, prędkości 30 węzłów i załodze 90+35 osób, łącząca obronę powietrzną, przeciwrakietową i zwalczanie okrętów podwodnych
- Dodatkowe możliwości obejmują niszczyciele min, autonomiczne jednostki nawodne, „drone carriers” i programy wsparcia niemieckiej marynarki

#USA

- Rheinmetall ponosi obecnie kilkadziesiąt mln EUR rocznie kosztów związanych z kwalifikacją, „amerykanizacją” produktów, R&D i rozwojem rynku; koszty obciążają Vehicle Systems, ale są absorbowane przez wysoką rentowność pozostałego biznesu
- XM30 pozostaje programem o wysokim priorytecie dla US Army, a feedback techniczny klienta jest pozytywny; ostateczne rozstrzygnięcie będzie jednak również decyzją polityczną
- Skalowanie biznesu amerykańskiego jest jednym z głównych potencjalnych czynników pozwalających Vehicle Systems osiągnąć docelową marżę ~15%

#Strategia partnerstw i aktualizacja celów na 2030

- Zarząd podtrzymuje strategiczną rolę JV i partnerstw jako sposobu szybkiego pozyskiwania technologii, mocy i dostępu do klientów bez pełnej integracji operacyjnej
- Szczególnie atrakcyjne są JV z podmiotami państwowymi lub lokalnymi championami, które zwiększają retencję klienta i widoczność zamówień, równocześnie ograniczając wymagany kapitał
- Nie wszystkie partnerstwa zakończą się komercjalizacją; Spółka deklaruje gotowość do szybkiej zmiany partnera, gdy technologia nie osiąga wymaganej gotowości
- Zarząd sygnalizuje, że przy aktualizacji planu na CMD może zmienić się miks sprzedaży na 2030: udział rakiet, dronów i autonomii prawdopodobnie będzie wyższy od zakładanego wcześniej, jednak łączna historia wzrostu i ambicje Grupy pozostają niezmienione

#Docelowy model pola walki - mix efektorów i platform

- Zarząd podkreśla, że drony będą istotnym, ale tylko jednym z elementów przyszłego pola walki; docelowy model ma opierać się na miksie efektorów, obejmującym drony, artylerię, OPL, lotnictwo oraz załogowe i bezzałogowe pojazdy, w ocenie CEO nie należy oczekiwać pełnej „robotyzacji wojny” w perspektywie 20-30 lat, ponieważ wojska nadal będą potrzebowały chronionego transportu żołnierzy i bezpiecznej mobilności na polu walki
- Zdaniem CEO doświadczenia z Ukrainy nie powinny być bezpośrednio ekstrapolowane na sposób prowadzenia operacji przez NATO: konflikt ma mieć w dużej mierze statyczny charakter, podczas gdy NATO zakłada działania manewrowe wspierane przez przewagę powietrzną, warstwową OPL i dużą siłę ognia; oznacza to utrzymanie strukturalnego popytu na pojazdy opancerzone, choć ich rola i liczba mogą być mniejsze niż wcześniej zakładano, a platformy będą coraz szerzej integrowane z dronami i systemami autonomicznymi

SIEMENS

Wyniki 3Q26/26: podniesienie guidance, AI i data centers napędzają wzrost

#Sytuacja rynkowa

- Wzrost popytu pozostaje szeroki, ale zdecydowanie najsilniejsze momentum dotyczy infrastruktury centrów danych, gdzie zamówienia wzrosły trzykrotnie, przychody po dziewięciu miesiącach przekroczyły 3mld EUR, a backlog i umowy ramowe zapewniają widoczność na 2027 rok i kolejne lata
- Digital Industries odnotowuje poprawę w automatyce, szczególnie w Chinach, elektronice, półprzewodnikach, aerospace i defense, podczas gdy wykorzystanie mocy w części europejskich branż przemysłowych pozostaje relatywnie niskie
- W Chinach czerwcowe spowolnienie zamówień automatyki okazało się przejściowe, w lipcu momentum ponownie przyspieszyło, a popyt rozszerza się z produktów value-for-money również na rozwiązania wyższej klasy
- Smart Infrastructure korzysta nie tylko z data centers, lecz również z silnego popytu ze strony utilities, półprzewodników i budynków, przy dwucyfrowym wzroście zamówień we wszystkich głównych regionach
- Mobility posiada rekordowy backlog o atrakcyjnym profilu marżowym oraz silny pipeline zamówień na 4Q26, obejmujący duże kontrakty na tabor i wieloletni serwis

#Koszty i marże

- Marże Digital Industries korzystały z wysokiego udziału rentownego software, integracji Altair i Dotmatics oraz produktywności, która z nadwyżką kompensowała inflację kosztową i drożące wybrane komponenty elektroniczne.
- Smart Infrastructure poprawił rentowność dzięki skali, wyższemu wykorzystaniu mocy i produktywności, choć podwyżki cen jeszcze nie w pełni kompensowały wzrost cen surowców.
- W Mobility negatywnie oddziaływały mniej korzystny mix projektów i wyższe koszty odpraw, dlatego całoroczna marża nadal jest oczekiwana bliżej dolnego końca guidance
- Część poprawy wyniku grupy została wsparta jednorazowymi zwrotami taryf celnych w USA

#Outlook/guidance

- Guidance Smart Infrastructure został podniesiony do wzrostu przychodów 10-11% (poprzednio 8-10%) i marży 18,5-19,5% (poprzednio 18-19%), co odzwierciedla rekordowy backlog i utrzymujący się popyt w data centers oraz utilities
- Guidance Digital Industries pozostaje bez zmian, przy oczekiwaniu wzrostu przychodów 5-7% w 4Q26 i zbliżonej marży
- Mobility ma przyspieszyć wzrost przychodów do 9-11% w 4Q26, ale całoroczna marża nadal powinna znaleźć się w dolnej części przedziału 8-10%.
- Siemens podniósł guidance EPS na 2026 rok i oczekuje osiągnięcia górnej połowy przedziału wzrostu przychodów grupy
- Spółka uruchomiła nowy program skupu akcji do 6 mld EUR oraz potwierdziła plan uzyskania zgód akcjonariuszy na spin-off Siemens Healthineers w lutym 2027 roku

EURm	3Q25/26	4Q25/26	1Q26/27	2Q26/27	3Q26/27	Y/Y	Q/Q	FY25/26	LTM
Orders	24,719	21,939	21,371	24,114	27,902	13%	16%	89,672	95,326
EMEA	12,483	9,005	10,215	11,731	13,865	11%	18%	41,574	44,816
Germany	2,822	2,797	3,481	2,814	3,337	18%	19%	12,298	12,429
Americas	7,898	8,552	6,983	8,379	9,414	19%	12%	30,949	33,328
US	7,061	7,316	6,134	7,379	8,367	18%	13%	26,672	29,196
Asia, Australia	4,337	4,381	4,174	4,004	4,623	7%	15%	17,148	17,182
China	1,705	1,799	1,869	1,648	1,916	12%	16%	7,181	7,232
Book-to-bill	1.28x	1.02x	1.12x	1.22x	1.34x	5%	10%	1.13x	1.18x
EMEA	1.37x	0.89x	1.11x	1.26x	1.45x	5%	15%	1.11x	1.17x
Germany	1.01x	0.87x	1.21x	0.94x	1.12x	10%	19%	1.05x	1.03x
Americas	1.24x	1.23x	1.12x	1.30x	1.35x	9%	4%	1.19x	1.25x
US	1.29x	1.23x	1.14x	1.34x	1.39x	8%	4%	1.19x	1.28x
Asia, Australia	1.10x	0.99x	1.15x	1.00x	1.09x	-1%	8%	1.07x	1.05x
China	0.95x	0.97x	1.12x	0.96x	0.99x	4%	3%	1.02x	1.01x
EBITDA margin	18.3%	14.9%	19.0%	18.0%	20.2%	1.9%	2.2%	17.7%	18.0%
Digital Industries	16.3%	17.4%	19.5%	20.1%	20.4%	4.1%	0.2%	17.4%	19.3%
Smart Infrastructure	20.2%	20.1%	20.8%	20.0%	21.9%	1.7%	1.9%	21.6%	20.7%
Mobility	10.7%	9.9%	10.2%	8.3%	10.0%	-0.7%	1.7%	10.3%	9.6%
Siemens Healthineers	19.5%	18.9%	18.0%	17.2%	22.0%	2.5%	4.8%	19.0%	19.1%
Industrial Business	17.5%	17.5%	17.9%	17.4%	19.6%	2.1%	2.3%	18.0%	18.1%

Source: Company, Trigon

SAF-HOLLAND / TRAILER

Wyniki 2Q26: Odbicie OE i aftermarket wspierają dalszą poprawę marż

#Sytuacja rynkowa

- Europejski rynek naczeł pozostaje odporny, dlatego spółka podniosła oczekiwania wzrostu produkcji do 5–10% (z 0-5%)
- W Ameryce Północnej popyt pozostaje mieszany, ale pojawiają się pierwsze efekty pre-buy przed regulacjami EPA 2027 oraz poprawa zamówień producentów ciężarówek
- Zarząd oczekuje stopniowego, a nie gwałtownego cyklu pre-buy, co powinno ograniczyć ryzyko ostrego spadku produkcji na początku 2027 roku
- Rynek naczeł w USA ma pozostać słaby w 2026 roku, ale spółka oczekuje istotnego odbicia w 2027 roku wraz z poprawą frachtów i sytuacji finansowej flot
- APAC jest najsilniejszym regionem wzrostu, szczególnie dzięki Indiom i Australii, choć część operatorów flot zachowuje większą ostrożność inwestycyjną
- Aftermarket utrzymuje stabilny udział w sprzedaży i pozostaje kluczowym buforem rentowności w słabszych fazach cyklu OE

#Koszty i marże

- Wzrost cen energii i surowców pozostaje potencjalnym ryzykiem, ale spółka oczekuje jego kompensacji przez pricing i poprawę produktywności
- Marża w Americas korzysta z wysokiego udziału aftermarketu oraz rosnących wolumenów w nowych zakładach w Meksyku.
- Spółka nie obserwuje istotnych napięć w łańcuchu dostaw dzięki strategii potrójnego sourcingu

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 rok został potwierdzony pomimo poprawy prognozy rynku naczeł w Europie (przychody 1,7-1,85mld EUR, adj. EBIT margin 9-10%)
- Zarząd nadal oczekuje mocniejszej drugiej połowy w Ameryce Północnej, wspieranej przez wzrost frachtów, zamówienia i większą klarowność regulacyjną
- Wzrost marży będzie zależał od wolumenów i miksu regionalnego, ale aftermarket i oszczędności powinny stabilizować rentowność
- SAF rozwija hamulce tarczowe dla ciężarówek w Chinach, Ameryce Północnej, Europie i Turcji.
- Spółka zwiększa ofertę dla producentów ciężarówek elektrycznych, ale tempo elektryfikacji pojazdów ciężkich pozostaje niskie

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Sales	442.4	417.2	425.6	451.7	454.0	3%	1%	1,734	1,748
EMEA	223.1	216.8	225.6	236.2	231.0	4%	-2%	884	910
America	170.1	155.0	147.6	156.9	167.7	-1%	7%	649	627
APAC	49.2	45.5	52.4	58.6	55.3	12%	-6%	201	212
Gross profit	99.3	90.2	92.6	100.0	102.8	4%	3%	387	386
Ad. EBITDA	56.8	54.9	59.7	58.6	59.8	5%	2%	231	233
Adj. EBIT	40.3	38.1	42.9	42.5	43.4	8%	2%	164	167
EMEA	17.5	17.7	20.6	19.0	18.5	6%	-3%	72	76
America	17.4	15.5	17.0	16.8	18.6	7%	11%	70	68
APAC	5.3	4.9	5.4	6.7	6.3	19%	-5%	22	23
Adj. Net profit	18	23	24	28	28	59%	1%	84	102
Operating cash flow	14.1	48.8	81.0	49.6	36.9	161%	-26%	160.3	216.3
Free cash flow	-11.8	38.5	63.5	44.8	21.0	-278%	-53%	98.4	167.8
Net debt	574.5	547.0	505.3	482.3	507.6	-12%	5%		
There of leasing liab.	109.0	109.4	111.1	115.1	116.9	7%	2%		
Gross margin	22.5%	21.6%	21.8%	22.1%	22.7%	0.2%	0.5%	22.3%	22.1%
Adj. EBITDA margin	12.8%	13.2%	14.0%	13.0%	13.2%	0.3%	0.2%	13.3%	13.3%
Adj. EBIT margin	9.1%	9.1%	10.1%	9.4%	9.6%	0.5%	0.2%	9.5%	9.6%
EMEA	7.8%	8.2%	9.1%	8.1%	8.0%	0.2%	0.0%	8.2%	8.3%
America	10.2%	10.0%	11.5%	10.7%	11.1%	0.9%	0.4%	10.8%	10.8%
APAC	10.8%	10.8%	10.3%	11.4%	11.4%	0.6%	0.0%	10.8%	11.0%

Source: Company, Trigon

Market chng - SAF	6M26	9M25	12M25	3M26	6M26	FY26F
Trailer market						
EMEA	-17.5%	-12.5%	-1.0%	17.5%	7.5%	5-10% (prev 0-5%)
North America	-27.0%	-22.0%	-20.0%	-12.0%	-8.0%	(-5)-5% (no chng)
Brazil	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-15.0%	-9.0%	(-10)-(-5)% (no chng)
China	1.0%	15.0%	26.0%	6.0%	12.5%	5-10% (prev 0-5%)
India	-6.0%	-4.0%	-2.0%	35.0%	22.0%	10-15% (no chng)
Truck market						
EMEA	2.5%	2.5%	2.0%	15.0%	7.5%	5-10% (no chng)
North America	-18.0%	-25.0%	-24.0%	-27.0%	-17.0%	0-10% (no chng)
Brazil	3.0%	-4.0%	-12.0%	-19.0%	14.0%	(10)-(-5)% (no chng)
China	7.0%	20.0%	32.0%	15.0%	12.5%	0-5% (no chng)
India	9.0%	7.0%	11.0%	25.0%	14.0%	5-10% (no chng)

Source: Company, Trigon

SGL CARBON / MATERIALS

Wyniki 2Q26: restrukturyzacja poprawia cash flow, lecz popyt pozostaje słaby

#Sytuacja rynkowa

- Popyt na high-margin Silicon Carbide nadal nie wrócił do oczekiwanego poziomu, choć zarząd widzi pierwsze oznaki wzrostu wolumenów i stabilizacji cen w Chinach
- Graphite Solutions pozostaje słabszy operacyjnie po wyłączeniu płatności kompensacyjnych od klientów półprzewodnikowych
- Process Technology mierzy się z bardzo słabym order intake, odraczaniem projektów i prac maintenance przez klientów chemicznych oraz silną presją cenową wynikającą z niskiego wykorzystania mocy w branży
- Zarząd widzi niewielką stabilizację zamówień Process Technology, ale nie oczekuje gwałtownego odbicia w 2H26, a nowe projekty przełożą się na przychody najwcześniej w 2027 roku
- Fiber Composites osiągnął wyraźną poprawę rentowności po zamknięciu nierentownych aktywów
- Nowe obszary wzrostu obejmują nuclear graphite, space, defense drones i aerospace, lecz istotniejsze przychody z części tych projektów oczekiwane są dopiero od 2027–2028 roku

#Wyniki finansowe

- EBITDA została istotnie wsparta przez około 29 mln EUR kompensacji z renegocjowanych kontraktów take-or-pay

#Koszty i marże

- Restrukturyzacja Carbon Fiber została ukończona przy łącznym koszcie nieco powyżej 40mln EUR
- Bazowa marża Fiber Composites wyniosła około 11,5%, co potwierdza trwałą poprawę po zamknięciu Lavradio i Moses Lake
- Marża Process Technology spadła przez niewykorzystane moce i agresywną konkurencję cenową

#Outlook/guidance

- Guidance grupy na 2026 rok został potwierdzony (przychody 720-770mln EUR, EBITDA 110-130mln EUR), pomimo słabego otoczenia makroekonomicznego i kilku słabych rynków końcowych
- W Process Technology zarząd oczekuje w 2H26 wyników zbliżonych do pierwszej połowy lub nieznacznie lepszych, bez istotnego przełomu

W Fiber Composites dynamika poprawy wyniku w 2H26 będzie niższa

- Strategia SGL Growth 2030 zakłada osiągnięcie 1mld EUR przychodów w 2030 roku dzięki ekspansji w semiconductors, nuclear, space, defense i aerospace

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue	218.9	199.7	197.3	184.5	209.7	-4%	14%	850.2	791.2
Graphite Solutions	104.3	104.7	116.6	106.4	127.7	22%	20%	442.3	455.4
Process Technology	33.7	32.2	28.5	25.5	24.9	-26%	-2%	130.9	111.1
Fiber Composites	76.0	57.9	47.2	47.7	51.7	-32%	103%	257.7	204.5
EBITDA	39.0	36.1	26.4	29.6	40.2	3%	720%	135.0	132.3
Graphite Solutions	19.2	17.4	22.9	18.4	28.2	47%	-5%	81.1	86.9
Process Technology	8.9	8.1	3.8	4.1	3.2	-64%	-83%	31.8	19.2
Fiber Composites	9.1	7.2	7.7	9.0	9.9	9%	141%	25.5	33.8
Net profit	-25.3	-19.9	-27.9	5.9	5.9	-	-	-79.2	-36.0
Free Cash flow	2.2	5.2	24.5	6.4	25	1036%	324%	37	61.1
Net financial debt	115.5	116.5	98.9	98.1	79.3	-31%	1139%		
EBITDA margin	17.8%	18.1%	13.4%	16.0%	19.2%	1.4%	3.1%	15.9%	16.7%
Graphite Solutions	18.4%	16.6%	19.6%	17.3%	22.1%	3.7%	4.8%	18.3%	19.1%
Process Technology	26.4%	25.2%	13.3%	16.1%	12.9%	-13.6%	-3.2%	24.3%	17.3%
Fiber Composites	12.0%	12.4%	16.3%	18.9%	19.1%	7.2%	0.3%	9.9%	16.5%

Source: Company, Trigon

MORGAN ADVANCED MATERIALS

Wyniki 2Q26: Europejski przemysł pozostaje słaby, a większe odbicie popytu przesuwają się na 2027 rok

#Sytuacja rynkowa

- Najsilniejszy popyt pochodzi z aerospace, silników lotniczych, industrial gas turbines, wind i battery storage, wspieranych inwestycjami w energię oraz infrastrukturę data center
- Technical Ceramics korzysta z wysokiego popytu na ceramiczne rdzenie do turbin lotniczych i przemysłowych, a spółka stopniowo dokłada moce wraz z pozyskiwaniem nowych zamówień
- Performance Carbon pozostaje pod presją słabszego popytu na body armor i urządzenia przemysłowe, choć zarząd oczekuje odbicia w 2027 roku dzięki nowym produktom i kontraktom rządowym
- Thermal Products powrócił do wzrostu dzięki Azji, projektom w Ameryce Północnej i rozwiązaniom magazynowania energii, lecz Europa pozostaje słaba z powodu odkładania inwestycji w branżach procesowych
- Zarząd obserwuje rosnącą ostrożność inwestycyjną w europejskim przemyśle również poza Thermal Products, co może ograniczać tempo wzrostu w 2H26

#Koszty i marże

- Program simplification ma zakończyć się w 2026 roku i przynieść łącznie około 27mln GBP rocznych oszczędności przy koszcie wdrożenia około 45mln GBP
- Inflacja została skompensowana podwyżkami cen o około 2%, natomiast problemy techniczne w północnoamerykańskim Thermal Products obniżyły marżę na początku roku
- Wydatki na ERP pozostaną wysokie do 2027 roku, po czym powinny stopniowo wygasać.

#Outlook/guidance

- Spółka oczekuje około 2% organicznego wzrostu przychodów w 2026 roku, przy ostrożnym założeniu dotyczącym europejskich rynków
- Marża w 2H26 ma być zbliżona do bazowej marży z 1H26 po wyłączeniu jednorazowego take-or-pay (~9,6%)
- Cel marży 12% w 2028 roku został podtrzymany, a dalszy wzrost do 14% ma wynikać z lepszego miksu i mocniejszego wzrostu
- CapEx ma wynieść około 50mln GBP rocznie i pozostać zbliżony do 1,2x amortyzacji przez kolejne trzy lata

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

ARCHICOM (ARH PW; BUY; TP PLN 65)

Nawiązanie partnerstwa z MobiCars w celu rozwoju hubów mobilności

- Pierwszy z nich został uruchomiony 28 lipca w warszawskiej inwestycji Modern Mokotów, gdzie mieszkańcy mogą korzystać z samochodów dostępnych w modelu współdzielonym;
- W kolejnych etapach rozwiązanie będzie wdrażane w wybranych projektach wieloetapowych we Wrocławiu, Poznaniu i Łodzi.

MLP GROUP (MLG PW; BUY; TP PLN 120)

Nabycie działki w aglomeracji Hamburga pod park logistyczno-biznesowy

- Spółka nabyła teren typu brownfield o powierzchni 68 tys. m² w Geesthacht w kraju związkowym Szlezwik-Holsztyn, co stanowi pierwszą inwestycję grupy w aglomeracji Hamburga;
- W miejscu dawnego zakładu przemysłowego powstanie wielofunkcyjny park logistyczno-biznesowy MLP Hamburg East, który zaoferuje łącznie ok. 36.5 tys. m² powierzchni najmu (z czego 31 tys. m² powierzchnie magazynowe, 2.3 tys. m² powierzchni biurowej oraz 3.2 tys. m² na antresolach);
- Prace rozbiórkowe na tym terenie mają wystartować pod koniec br.;
- Rozpoczęcie budowy planowane jest na 3Q27, natomiast jej zakończenie przewiduje się na 3Q28.

MIRBUD (MRB PW; Under Review)

Wybór oferty Spółki zależnej w przetargu GDDKiA o wartości 368.2 mln PLN netto

- Oferta spółki zależnej Kobylarnia S.A. została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na zaprojektowanie i wybudowanie drogi S11 na odcinku Szczecinek – Piła (odc. II: węzeł Podgaje – węzeł Jastrowie);
- Najniższą ofertę na tym przetargu złożyło konsorcjum Aldesa, jednak została ona odrzucona jako niezgodna z warunkami zamówienia;
- Drugą najniższą ofertę w wysokości 376.2 mln PLN netto złożył STRABAG, co daje odchylenie od niej o około 2%;
- Zamawiający zamierzał przeznaczyć na zamówienie 458 mln PLN netto.

POLIMEX MOSTOSTAL (PXM PW; BUY; TP PLN 11.5)

Powołanie 3 nowych Członków Zarządu

- Rada Nadzorcza Polimeksu Mostostal powołała p. Piotra Andrusiewicza na stanowisko Prezesa Zarządu Spółki.
- Jednocześnie RN powołała p. Dariusza Locińskiego na stanowisko Wiceprezesa Zarządu ds. Operacyjnych oraz p. Bartosza Krysty na stanowisko Wiceprezesa Zarządu ds. Rozwoju i Transformacji.
- Jednocześnie w skład Zarządu PXM cały czas wchodzi p. Marzena Hebda-Sztandkie, pełniąca stanowisko Wiceprezesa ds. Finansowych.

POLIMEX MOSTOSTAL (PXM PW; BUY; TP PLN 11.5)

Konwersja 17 obligacji serii A na 4.25mln akcji zwykłych serii A

TORPOL (TOR PW; BUY; TP PLN 85)

Transakcja pakietowa 2,297,740 akcji @ 62 PLN

- Dyskonto do wczorajszej ceny zamknięcia wyniosło 10%.
- Pakiet odpowiada równo 10% udziałowi kapitale/głosach TOR, zwracamy uwagę, że wg ostatnich dostępnych danych identyczny pakiet akcji Torpolu posiadał Mirbud.

GRODNO

Zawarcie umowy nabycia sieci 10 hurtowni elektrotechnicznych

- Potencjał sprzedażowy szacowany jest na kwotę łącznie 60mln PLN rocznie;
- Finalizacja transakcji, po spełnieniu warunków przewidzianych w umowie, planowana jest na koniec sierpnia 2026 roku.

BIOTECH

GEDEON RICHTER (RICHT HB; HOLD; HUF 13 171)**Richter i Adalvo rozszerzają współpracę o generyczny tirzepatyd.**

- Richter i Adalvo podpisały umowę rozszerzającą dotychczasową współpracę przy semaglutydzie (Wegovy) o wspólny rozwój i dostawy generycznego tirzepatytu do leczenia cukrzycy typu 2 oraz otyłości.
- Partnerstwo zakłada wspólne finansowanie projektu, podwójny łańcuch dostaw oraz koncentrację na przewadze kosztowej, aby wykorzystać otwarcie rynku po wygaśnięciu ochrony patentowej.
- Spółki poinformowały również, że FDA przyjęła do oceny dwa wnioski ANDA dotyczące generycznego tirzepatytu w USA, złożone w pierwszym możliwym terminie regulacyjnym (NCE-1).
- Tirzepatyd (Mounjaro/Zepbound) wygenerował w 2025 r. 36,5mld USD sprzedaży, pozostając obecnie najszybciej rosnącą klasą leków metabolicznych.

MEDICOVER (MCOVB SS; BUY; SEK 271)**Spółka sprzeda KKR działalność szpitalną w Indiach za 1,2mld EUR.**

- Medicovert uzgodnił w czwartek sprzedaż swojej działalności szpitalnej w Indiach funduszom zarządzanym przez globalną firmę inwestycyjną KKR za 1,2mld EUR (1,39mld USD). Oczekuje się, że transakcja zostanie sfinalizowana w 4Q26.
- Po zbyciu aktywów Medicovert zamierza strategicznie i operacyjnie ponownie skoncentrować się na swoich kluczowych rynkach w Polsce, Niemczech i Rumunii. Sprzedaż zapewni Medicovert wpływy gotówkowe brutto w wysokości 740mln EUR, choć obecne cele finansowe spółki pozostaną bez zmian do czasu zakończenia transakcji.
- Udział właścicielski Medicovert w indyjskiej działalności szpitalnej, Medicovert Hospitals India (MHI), wynosi 66,1%, a pozostałe 33,9% znajduje się w rękach udziałowców mniejszościowych. Za okres dwunastu miesięcy kończący się 30.06.2026, MHI wygenerowała roczne przychody w wysokości 220,5mln EUR. Według raportu Medicovert za drugi kwartał, działalność w Indiach stanowiła 10% łącznych przychodów grupy.

SYNEKTIK (SNT PW; HOLD; TP PLN 398)**Podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26 – KPO wygasa, ale pipeline pozostaje mocny; kolejne katalizatory to Edison i ekspansja geograficzna [neutralne]**

- **KPO:** Zarząd potwierdził, że rekordowe dostawy w kalendarzowym 2Q26 były efektem finalizacji projektów finansowanych z KPO. Spółka spodziewa się spadku aktywności przetargowej po zakończeniu głównego okresu wydatkowania środków KPO, jednak pipeline pozostaje wysoki, a kolejne projekty mają być finansowane głównie z programu FEnIKS, Funduszu Medycznego oraz środków własnych szpitali. SNT nastawia się na intensyfikację sprzedaży systemów oraz dalszą rozbudowę oferty, aby zapewnić dalsze pozytywne wyniki segmentu.
- **systemy Edison:** pierwsze przychody oczekiwane od 2027 r.: SNT potwierdził przygotowania do rozpoczęcia komercjalizacji systemów robotycznych Edison. Zarząd oczekuje pierwszych sprzedaży od początku 2027 r., traktując produkt jako dodatkowy element wzrostu, a nie substytut da Vinci.
- **Kraje bałtyckie i Ukraina:** Spółka potwierdziła podpisanie pierwszego kontraktu na Litwie i podtrzymała strategię dalszej ekspansji geograficznej. Ukraina pozostaje atrakcyjnym kierunkiem rozwoju, jednak rozpoczęcie sprzedaży będzie uzależnione od stabilizacji sytuacji geopolitycznej.
- **Recurring revenues:** pomimo rekordowego udziału sprzedaży sprzętu, zarząd podkreślił utrzymujący się wzrost przychodów serwisowych oraz sprzedaży materiałów eksploatacyjnych. W średnim terminie udział działalności powtarzalnej powinien nadal rosnąć wraz ze zwiększaniem zainstalowanej bazy systemów.
- **Radiofarmacja:** spółka pozostaje pozytywnie nastawiona do rozwoju segmentu radiofarmacji, wskazując na rosnące wykorzystanie radiofarmaceutyków specjalistycznych jako głównego źródła wzrostu w kolejnych latach.

OTHER INFORMATION

ACTION: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w lipcu'26 na poziomie 305mln PLN, +21% r/r

- Marża grupy utrzymuje się na poziomie ok. 9,11%.

BOTANIKA FARM: Zatwierdzenie przez KNF prospektu emisyjnego, z oferty spółka chce pozyskać ok. 15mln PLN

BUMECH: Rozpoczęcie eksploatacji ściany 164 na kopalni węgla kamiennego Silesia

- Jest to pierwsza ściana wydobywcza uruchomiona w ramach samodzielnego zarządzania przez Bumech tym zakładem górniczym.

EQUNICO SE: Zawarcie umowy z Kolejami Uzbekimi S.A. na wykonanie i dostawę stalowego mostu

- Wartość umowy wynosi ok. 4,6mln PLN.

GRUPA NIEWIADÓW-PGM/GRUPA VIRTUS: Zawarcie umowy z Polską Grupą Hutniczą S.A. w sprawie realizacji wspólnego przedsięwzięcia w sektorze obronnym i przemysłowym

- Zgodnie z umową Grupa Virtus ma odpowiadać za kapitał, zamówienia i strukturę finansowania, Grupa Niewiadów-PGM zapewni dostęp do rynku oraz kompetencje integratorskie, a PGH dostęp do zdolności wytwórczych i koordynację produkcji;

- Strony zobowiązały się do wypracowania treści umowy realizacyjnej w terminie 90 dni od dnia zawarcia umowy.

MERCATOR MEDICAL: Spółka zależna Mercator Estates VI ma przedwstępną umowę zakupu nieruchomości w Krakowie za 12mln PLN

ZREMB-CHOJNICE: Spółka pozyskała 1,2mln PLN z emisji 200 tys. akcji serii L po cenie 6 PLN za sztukę

INSIDER TRADING

PEKABEX

Insider sprzedał 55 tys. akcji @ 9,10 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 1,8 tys. akcji @ 5,52 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

ENEA

Rezygnacja p. Bartosza Krysty z pełnienia funkcji członka zarządu ds. handlowych.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

PURE BIOLOGICS

Zwiększenie zaangażowania przez Esaliens TFI powyżej 5% do 9,75% kapitału zakładowego i głosów.

PURE BIOLOGICS

Zwiększenie zaangażowania przez JD Copilot LLC powyżej 5% do 14,99% kapitału zakładowego i głosów.

PURE BIOLOGICS

Zwiększenie zaangażowania przez Biofund Capital Management LLC powyżej 5% do 49,99% kapitału zakładowego i głosów.

PURE BIOLOGICS

Zwiększenie zaangażowania przez ACRX Investments Limited powyżej 5% do 7,44% kapitału zakładowego i głosów.

BLOCK TRADES

KGL

Wolumen: 23,3 tys. @ 6,20
% kapitału: 0,33

NANOGROUP

Wolumen: 121 tys. @ 2,40
% kapitału: 0,28

TORPOL

Wolumen: 2,3 mln @ 62,00
% kapitału: 10,00

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

AILLERON: Uchwała NWZA w sprawie powołania p. Norberta Biedrzyckiego na stanowisko członka RN

ASSECO POLAND: Zgłoszenie przez Nationale-Nederlanden OFE projektu uchwały w celu formalnego umorzenia 2,49 mln akcji własnych spółki

- Zarząd spółki proponuje umorzenie 1,09 mln akcji;
- Umorzenie akcji ma doprowadzić do obniżenia kapitału zakładowego i zmiany statutu spółki;
- NWZA jest zwołane na dzień 12 sierpnia 2026 roku.

P.A. NOVA: Uchwała NWZA w sprawie powołania p. Marka Morawskiego na stanowisko członka RN

TEXT: Uchwała ZWZA w sprawie wypłaty 4,26 PLN dywidendy na akcję za rok obrotowy 2025/26

- Na wypłatę dywidendy ma zostać przeznaczona kwota 109,7mln PLN, a kwota 6,2mln PLN na zasilenie kapitału zapasowego;
- Po uwzględnieniu wypłaconych zaliczek, do wypłaty pozostaje kwota 54,8mln PLN, tj. 2,13 PLN na akcję;
- Dzień dywidendy ustala się na 8 października, a termin wypłaty na 15 października 2026 roku;
- DY=4,1%.

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	135.4	17%	17,670	10.6	9.3	8.3	1.3	1.3	1.2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	153.6	18%	22,725	10.8	8.5	7.5	1.2	1.1	1.0	11%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	121.7	2%	49,960	12.7	11.3	10.6	1.9	1.7	1.6	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128.0	122.6	4%	16,019	11.4	11.6	10.6	1.7	1.6	1.6	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	456.8	-8%	59,430	14.6	12.6	10.7	2.9	2.7	2.5	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	1,436.5	-20%	61,120	16.0	13.4	11.5	2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	20.8	-13%	25,233	17.1	11.2	9.9	2.1	1.8	1.7	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	197.1	-12%	100,718	14.8	13.9	13.4	3.1	3.0	2.9	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	45,900	13%	12,852	10.6	9.0	8.6	2.0	1.8	1.7	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	256.9	7%	67,429	11.5	10.2	9.2	1.9	1.8	1.7	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	109.7	11%	137,075	12.5	10.3	9.3	2.3	2.1	2.0	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	730.0	1%	74,598	14.3	12.0	10.4	2.1	2.0	1.8	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	431.6	27%	8,435	7.0	6.7	6.3	1.4	1.2	1.1	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	73.2	1%	63,227	10.3	9.8	9.3	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	135.0	4%	326	—	—	14.6	7.4	19.7	5.7	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	139.6	22%	2,443	9.9	10.9	10.8	6.7	7.1	6.8	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17.4	15.0	16%	186	10.5	9.7	8.4	5.9	5.1	4.4	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	46.1	13%	46,898	23.6	18.5	15.6	12.8	10.8	9.4	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.5	19%	465	9.7	9.2	9.0	4.4	4.2	4.0	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	10.8	-8%	2,376	34.5	13.3	12.1	5.2	5.1	5.0	1%	1%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.5	20.5	25%	390	12.7	10.1	8.5	6.8	6.0	5.3	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	52.4	24%	3,065	7.4	7.1	5.4	7.3	6.7	5.0	5%	10%	13%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	20.8	24%	249	11.7	11.7	8.2	8.1	4.2	3.4	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	113.1	6%	6,277	10.1	8.0	7.4	7.4	6.2	5.5	2%	5%	6%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	164.2	-8%	38,870	79.9	72.1	60.9	34.6	32.1	28.3	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	86.6	9%	2,894	17.1	16.5	14.9	12.2	11.6	10.7	4%	5%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	212.3	-2%	17,621	21.3	20.5	19.2	—	—	—	6%	6%	4%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	73.7	2%	3,825	17.0	15.7	14.1	9.8	8.7	7.9	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	29.5	14%	3,847	14.1	12.0	10.6	9.8	8.4	7.4	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	20.6	—	2,039	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,415.0	8%	17,875	18.2	16.1	14.8	11.5	9.9	8.4	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	80.7	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	23.8	68%	459	18.7	16.1	3.3	5.8	4.9	1.3	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	738	22%	18,841	24.9	20.9	17.5	15.0	12.5	10.4	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	70.0	66%	445	—	11.3	—	—	6.6	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	248.5	28%	24,828	60.5	38.9	9.2	51.7	30.8	6.0	0%	0%	2%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	20.6	88%	1,111	8.0	114.7	37.1	59.8	17.5	12.4	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,308.9	1,359.0	-4%	731,128	23.4	20.9	26.8	8.4	7.9	8.5	3%	3%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.6	-15%	563	—	8.9	8.0	37.8	3.4	3.4	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671.0	544	23%	380	8.7	11.2	29.5	4.9	5.6	10.0	7%	11%	8%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	742.0	32%	2,600	110.2	50.3	33.3	44.8	25.2	16.2	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	16.98	55%	3,790	22.6	19.6	9.9	5.3	5.1	3.9	8%	8%	9%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	102.0	-8%	2,092	25.7	15.3	13.3	13.3	9.2	8.2	4%	4%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	19.3	19%	19,258	18.0	13.5	11.4	10.7	8.7	7.3	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	15.2	39%	7,431	6.8	4.2	4.0	9.5	6.7	6.8	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	198.6	16%	3,041	37.5	21.1	16.3	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%	10,805	18.0	13.1	11.3	6.7	6.2	5.8	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	83.8	25%	978	26.7	22.0	17.4	16.4	13.7	10.7	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.5	10%	4,865	10.3	9.7	9.4	9.2	8.2	7.9	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	164.1	20%	5,539	20.4	18.5	17.5	10.4	9.4	8.8	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	312.0	-17%	1,425	22.3	18.4	16.1	12.0	10.4	9.2	2%	2%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	32.0	25%	31,402	18.5	14.8	12.4	11.3	9.0	7.5	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	249.5	20%	6,437	9.4	9.0	8.3	7.5	7.4	6.4	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.0	39%	2,072	14.1	6.6	4.0	9.0	5.9	3.9	16%	16%	16%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	22.5	11%	268	—	41.4	13.1	8.4	4.9	4.7	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	20.4	11%	10,817	4.6	4.8	5.9	4.0	4.6	5.4	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	54.0	33%	947	—	14.8	13.5	4.4	4.0	3.9	6%	6%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review	-	4.9	—	678	—	—	—	—	—	—	—	—	—	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	34.1	17%	724	11.7	9.8	8.7	7.8	6.7	6.0	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171.0	12,080.0	9%	2,251,408	7.7	7.3	5.8	5.2	4.5	3.3	4%	4%	6%	75
GPW	GPW	Sell	78	104	-25%	4,361	18.2	17.1	16.7	14.8	13.5	13.0	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	53	2%	3,652	13.8	12.9	12.3	9.7	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	22.1	29%	987	4.4	5.0	5.9	2.1	2.5	2.9	23%	21%	18%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	179.0	-30%	286,198	22.4	21.1	20.0	8.6	8.4	8.2	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	58.8	5%	183,259	25.4	23.2	21.2	14.1	12.9	11.8	3%	3%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.5	1%	33,259	44.4	35.6	27.1	10.4	8.9	7.8	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	960.0	15%	13,601	13.0	11.1	9.8	9.2	8.0	7.0	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	17.3	27%	10,912	16.5	12.9	11.8	5.9	5.4	5.1	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Sell	23.1	26.2	-12%	3,070	39.5	8.1	4.7	1.6	1.1	0.7	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,294.0	8%	12,759	17.9	15.7	12.9	11.5	10.5	9.2	4%	5%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	350.9	-7%	70,170	9.1	9.8	11.2	5.4	5.7	6.1	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	21,960.0	16%	40,817	15.1	13.6	12.0	7.6	6.7	5.9	4%	4%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	9.0	76%	2,726	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	139	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	244	11%	3,432	35.3	29.8	25.4	11.3	10.2	9.2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	80.4	-11%	840	7.1	10.1	—	5.1	6.7	—	5%	5%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review	-	12.2	—	1,341	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	380.0	2%	1,335	13.8	12.4	12.0	9.2	8.3	7.8	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	99.2	-7%	7,643	28.6	17.7	13.3	7.7	6.2	5.2	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	4,640.0	-2%	3,487	8.1	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	38.9	35%	1,587	6.2	6.0	5.6	6.8	6.4	5.9	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	127	31%	15,686	25.7	18.4	14.8	6.4	5.5	4.4	4%	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	9.3	-12%	505	34.9	31.3	25.2	10.0	8.5	7.4	3%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	102.4	56%	1,157	12.6	11.3	10.2	7.9	7.4	6.8	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	15.4	5%	20,256	18.3	16.4	14.1	5.6	5.5	5.2	4%	5%	6%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	152.7	2%	177,276	6.5	7.8	9.0	3.5	4.0	4.6	5%	5%	6%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	66.4	18%	1,345	12.8	11.4	9.8	5.6	4.5	4.0	3%	5%	5%	—
PCF Group	PCF	Under Review	-	3.7	—	171	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220.0	154.7	42%	77,350	5.2	4.2	4.0	4.4	4.4	4.9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	9.0	—	222	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	46.7	-2%	26,944	17.7	15.9	14.4	7.9	7.2	6.7	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	10.8	10%	24,232	4.4	6.2	6.2	3.6	4.9	4.8	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	250.5	56%	1,670	9.9	9.6	8.6	6.0	5.6	5.0	7%	10%	10%	0
Polenergia	PEP	Hold	64.6	63.7	1%	4,919	48.9	46.5	28.3	14.5	14.0	6.3	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.9	68%	1,761	11.3	9.5	8.7	4.4	2.9	2.2	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	26.0	40%	154	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195.0	147.9	32%	2,152	9.4	9.6	9.1	6.4	6.2	5.5	5%	5%	5%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,151.2	48%	53,864	35.1	24.6	18.0	19.4	13.6	10.0	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	629.0	19%	341,788	40.1	29.1	23.2	22.1	16.9	13.6	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	135.0	69%	428	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	28.0	40%	529	—	31.6	17.5	11.5	8.5	6.3	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	83.8	19%	1,057	12.5	10.7	10.4	7.5	6.4	6.1	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	360.0	11%	3,070	17.4	15.7	13.5	12.2	10.4	8.8	3%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	9.2	17%	16,180	7.0	6.7	6.9	5.6	5.6	5.9	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	104.0	-5%	674	12.3	9.0	8.4	7.9	5.8	5.2	10%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	71.2	19%	1,635	17.5	11.8	7.7	9.0	5.2	2.9	5%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.5	26%	712	7.8	7.2	6.4	6.4	5.9	5.3	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	311.3	29%	429,525	5.0	4.7	4.4	4.2	3.7	3.4	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	165.4	5%	1,298	4.4	13.8	10.6	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	127.8	2%	1,342	16.0	13.1	11.9	7.7	6.3	5.4	2%	4%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5.5	—	1,299	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	14.6	-39%	270	17.8	16.6	16.9	5.2	5.4	5.2	4%	0%	4%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	11.1	8%	1,149	—	31.2	13.8	5.2	4.6	4.4	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144.0	166.6	-14%	19,589	12.2	14.3	12.3	8.4	9.6	7.9	2%	6%	5%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	73.8	63%	218	—	36.1	10.0	—	14.7	5.8	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	31.3	9%	31,393	24.8	19.3	15.4	8.8	7.6	6.5	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLEPSKI 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. | Mogińska 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.