

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

TOP NEWS**INDEKSY MSCI:** Dzisiaj po sesji ogłoszenie zmian w indeksach MSCIFINANCIAL RESULTS**BNP PARIBAS PL:** Wyniki za 2Q26: mocne przychody, ale jednoczesny wzrost kosztów [lekko pozytywne]**ENEA:** Szacunkowe wyniki za 2Q26. EBITDA o 6% niższa od konsensusu. [neutralne]**KRUK:** Szacunkowe wyniki za 2Q26 [neutralne]**ARCTIC PAPER:** Wyniki 2Q26: silne pogorszenie wyników w papierze rekompensowane poprawą w ROTT (neutralne)**UNIBEP:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H26FINANCIALS**PEKAO:** KNF zgodziła się na zakwalifikowanie euroobligacji banku jako instrumentów w kapitale Tier II**XTB:** Spółka otworzyła w lipcu 47,4 tys. nowych rachunków maklerskich w Polsce**SKARBIEC HOLDING:** Jeśli pomysły dotyczące akwizycji w ciągu roku nie zrealizują się, spółka wróci do koncepcji wyłaty dywidendy – prezesCONSUMER**ALLEGRO.EU:** Rozszerzenie współpracy z Lux Med dotyczącej oferty usług dla klientów indywidualnych**RYNEK E-COMMERCE:** Indeks Base wzrósł w lipcu o 13% r/rTMT**GRUPA PRACUJ:** Liczba ofert pracy w internecie w lipcu wzrosła o 2% r/r wg raportu Grant Thornton**CONSTELLATION SOFTWARE:** Wyniki za 2Q26, przychody wyższe o 17% r/r, w tym organicznie o 3%**AGORA:** Spółka zależna AMS Serwis przedłużyła koncesję na utrzymanie wiat przystankowych w Warszawie o pół rokuINDUSTRIALS**CSG:** CSG i PGZ podpisały umowę >100 mln EUR na komponenty do amunicji 155 mm**SALZGITTER / METALS:** Wyniki 2Q26: unijne regulacje wspierają odbicie marż pomimo słabego popytu**TKH GROUP / ELECTRICAL EQUIPMENT:** Wyniki 2Q26: silny popyt w segmencie Electrification (kable energetyczne) oraz Vision Technology**NEO PERFORMANCE / CRITICAL METALS:** Wyniki 2Q26: pomimo wysokich cen surowców krytycznych popyt pozostaje silny**RYNEK MOTORYZACYJNY:** Import aut używanych spadł o 3,5% r/r w lipcu'26 - SamarCONSTRUCTION & REAL ESTATE**RYNEK MIESZKANIOWY:** Ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym na rynkach TOP7 wzrosły w 2Q26 o 0.6% r./r. i o 1.4% kw./kw. – NBPBIOTECH**MABION:** Spółka złożyła wniosek o konsultację z FDA dot. reaktywacji projektu MabionCD20.

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

TOP NEWS

INDEKSY MSCI

Dzisiaj po sesji ogłoszenie zmian w indeksach MSCI

FINANCIAL RESULTS

BNP PARIBAS PL (BNPPPL PW; BUY; TP PLN 181)

Wyniki za 2Q26: mocne przychody, ale jednoczesny wzrost kosztów [lekko pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	y/y	q/q	2Q26E	Cons.
Net interest income	1 473	1 457	1 468	1 446	1 465	-1%	1%	1 484	1 461
Net F&C result	328	289	317	315	353	8%	12%	333	330
Other income	293	210	233	204	208	-29%	2%	206	211
Total revenues	2 094	1 955	2 018	1 964	2 025	-3%	3%	2 023	2 002
Operating costs	-786	-800	-806	-1 060	-828	5%	-22%	-805	-816
Operating profit	1 308	1 155	1 212	904	1 197	-8%	32%	1 218	1 186
Net provisions	-231	-162	-188	-171	-122	-47%	-29%	-142	-75
Net profit	734	696	887	375	600	-18%	60%	586	621
NIM	3,68%	3,59%	3,49%	3,35%	3,48%			3,46%	
CoR ex. CHF	-0,08%	0,43%	0,30%	0,26%	0,33%			0,38%	
C/I	37,6%	40,9%	39,9%	54,0%	40,9%			39,8%	
Loans	86,9	89,0	91,2	92,8	94,9	9,2%	2,3%	94,4	
Assets	168,5	168,6	180,7	177,3	180,9	7,3%	2,0%	177,9	
Deposits	129,3	129,7	141,3	136,6	141,4	9,4%	3,6%	136,5	
P/E12M trailing	8,7	8,5	7,5	8,5	9,0				
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3				
ROE 12M	17%	17%	19%	16%	15%				

Source: company data, PAP, Trigon

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	153,436	0.5%	8%	39%
WIG20	4,049	0.6%	7%	34%
mWIG40	10,679	0.1%	8%	32%
sWIG80	31,650	0.1%	2%	7%
PX (Prague)	2,763	-0.5%	5%	20%
BUX (Budapest)	149,904	0.9%	5%	44%
BET (Bucharest)	35,749	-0.6%	4%	72%
BIST30 (Istanbul)	15,460	-0.9%	-7%	27%
DAX	26,391	0.3%	5%	10%
FTSE 100	10,844	-0.2%	3%	19%
STOXX Europe 600	661	0.0%	3%	21%
S&P 500	7,728	-0.3%	2%	20%
NASDAQ 100	29,525	-0.3%	-1%	24%
Nikkei 225	67,532	0.0%	-1%	58%
Shanghai Comp	3,937	-0.8%	-1%	7%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.2%	6.7	54.1	44.3
PL 10Y bond yield	5.8%	5.6	51.5	43.7
CZ 10Y bond yield	4.9%	4.2	19.3	51.3
HU 10Y bond yield	5.5%	10.0	39.0	-143.0
RO 10Y bond yield	7.0%	3.7	25.2	-17.6
WIBOR 3M	3.9%	1.0	0.0	-105.0
EURIBOR 3M	2.5%	0.1	6.3	45.6

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.73	0.1%	-2.1%	2%
EUR/PLN	4.30	0.0%	-0.7%	1.1%
EUR/USD	1.15	-0.1%	1.4%	-1.2%
GBP/PLN	5.04	-0.1%	0.9%	-2.3%
CZK/PLN	0.18	0.0%	0.5%	-2.0%
HUF/PLN	0.012	-0.1%	2.1%	-8.7%
RON/PLN	0.82	0.0%	0.8%	2.4%
CNY/PLN	0.55	0.0%	1.5%	-8.1%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,407	0.5%	7%	32%
Silver (USD/toz)	65.2	1%	13%	72%
Copper (USD/t)	14,157	0.0%	5%	45%
Zinc (USD/t)	3,729	-0.2%	3%	32%
Molybdenum (USD/lb)	33.4	0.0%	6%	40%
Iron ore (USD/t)	95	-0.2%	-4%	-8%
HCC (USD/t)	218	0.2%	-6%	-1%
HRC EU (EUR/t)	705	0.0%	3%	29%
Brent crude oil (USD/bbl.)	89.4	0.5%	18%	35%
CO2 (EUR/t)	82.4	0.2%	4%	11%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	60.0	-2%	24%	82%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	106	0.1%	9%	22%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	488	0.4%	7%	16%
Shanghai Freight Index	3,276	2.2%	-2%	111%

ENEA (ENA PW; BUY; TP PLN 22.7)

Szacunkowe wyniki za 2Q26. EBITDA o 6% niższa od konsensusu. [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	6 505	6 589	7 099	7 198	5 639	-13%	-22%	6 625	6 448
EBITDA	1 446	1 271	967	1 548	1 204	-17%	-22%	1 266	1 286
Generation	453	467	663	637	464	2%	-27%	443	
Power Plants	379	412	524	438	397	5%	-9%	365	
Heat	20	27	99	118	25	24%	-79%	28	
RES	54	28	40	80	42	-22%	-48%	50	
Distribution	654	701	685	741	708	8%	-4%	715	
Mining	22	-106	240	26	81	271%	213%	88	
Trading	203	170	-403	71	24	-88%	-66%	30	
Others	114	40	-218	74	-73	-	-	-10	
EBIT	1 107	912	-727	1 189	-	-	-	896	928
Net profit	874	747	-856	929	568	-35%	-39%	580	691
OCF	3 991	2 619	-1 362	1 319	-	-	-	1 013	
Capex	-1 878	-985	-2 063	-1 523	-	-	-	-2 500	
Capex (company)	-2 835	-983	-1 774	-962	-1 963	-31%	104%	-2 500	
Net debt (reported)	551	-751	2 711	2 762	2 300	318%	-17%	4 249	
Economic Net debt	2 539	2 065	3 360	3 440	-	-	-	4 927	
EBITDA margin	22%	19%	14%	22%	21%			19%	
EBIT margin	17%	14%	-	17%	-			14%	
Net profit margin	13%	11%	-	13%	10%			9%	
P/E12M trailing	10.6	13.5	6.1	6.5	8.0				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	2.2	2.3	2.7	3.0	-				

Source: Company, Trigon DM

KPI	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	Y/Y	Q/Q	2Q26E
Electricity generation (TWh)	4.2	4.5	5.7	5.9	4.5	6%	-24%	4.3
Conventional	3.4	3.8	5.1	5.4	4.0	16%	-26%	3.8
RES	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	-38%	0%	0.5
Coal production (m tonnes)	1.2	1.3	2.4	2.0	2.3	89%	15%	2.3
Distribution (TWh)	4.9	4.9	5.3	5.4	5.0	3%	-7%	5.0
Sales in trading (TWh)	5.8	5.9	6.5	6.5	5.3	-9%	-18%	5.5

Source: Company, Trigon DM

- EBITDA w 2Q26 wyniosła 1.2 mld PLN, ok. 6% poniżej naszej prognozy i oczekiwań rynkowych. Wynik netto wyniósł 568m – zakładaliśmy 580m, a konsensus 691m.
- Capex wyniósł 1.96 mld (szacowaliśmy 2.5 mld), a ND/EBITDA (raportowane) spadł z 0.53x w 1Q do 0.46x, co implikuje spadek raportowanego długu netto o 460m q/q do 2.3 mld PLN. Istotniejszy będzie jednak odczyt ekonomicznego długu netto przy publikacji oficjalnych wyników.
- Największe odchylenie vs. nasze prognozy widoczne jest w obszarze „Others” (-73m PLN EBITDA). Lepiej od naszych założeń wypadł podsegment energetyki konwencjonalnej (397m EBITDA vs. szacowane 365m PLN).
- W energetyce konwencjonalnej w ujęciu r/r spadła marża na odkupach energii, na Zielonym Bloku i spadły przychody z Rynku Bilansującego. Wzrosła marża CDS r/r i przychody z Rynku Mocy. W segmencie tradingu spadły marże w detalu r/r.

KRUK (KRU PW; BUY; TP PLN 550)

Szacunkowe wyniki za 2Q26 [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	C
Cash EBITDA	683	707	658	656	742	9%	13%	721	
Net profit	332	293	209	262	293	-12%	11%	292	
ND/cash EBITDA (x)	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	0.1	0.0	2.6	
P/E (x)	7.9	8.4	7.7	7.6	7.9	0%	4%	-	

Source: The company, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2292	2507.5	2470.3	2469.9	93%
WIG20	1801.2	2093.5	2082.2	2055.9	87%
WIG40	360.4	326.7	331.9	345.3	109%
sWIG80	76.3	52.1	60.9	64.4	125%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	297	XTB	100.8	SGN	9.2
PKN	285.8	MDV	39.2	RVU	4.4
PKO	282.2	ACP	30.9	CRQ	2.8
DNP	275.7	TPE	28.0	ROB	2.4
ZAB	212.2	ASB	27.5	1AT	2.1
ALE	210.8	SNT	25.6	ICE	2.0
PEO	152.5	BFT	14.7	LWB	1.9
CDR	124.9	PXM	13.1	BMC	1.9
PZU	124.6	APR	9.8	SCW	1.7
EBP	74.3	MIL	8.5	CIG	1.6

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
DNP	168%	RVU	800%	RVU	800%
CDR	167%	TXT	232%	WWL	550%
BDX	135%	HUG	225%	SGN	450%
PEO	134%	ATC	219%	APT	324%
PZU	123%	PXM	191%	UNI	269%
PKN	122%	11B	153%	HUG	225%
EBP	122%	LWB	149%	REX	224%
KGH	121%	APR	145%	STP	219%
MDV	116%	XTB	138%	ATC	219%
PGE	113%	ATT	126%	ROB	205%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
PGE	11	4.9%	BDX	750	-1%
TPE	9	2.4%	PKO	109	-1.0%
PKN	153	2.1%	ALR	134	-0.9%
ALE	47	2.0%	KRU	428	-0.8%
MDV	94	1.8%	EBP	724	-0.4%
Best			mWIG40		
RVU	17.4	10.9%	WPL	64.0	-2%
PXM	7.8	4.8%	MBR	378.5	-1.9%
APR	31.8	4.6%	GPW	104.8	-1.7%
ACP	225.5	2.8%	GRX	2.5	-1.6%
TPE	9.3	2.4%	ASB	124.0	-1.3%
Best			sWIG80		
RVU	17.4	10.9%	BMC	16.5	-6%
CTX	73.5	5.2%	CRQ	242.0	-3.9%
BOS	10.5	3.3%	ICE	77.2	-2.9%
ANR	21.0	2.9%	FTE	16.2	-2.7%
ROB	32.7	2.7%	IMC	31.9	-2.6%

ARCTIC PAPER

Wyniki 2Q26: silne pogorszenie wyników w papierze rekompensowane poprawą w ROTT (neutralne)

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	cons.
Paper volume (kt)	119	129	120	137	117	-2%	-15%	120	
Pulp volume (kt)	91	76	82	90	84	-8%	-7%	85	
Revenues	833	796	745	814	751	-10%	-8%	777	798.0
Paper	552	576	518	573	514	-7%	-10%	524	
Pulp	282	220	227	241	237	-16%	-2%	253	
Gross profit	83	109	-75	68	74	-11%	8%	91	
Other operating items, net	-47.3	8.6	22.0	14.3	11.5	-	-20%	0.0	
EBITDA	-53.9	38.8	32.2	2.6	8.6	-	235%	1.9	-5.3
Paper	10.8	40.6	33.3	21.8	-7.8	-	-	-3.8	
Pulp	-5.9	-3.6	-60.4	-14.2	12.1	-	-	5.7	
EBIT	-88.5	4.5	-59.9	-36.2	-29.7	-	-	-32.0	-41.7
Paper	-10.9	18.5	9.5	-2.0	-31.7	-	-	-25.8	
Pulp	-72.5	-15.8	-75.5	-29.1	-2.2	-	-	-6.7	
Net profit	-45.4	2.1	-42.9	-21.4	-34.4	-	-	-27.1	-34.2
EBITDA margin	-6.5%	4.9%	4.3%	0.3%	1.1%	7.6pp	0.8pp	0.2%	
EBIT margin	-11%	1%	-8.0%	-4.4%	-4.0%	6.7pp	0.5pp	-4.1%	
Net profit margin	-5.4%	0.3%	-5.8%	-2.6%	-4.6%	0.9pp	-2.0pp	-3.5%	
OCF	56	26	93	-47	6	-90%	-	27	
Net debt	164	155	147	229	232	41%	1%	232	
P/E 12M trailing	-108.2	-15.5	-5.2	-4.8	-5.4				
EV/EBITDA 12M trailing	8.0	14.3	16.4	37.8	9.1				

Source: Company, Trigon

UNIBEP

Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H26

- Przychody ze sprzedaży 856,6mln PLN, -17,3% r/r;
- Zysk brutto ze sprzedaży 80,9mln PLN, -1% r/r;
- Zysk z działalności operacyjnej 18,2mln PLN, -49,1% r/r;
- Zysk netto 3,1mln PLN vs. 351tys. PLN w 1H25.

FINANCIALS

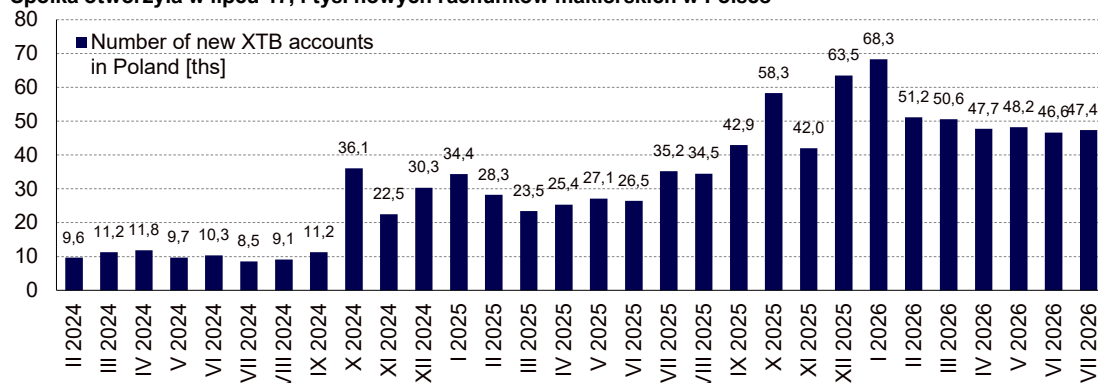
PEKAO (PEO PW; BUY; TP PLN 274)

KNF zgodziła się na zakwalifikowanie euroobligacji banku jako instrumentów w kapitale Tier II

- Łączna wartość nominalna euroobligacji wynosiła 500mln EUR, z terminem wykupu na dzień 13 lipca 2037 roku.

XTB (XTB PW; HOLD; TP PLN 144)

Spółka otworzyła w lipcu 47,4 tys. nowych rachunków maklerskich w Polsce



SKARBIEC HOLDING

Jeśli pomysły dotyczące akwizycji w ciągu roku nie zrealizują się, spółka wróci do koncepcji wyłaty dywidendy – prezes

- Spółka chce zwiększyć aktywa pod zarządzaniem, w tym uzupełnić ofertę, na przykład o kolejne TFI albo dom maklerski;
- W planach jest wprowadzenie ETF-ów, których oferta miałaby być niestandardowa w porównaniu z uruchomionymi dotychczas przez krajowe podmioty.

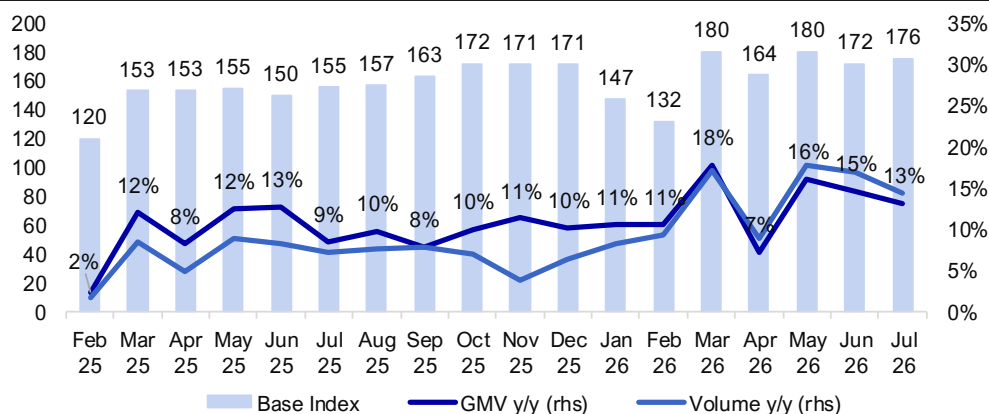
CONSUMER

ALLEGRO.EU (ALE PW; BUY; TP PLN 52)**Rozszerzenie współpracy z Lux Med dotyczącej oferty usług dla klientów indywidualnych**

- Wprowadzenie oferty Lux Med dla kupujących na Allegro to kolejny etap wspólnych działań obu firm. W kwietniu pomyślnie wdrożono pierwszy etap tego partnerstwa – ofertę pakietów medycznych Lux Med dla tysięcy sprzedawców prowadzących działalność na platformie.

RYNEK E-COMMERCE**Indeks Base wzrósł w lipcu o 13% r/r**

- Liczba zamówień była wyższa o 14% r/r, a średnia wartość zamówienia spadła o 1% do 202 PLN;
- Sprzedaż krajowa wzrosła o 10%;
- Sprzedaż cross-border wzrosła o 24% r/r, a jej udział u sprzedawców korzystających z Base wynosił 20,4%.

Base Index values

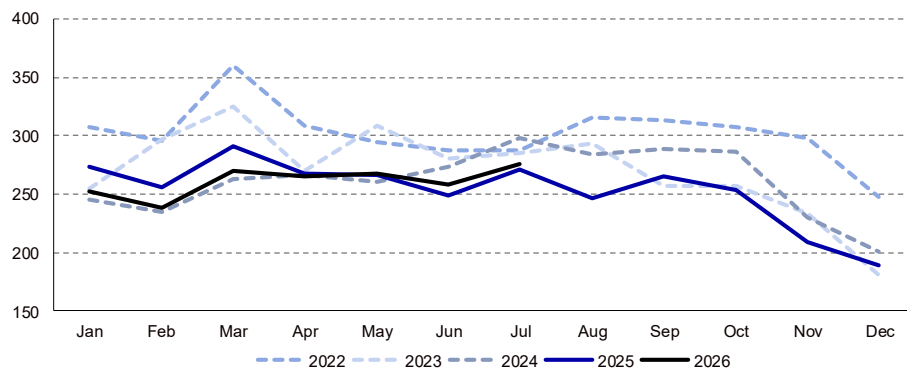
Source: Base, Puls Biznesu

TMT

GRUPA PRACUJ (GPP PW; BUY; TP PLN 54)

Liczba ofert pracy w internecie w lipcu wzrosła o 2% r/r wg raportu Grant Thornton

- W poprzednim miesiącu opublikowano na największych portalach 276 tys. nowych ofert pracy, +2% r/r;
- Wzrosty odnotowały kategorie Finanse (+3%), Marketing i Sprzedaż (+1%), Prawo (+3%), HR (+3%), Zdrowie (+13%) i Praca Fizyczna (+1% r/r), a płaskie było IT;
- Wcześniej w 2Q26 wzrost rynku wynosił +1% r/r, w tym w czerwcu +4% r/r;
- [LINK](#) do raportu.

New job offers on 50 largest recruitment portals (in 000's)

Source: Grant Thornton, Rzeczpospolita

CONSTELLATION SOFTWARE

Wyniki za 2Q26, przychody wyższe o 17% r/r, w tym organicznie o 3%

USDm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	y/y
Revenue	2,654	2,844	2,948	3,177	3,181	3,335	17%
Licence	96	87	107	125	91	92	6%
Professional services	487	532	538	568	546	573	8%
Hardware and other	74	80	89	138	100	116	45%
Maintenance, other recur.	1,996	2,144	2,213	2,346	2,444	2,554	19%
Revenues organic y/y	0%	5%	5%	6%	6%	3%	
Expenses	2,272	2,375	2,448	2,633	2,745	2,844	20%
staff	1,412	1,457	1,487	1,568	1,687	1,696	16%
amortization of int. assets	272	286	307	318	326	348	22%
other	588	632	654	747	732	800	27%
Operating result	382	469	500	544	436	491	5%
margin	14.4%	16.5%	17.0%	17.1%	13.7%	14.7%	
EBIT adj. for int. assets amo.	654	755	807	862	762	839	11%
Net income after minor.	136	56	210	110	367	274	389%
CF from operations	827	433	685	788	897	477	10%
FCF to shareholders	510	220	529	423	733	345	57%

Source: Constellation Software

- Kontrybucja z Asseco Poland do zysku netto to 12mln USD w 2Q i 23mln USD w 1H, ale spółka stosuje raportowanie z przesunięciem (lag reporting) i ujmuje udział w zysku Asseco z trzymiesięcznym opóźnieniem ze względu na różnice w czasie raportowania;
- Akwizycje w kwartale wyniosły ~0,9mld USD, a zobowiązania do akwizycji powstałe po dacie bilansu to 0,8mld USD.

AGORA

Spółka zależna AMS Serwis przedłużyła koncesję na utrzymanie wiat przystankowych w Warszawie o pół roku

- Wartość miesięcznego czynszu uiszczanego przez AMS wynosi 3,85mln PLN Brutto;
- Umowa obowiązuje do maja 2027.

INDUSTRIALS

CSG (CSG NA; BUY; TP EUR 23.0)**CSG i PGZ podpisały umowę >100 mln EUR na komponenty do amunicji 155 mm**

- CSG Polska i należący do PGZ Dezamet podpisały umowę o wartości >100 mln EUR na dostawy komponentów do produkcji amunicji artyleryjskiej 155 mm
- Kontrakt obejmuje m.in. komponenty pirotechniczne i podzespoły wykorzystywane w produkcji zapalników, dostarczane przez CSG do zakładów Dezamet
- Umowa kontynuuje wieloletnią współpracę CSG i PGZ przy produkcji amunicji 155 mm oraz wykorzystuje wcześniejszy transfer technologii do polskich zakładów
- Technologie CSG umożliwiły uruchomienie w Polsce seryjnej produkcji amunicji m.in. dla armatohaubic Krab
- Produkcja wspiera realizację kontraktu PGZ-Amunicja z 2023 r. o wartości ~11 mld PLN, obejmującego dostawy amunicji dla Wojska Polskiego w latach 2024-2029
- W maju 2026 PGZ-Amunicja podpisało kolejny kontrakt na kilkaset tysięcy kompletów amunicji, wart >13,5 mld PLN i finansowany ze środków SAFE
- CSG deklaruje gotowość do dalszego transferu technologii, budowy nowych mocy produkcyjnych oraz wspólnych projektów z PGZ na rynkach NATO i UE
- Dezamet wskazuje, że dalsza współpraca z CSG może zwiększyć moce produkcyjne spółki; strony omawiają kolejne projekty w ramach partnerstwa strategicznego PGZ-CSG

SALZGITTER / METALS**Wyniki 2Q26: unijne regulacje wspierają odbicie marż pomimo słabego popytu****#Sytuacja rynkowa**

- Europejski popyt na stal pozostaje słaby, zarząd uważa, że rynek ustabilizował się po dołku 2025 i nie widzi obecnie oznak pogorszenia sytuacji w 2H26
- CBAM oraz nowe Steel Safeguard obowiązujące od 1 lipca ograniczają import i już wspierają ceny, choć pełny efekt będzie opóźniony przez wcześniejsze zwiększenie importu przed wejściem nowych regulacji
- HRC ex-Ruhr wzrósł do ok. 715 EUR/t, a spread między cenami sprzedaży i kosztami surowców poprawił się r/r, przy czym na 3Q zarząd oczekuje zasadniczo stabilnych spreadów z lekkim ryzykiem ich zawężenia
- Order intake w flat steel pozostaje pozytywny również na 3Q i dalszą część roku, natomiast plate oraz large-diameter tubes są bardziej zależne od uruchomienia inwestycji infrastrukturalnych oraz defense
- Zarząd oczekuje, że niemieckie fundusze infrastrukturalne i obronne zaczną być widoczne pod koniec 2026, ale istotniejszy wpływ na popyt i mix powinien pojawić się przede wszystkim w 2027
- Energia pozostaje strukturalnym ryzykiem dla konkurencyjności europejskiej produkcji, ponieważ konflikt na Bliskim Wschodzie zwiększył ceny gazu i energii elektrycznej
- Niskie poziomy Renu nie wpłynęły dotychczas na działalność HKM ani na ceny stali, choć dalszy spadek wód mógłby w przyszłości ograniczać podaż

#Koszty i marże

- Koszt materiałów spadł o 122 mln EUR r/r i odpowiadał 61% sprzedaży wobec 65% rok wcześniej, co wraz ze wzrostem cen stali istotnie poprawiło rentowność
- Przejęty w lipcu HKM (Hüttenwerke Krupp Mannesmann) przejdzie z dwóch wielkich pieców do jednego o capacity ok. 2,5mln, co ma ograniczyć koszty i zatrudnienie, a z 3 tys. pracowników obecnie pozostanie ok. 1 tys. do końca 2029.
- Największa część redukcji zatrudnienia i kosztów restrukturyzacji HKM nastąpi w 2029 wraz z zamknięciem drugiej części instalacji

#Outlook/guidance

- Guidance 2026 uwzględniający HKM zakłada przychody ok. 10mld EUR, EBITDA 725–825mln EUR, EBT 325–425mln EUR
- Zarząd uważa guidance za komfortowy, ale nie sygnalizuje podwyższenia mimo mocnego 1H z uwagi na sezonowość, maintenance
- SALCOS Phase 1 jest zgodny z harmonogramem i uruchomienie planowany jest na późne lato 2027, natomiast decyzja inwestycyjna dotycząca kolejnej fazy pozostaje wstrzymana do czasu lepszego uzasadnienia ekonomicznego
- CapEx 2026 ma wynieść ok. 650mln EUR wraz ze 100mln EUR w HKM, natomiast 2027 będzie znacznie bardziej kapitałochłonny: sam SALCOS powinien wymagać ok. 500 mln EUR nakładów netto, inne inwestycje 300–400 mln EUR, do tego dochodzi HKM, dlatego zarząd wskazał, że 800 mln EUR byłoby raczej dolną granicą, ale poziom powyżej 1 mld EUR uważa obecnie za mało prawdopodobny
- Transformacja HKM do EAF wymaga ok. 900mln EUR brutto i korzysta z 200mln EUR publicznego finansowania, ale po uwzględnieniu działalności operacyjnej HKM, wpłat byłych udziałowców i dotacji dodatkowe zapotrzebowanie na gotówkę to ok. 100mln EUR przez trzy kolejne lata
- Dodatkowy CapEx utrzymaniowy HKM poza „green transformation” powinien wynosić 50–100mln EUR rocznie, a kontrakt na dostawy kęsów do thyssenkrupp na lata 2026–2028, ma wspierać dodatnie wyniki operacyjne przejmowanego zakładu.

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Crude steel production	1,373	1,477	1,477	1,569	1,465	7%	-7%	5,880	5,988
Revenue	2,336	2,201	2,116	2,345	2,243	-4%	-4%	8,981	8,904
Steel Production	814	761	701	877	863	6%	-2%	3,166	3,201
Steel Processing	289	318	307	319	287	-1%	-10%	1,222	1,230
Trading	766	632	567	635	631	-18%	-1%	2,629	2,465
Technology	422	442	480	461	415	-2%	-10%	1,767	1,798
Others	44	49	62	53	47	6%	-11%	198	211
EBITDA	38	107	152	196	82	117%	-58%	376	537
EBIT	-41	30	71	121	5	-	-96%	59	227
EBT	-57	11	45	95	-19	-	-	-28	132
Steel Production	-33	-1	-10	24	26	-	8%	-66	40
Steel Processing	-38	-27	-26	-24	-16	-	-	-116	-93
Trading	13	10	10	20	18	40%	-10%	31	58
Technology	26	22	37	39	30	17%	-23%	113	127
Others	-24	7	34	36	-77	-	-	11	0
Net profit	-54	42	-24	82	-39	-	-	-70	62
Operating cash flow	126	234	190	77	-18	-	-	505	627
Net debt / (net cash)	788	811	954	679	792	0%	17%	954	792
EBITDA margin	1.6%	4.9%	7.2%	8.4%	3.7%	2.0%	-4.7%	4.2%	6.0%
EBIT margin	-1.7%	1.4%	3.3%	5.2%	0.2%	2.0%	-4.9%	0.7%	2.5%
EBT margin	-2.4%	0.5%	2.1%	4.1%	-0.8%	1.6%	-4.9%	-0.3%	1.5%
Steel Production	-4.0%	-0.1%	-1.4%	2.7%	3.0%	7.0%	0.3%	-2.1%	1.2%
Steel Processing	-13.3%	-8.4%	-8.4%	-7.5%	-5.6%	7.7%	1.9%	-9.5%	-7.5%
Trading	1.7%	1.6%	1.8%	3.1%	2.9%	1.2%	-0.3%	1.2%	2.4%
Technology	6.1%	4.9%	7.7%	8.5%	7.2%	1.1%	-1.2%	6.4%	7.1%
Net profit margin	-2.3%	1.9%	-1.1%	3.5%	-1.7%	0.6%	-5.2%	-0.8%	0.7%

Source: Company, Trigon

TKH GROUP / ELECTRICAL EQUIPMENT

Wyniki 2Q26: silny popyt w segmencie Electrification (kable energetyczne) oraz Vision Technology

#Sytuacja rynkowa

- Segment Vision pozostaje bardzo mocny dzięki wysokiemu popytowi, rosnącemu backlogowi i dobrej aktywności m.in. w semiconductor, consumer electronics i batteries, natomiast w defense spółka wskazuje na wzrost udziałów rynkowych
- Automated Machinery pozostaje pod presją po trzech kwartałach niskiego order intake, klienci z branży oponiarskiej odkładają inwestycje z powodu wysokich kosztów energii i materiałów, barier handlowych oraz niepewności geopolitycznej
- Zarząd uważa, że potrzeba nowych mocy i modernizacji technologii produkcji opon nie zniknęła, dlatego opóźnione projekty powinny ostatecznie wrócić, ale nie potrafi wskazać momentu odbicia
- Segment Electrification korzysta z dojrzewania produkcji w Eemshaven (zakład podwodnych kabli morskich otwarty pod koniec 2024) oraz wysokiego popytu w onshore energy; order book >500mln EUR zapewnia szczególnie dobrą widoczność w offshore
- Zamówienia na offshore cable są zwykle pozyskiwane nawet 3-4 lata przed instalacją, a produkcja rozpoczyna się zazwyczaj ok. 2 lata wcześniej, co pozwala TKH przesuwac projekty i optymalizować wykorzystanie Eemshaven
- Pipeline offshore obejmuje ok. 92 przetargi na ponad 14 tys. km kabli głównie w Europie i UK, przy czym wzrost względem wcześniej komunikowanych danych częściowo wynika z wydłużenia horyzontu pipeline do 2032
- Onshore energy ma dodatkowo framework agreements o wartości ok. 1,4 mld EUR sięgające do 2032–2034, które nie są ujęte w backlogu, a zarząd wskazuje coraz większy udział ekspansji międzynarodowej w obecnych zamówieniach i sprzedaży
- Digitalization korzysta z silnego popytu na światłowody dla data centers/AI, szczególnie w Ameryce Północnej, gdzie ograniczona dostępność wybranych typów światłowodów pozwoliła na poprawę cen i marży

#Koszty i marże

- Najważniejszym motorem dalszej poprawy marży segmentu Electrification ma być wyższe wykorzystanie mocy oraz poprawa produktywności
- W Vision wzrost cen komponentów elektronicznych ma być ograniczonym obciążeniem w 2H26, a TKH deklaruje możliwość pełnego przeniesienia wzrostu kosztów na klientów
- Digitalization korzysta z niższej bazy kosztowej po zamknięciu produkcji światłowodów w Holandii i przeniesieniu produkcji do Polski, co wraz z poprawą cen światłowodów istotnie zwiększyło rentowność

#Outlook/guidance

- Spółka podtrzymuje outlook na 2026 zakładający organiczny wzrost zarówno sprzedaży, jak i adj. EBITDA
- Medium-term target dla Electrification został podniesiony pod względem wzrostu organicznego głównie dzięki lepszym perspektywom medium- i high-voltage onshore cables
- Docelowa EBITDA margin Electrification >19% zakłada zarówno wykorzystanie istniejących mocy, jak i planowane rozszerzenia capacity
- Dla Automated Machinery kluczowym triggerem pozostaje konwersja obecnego pipeline w zamówienia, ponieważ zarząd nie widzi utraty projektów, ale obecny niski order intake ogranicza widoczność na 2027

EURm	1H25	2H25	1H26	Y/Y	H/H	FY25	LTM
Order book	1,080	1,028	1,031	-5%	0%	1,028	1,031
Vision Technology	141	131	170	20%	30%	131	170
Automated Machinery	420	381	259	-38%	-32%	381	259
Electrification	455	517	508	12%	-2%	517	508
Revenue	858	903	956	11%	6%	1,761	1,859
Vision Technology	245	277	270	10%	-3%	523	547
Automated Machinery	232	291	219	-6%	-25%	523	509
Electrification	246	483	328	33%	-32%	729	811
Offshore Energy	53	-	97	82%	-	53	97
Onshore Energy	148	-	187	26%	-	148	187
Specialty Cables	45	-	46	2%	-	45	46
Adj. EBITA	80	109	114	42%	4%	190	223
Vision Technology	44	50	55	25%	9%	94	105
Automated Machinery	45	57	35	-21%	-38%	101	92
Electrification	10	7	26	159%	288%	17	33
Adj. net profit	36	56	57	57%	2%	92	112
Adj. EBITA margin	9.3%	12.1%	11.9%	2.5%	-0.2%	10.8%	12.0%
Vision Technology	17.8%	18.0%	20.2%	2.4%	2.2%	17.9%	19.1%
Automated Machinery	19.2%	19.5%	16.0%	-3.2%	-3.5%	19.4%	18.0%
Electrification	4.1%	1.4%	8.0%	3.9%	6.6%	2.3%	4.1%
Adj. net margin	4.2%	6.2%	5.9%	1.7%	-0.2%	5.2%	6.0%

Source: Company, Trigon

NEO PERFORMANCE / CRITICAL METALS

Wyniki 2Q26: pomimo wysokich cen surowców krytycznych popyt pozostaje silny

#Sytuacja rynkowa

- Popyt pozostaje mocny we wszystkich segmentach, a spółka zwiększyła zakontraktowane wolumeny na 2H26 i w części biznesów także na 2027, przy utrzymującej się ograniczonej podaży hafnu, galu i tantalu oraz wysokich cenach tych materiałów
- Segment Rare Metals korzysta z napiętej podaży i rosnącej potrzeby zabezpieczenia dostaw materiałów krytycznych w aerospace, industrial gas turbines i innych zastosowaniach, przy czym spółka nie widzi obecnie istotnej poprawy dostępności surowca dla hafnu, galu i tantalu
- Magnequench widzi zdrowy popyt w automotive, industrial automation i advanced computing infrastructure, a klienci coraz częściej poszukują geograficznej dywersyfikacji oraz bezpieczeństwa dostaw poza Chinami
- Bonded magnets pozostają niedocenianym, ale szybko rosnącym obszarem Neo: spółka jest największym producentem bonded magnetic powders na świecie, posiada ok. 8 tys. ton mocy i widzi szczególnie atrakcyjne perspektywy w AI data centers, humanoid robotics, dronach oraz dalszej elektryfikacji
- W sintered magnets popyt w Europie wyraźnie przewyższa dostępne moce Neo, a ograniczenia eksportowe Chin opóźniają lub zatrzymują część planowanych europejskich inwestycji chińskich konkurentów, co zarząd ocenia jako dodatkowo korzystne dla lokalnych dostawców
- Europejski rynek importuje obecnie ok. 25 tys. ton magnesów, a Neo wskazuje, że przy obecnym pipeline klientów nie jest w stanie obsłużyć całego potencjalnego popytu dostępnymi mocami

#Wyniki finansowe

- 2Q26 przyniósł rekordowe 57mln USD adj. EBITDA wobec 93mln USD w całym 1H26, przy przychodach 206mln USD, co odzwierciedla jednocześnie wysokie wolumeny, poprawę kosztów konwersji oraz bardzo korzystne ceny
- Magnequench wygenerował 10,5mln USD adj. EBITDA, najlepszy wynik kwartalny od ponad czterech lat, przy wzroście wysyłek bonded magnets o 35% r/r, podczas gdy spadek bonded powders o 14% r/r zarząd przypisuje timingowi zamówień, a nie pogorszeniu popytu.
- Chemicals & Oxides osiągnął 8,5mln USD adj. EBITDA, wsparty wyższymi wolumenami emission catalysts, poprawą kosztów i korzystnymi cenami rare earths
- Rare Metals osiągnął rekordowe 45mln USD adj. EBITDA, przy wzroście wolumenów hafnu o niemal 40% r/r oraz utrzymaniu rekordowych cen, co pozostaje głównym źródłem obecnego skoku rentowności grupy
- Na koniec kwartału Neo miało 96mln USD gotówki i 157mln USD długu, a wzrost zapasów wynikał przede wszystkim z celowych zakupów złomu hafnowego oraz ramp-upu europejskiej fabryki magnesów

#Koszty i marże

- Marże bonded magnets poprawiają się strukturalnie dzięki rosnącym wolumenom, większemu udziałowi sprzedaży gotowych magnesów względem proszków
- Dodatkowym wsparciem dla rentowności Magnequench jest korzystny efekt zapasów kupionych wcześniej po niższych cenach, dlatego część obecnej poprawy marży ma charakter timingowy, choć bazowy trend operacyjny pozostaje pozytywny
- Koszt zapasów Rare Metals wzrósł wraz z rynkiem, ale nie materialnie względem wzrostu ASP, a wygasające starsze kontrakty są stopniowo zastępowane nowymi umowami zawieranymi przy wyraźnie wyższych cenach
- W sintered magnets zarząd oczekuje, że Phase 1B będzie miała wyraźnie lepszy profil marżowy niż Phase 1A dzięki większej skali, poprawie kosztów i yieldów oraz nowym kontraktom zawieranym już po zmianie otoczenia geopolitycznego

#Outlook/guidance

- Neo podtrzymuje guidance adj. EBITDA 140-150mln USD i oczekuje wyniku przy górnym krańcu przedziału z możliwością jego przekroczenia, przy czym głównym źródłem upside są dodatkowe sprzedaże spotowe hafnu w 2H26
- Guidance na 2H26 jest świadomie konserwatywny w Rare Metals: spółka zakłada zakontraktowane wolumeny po korzystnych cenach, ale jedynie minimalną sprzedaż spot, mimo że klienci nie sygnalizują osłabienia popytu
- Zarząd uważa, że ewentualne słabsza sprzedaż spotowa w pojedynczym kwartale oznaczałyby przede wszystkim przesunięcie popytu w czasie, a nie jego destrukcję, ponieważ bazowy rynek pozostaje bardzo mocny
- Na 2027 Neo rozpoczęło już kontraktowanie hafnu po cenach określanych jako atrakcyjne, a poziom pokrycia wolumenów jest obecnie zbliżony do historycznego poziomu na tym etapie roku
- Europejska fabryka sintered magnets skaluje się zgodnie z harmonogramem: spółka dostarczyła próbki kwalifikacyjne, posiada programy od trzech Tier-1 producentów silników i nadal zakłada uruchomienie 2-3 programów komercyjnych do końca 2026
- Phase 1B ma zwiększyć europejskie capacity z 2 tys. do 5 tys. ton, trwają zakupy urządzeń, docelowo zakład ma dojść do 20 tys. ton globalnej produkcji magnesów rocznie
- Środki z emisji akcji za 115mln CAD mają zostać przeznaczone głównie na Phase 1B oraz rozbudowę bonded magnets, przy czym szczegółowe plany wzrostu biznesu bonded spółka zamierza przedstawić w kolejnych kwartałach.

USDm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Volumes (t)	3386	3547	3028	3194	3221	-5%	1%	13,336	12,990
Magnequench	1558	1649	1554	1540	1460	-6%	-5%	6,063	6,203
Chemicals&Oxides	1766	1814	1388	1565	1665	-6%	6%	6,953	6,432
Rare Metals	62	84	86	89	96	55%	8%	320	355
Revenue	114.7	122.2	120.3	155.0	205.7	79%	33%	479	603
Magnequench	50.5	54.9	55.0	64.7	64.3	27%	-1%	205	239
Chemicals&Oxides	29.4	28.8	29.3	33.2	37.4	27%	13%	135	129
Rare Metals	35.9	39.3	39.7	57.1	106.3	196%	86%	148	242
EBITDA	16.7	12.2	1.5	29.0	43.0	157%	48%	43	86
Adj. EBITDA	19.0	19.2	20.4	36.2	57.0	201%	57%	76	133
Magnequench	7.6	8.1	6.0	9.2	10.5	38%	13%	28	34
Chemicals&Oxides	5.4	4.1	7.1	7.7	8.5	56%	11%	23	27
Rare Metals	10.8	11.5	12.3	23.9	44.4	313%	86%	43	92
EBIT	8.2	8.4	5.6	26.6	41.8	409%	57%	32	82
Adj. net profit	8.7	6.0	4.7	14.9	23.7	171%	60%	26	49
Adj. EBITDA margin	16.5%	15.7%	16.9%	23.4%	27.7%	11.2%	4.3%	15.8%	22.0%
Magnequench	15.0%	14.8%	10.9%	14.3%	16.3%	1.3%	2.0%	13.9%	14.2%
Chemicals&Oxides	18.5%	14.1%	24.2%	23.1%	22.7%	4.3%	-0.4%	17.4%	21.2%
Rare Metals	29.9%	29.3%	31.0%	41.8%	41.8%	11.8%	0.0%	29.3%	38.0%
Adj. net margin	7.6%	4.9%	3.9%	9.6%	11.5%	3.9%	1.9%	5.4%	8.2%

Source: Company, Trigon

RYNEK MOTORYZACYJNY

Import aut używanych spadł o 3,5% r/r w lipcu'26 - Samar

- Po czerwcowym minimalnym wzroście, który wynikał z większej liczby dni roboczych, rynek wrócił na ścieżkę spadku.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

RYNEK MIESZKANIOWY

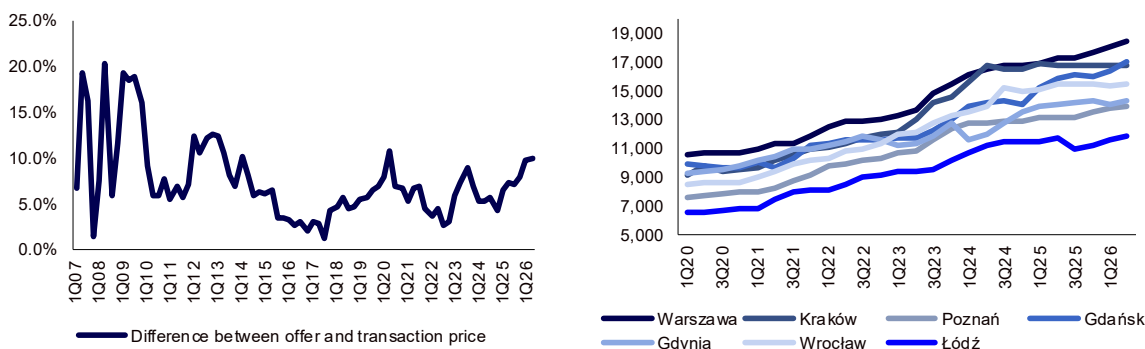
Ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym na rynkach TOP7 wzrosły w 2Q26 o 0.6% r/r. i o 1.4% kw./kw. – NBP

- Ceny ofertowe na ww. rynkach wzrosły w analogicznym okresie o 3.1% r/r. i o 1.6% kw./kw.

- Na rynkach analizowanych przez NBP **najwyższą** dynamikę cen transakcyjnych kw./kw. w 2Q26 pokazały Bydgoszcz (+10.5%), Kielce (7.7%) oraz Olsztyn (6.9%), natomiast **najniższą** Wrocław (-4.7%), Rzeszów (-4.0%) oraz Łódź (-1.1%).

- Różnica pomiędzy ceną ofertową, a transakcyjną w 2Q26 wyniosła 10.2% (+0.6p.p. kw./kw.) w Warszawie i 10.0% (+0.2p.p. kw./kw.) na rynkach TOP7.

Różnica pomiędzy cenami ofertowymi i transakcyjnymi (l.w.) oraz średnia cena (PLN/m2) na rynku pierwotnym (p.w.)



Source: NBP, Trigon

BIOTECH

MABION (MAB PW; Under Review)

Spółka złożyła wniosek o konsultację z FDA dot. reaktywacji projektu MabionCD20.

- Spółka otrzymała od Oddifact SAS potwierdzenie prawidłowego złożenia do amerykańskiej Agencji ds. Żywności i Leków dokumentacji dotyczącej planowanego rozwoju MabionCD20 w leczeniu immunologicznej trombocytopenii, obejmującej wniosek o odbycie konsultacyjnego spotkania typu B Pre-IND.

OTHER INFORMATION

ELEKTROTIM: Zawarcie umowy z Tauron Dystrybucja za 18,85mln PLN netto na budowę linii kablowych

- Umowa zostanie zrealizowana do 36 miesięcy od daty jej zawarcia.

IMC: Spółka zebrała 115,3 tys. ton pszenicy ozimej przy średnim plonie 6 t/ha

- Wynik jest o 31% wyższy od średniej w Ukrainie (4,57 t/ha).

INSIDER TRADING

CREEPY JAR

Członek zarządu objął 5,1 tys. akcji serii G @ 1,00 PLN.

CREEPY JAR

Członek zarządu objął 2,5 tys. akcji serii G @ 1,00 PLN.

CREEPY JAR

Członek zarządu objął 2,5 tys. akcji serii G @ 1,00 PLN.

SANWIL HOLDING

Insider kupił 108 tys. akcji @ 1,76 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 1,7 tys. akcji @ 5,48 PLN.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

CAPITAL PARTNERS

Zmniejszenie zaangażowania przez p. Pawła Bala z 5% do 4,75% kapitału zakładowego i głosów..

BLOCK TRADES

BOWIM

Wolumen: 30 tys. @ 6,00

% kapitału: 0,15

PCC ROKITA

Wolumen: 1,6 tys. @ 92,00

% kapitału: 0,01

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

WOODPECKER.CO: Uchwała NWZA w sprawie podziału spółki przez wyodrębnienie, zakończenia programu motywacyjnego i zmian w statucie spółki

FINANCIAL RESULTS

AUGUST	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
03-07		ALR, ASMDEE	SNT	PKN, ASB, RHM, OTP, WIZZ	MOL, RICHT
10-14		ATC, CEZ	BNP	PKO, LMCU	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		

OCTOBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-02	MDV				
05-09					
12-16					
19-23					MONET, SAABB
26-30	KTY, OPL, ASE	ALR, BDX, KRU, ZAB, MIL	JMT	MBK, PEO, ING	EBP, EBS, MOC, OTP

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	133.7	18%	17,449	10.5	9.2	8.2	1.3	1.3	1.2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	153.4	18%	22,695	10.8	8.5	7.5	1.2	1.1	1.0	11%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	120.3	3%	49,385	12.5	11.2	10.5	1.9	1.7	1.6	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128.0	121.8	5%	15,914	11.3	11.5	10.5	1.7	1.6	1.6	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	446.0	-6%	58,025	14.2	12.3	10.5	2.8	2.6	2.4	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070	1,045	2%	198,601	11.9	11.1	10.7	1.6	1.5	1.5	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,415.0	-19%	60,205	15.7	13.2	11.3	2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	20.6	-13%	24,978	16.9	11.1	9.8	2.1	1.8	1.6	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	196.8	-12%	100,565	14.7	13.9	13.4	3.1	3.0	2.9	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	46,130	12%	12,916	10.7	9.1	8.7	2.0	1.8	1.7	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	253.5	8%	66,536	11.3	10.0	9.1	1.9	1.8	1.7	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	109.0	12%	136,300	12.4	10.3	9.3	2.3	2.1	1.9	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	724.4	2%	74,026	14.2	11.9	10.4	2.1	2.0	1.8	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	427.5	29%	8,355	7.0	6.6	6.2	1.4	1.2	1.1	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	72.8	2%	62,864	10.2	9.7	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	136.6	2%	330	—	—	14.8	7.5	19.9	5.8	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	140.8	21%	2,464	10.0	11.0	10.9	6.7	7.1	6.8	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17.4	15.2	14%	188	10.6	9.8	8.5	5.9	5.1	4.4	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	46.9	11%	47,692	24.0	18.9	15.9	13.0	11.0	9.5	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.5	19%	466	9.7	9.2	9.0	4.5	4.2	4.0	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	10.8	-7%	2,371	34.4	13.3	12.1	5.2	5.1	5.0	1%	1%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.5	21.0	21%	400	13.1	10.3	8.7	6.9	6.1	5.4	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	51.4	26%	3,007	7.3	7.0	5.3	7.2	6.6	4.9	5%	10%	14%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	21.2	22%	255	12.0	12.0	8.3	8.3	4.3	3.4	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	124.0	-3%	6,882	11.1	8.7	8.2	8.0	6.7	6.0	2%	4%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	158.3	-5%	37,473	77.1	69.6	58.8	33.4	31.1	27.3	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	88.6	6%	2,961	17.5	16.9	15.3	12.5	11.9	11.0	4%	5%	5%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	225.5	-8%	18,717	22.6	21.7	20.4	—	—	—	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	80.2	-6%	4,162	18.5	17.0	15.3	10.7	9.5	8.6	2%	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	31.8	5%	4,154	15.3	12.9	11.4	10.5	9.0	8.0	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	20.9	—	2,069	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,560.0	5%	18,354	18.7	16.5	15.1	11.7	10.1	8.6	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	83.4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	24.3	65%	469	19.2	16.4	3.4	5.9	5.0	1.4	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	750	20%	19,148	25.3	21.3	17.8	15.3	12.8	10.7	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	73.5	58%	467	—	11.8	—	—	7.0	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	260.5	22%	26,027	63.5	40.8	9.7	54.4	32.4	6.3	0%	0%	2%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	20.8	87%	1,119	8.0	115.5	37.3	60.3	17.6	12.5	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,308.9	1,376.0	-5%	740,274	23.7	21.1	27.2	8.5	8.0	8.6	3%	3%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.8	-22%	611	—	9.6	8.7	40.4	3.7	3.7	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671.0	550	22%	385	8.8	11.3	29.8	5.0	5.7	10.1	7%	11%	8%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	783.0	25%	2,744	116.3	53.1	35.2	48.0	27.1	17.4	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	17.18	53%	3,834	22.8	19.9	10.0	5.3	5.2	4.0	8%	8%	8%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	99.6	-6%	2,042	25.1	14.9	13.0	13.0	9.0	8.0	4%	5%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	17.8	29%	17,776	16.7	12.5	10.5	10.0	8.0	6.7	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	14.4	46%	7,068	6.5	4.0	3.8	9.3	6.6	6.7	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	197.3	17%	3,022	37.2	20.9	16.2	16.2	12.1	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	16.8	10%	10,719	17.8	13.0	11.2	6.7	6.2	5.8	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	83.5	26%	975	26.6	22.0	17.3	16.4	13.7	10.7	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.6	8%	4,911	10.4	9.8	9.5	9.3	8.3	7.9	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	169.3	16%	5,715	21.1	19.1	18.1	10.7	9.7	9.0	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	310.4	-16%	1,417	22.2	18.3	16.0	11.9	10.4	9.2	2%	2%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	33.4	20%	32,775	19.3	15.4	13.0	11.8	9.4	7.9	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	255.5	17%	6,591	9.6	9.3	8.5	7.6	7.6	6.6	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.1	38%	2,088	14.2	6.7	4.0	9.0	6.0	4.0	16%	16%	16%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	22.3	12%	265	—	40.9	13.0	8.3	4.9	4.7	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	20.9	9%	11,050	4.7	4.9	6.0	4.0	4.7	5.4	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	56.8	27%	996	—	15.5	14.2	4.5	4.1	4.0	6%	6%	6%	—
Eurocash	EUR	Under Review	-	5.1	—	703	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.0	15%	72	12.0	9.8	9.1	6.8	5.7	5.2	10%	10%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	40.0	34.2	17%	726	11.7	9.8	8.7	7.8	6.7	6.0	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171.0	13,040.0	1%	2,430,328	8.4	7.9	6.3	5.7	5.0	3.7	4%	4%	5%	75
GPW	GPW	Sell	78	105	-26%	4,399	18.3	17.2	16.8	14.9	13.7	13.1	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	56	-3%	3,851	14.5	13.7	13.0	10.2	9.4	8.7	5%	6%	6%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.2	35%	1,281	—	85.3	18.0	49.5	24.5	20.1	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	22.1	29%	987	4.4	5.0	5.9	2.1	2.5	3.0	23%	21%	18%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	176.5	-29%	282,201	22.1	20.8	19.7	8.5	8.3	8.1	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	58.9	4%	183,508	25.5	23.3	21.2	14.1	13.0	11.9	3%	3%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.5	1%	33,357	44.5	35.7	27.1	10.4	9.0	7.8	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	984.0	12%	13,941	13.3	11.4	10.1	9.4	8.2	7.1	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	17.1	29%	10,773	16.2	12.7	11.6	5.9	5.3	5.1	4%	4%	6%	85
JSW	JSW	Sell	23.1	27.8	-17%	3,262	42.0	8.6	5.0	1.6	1.2	0.7	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,299.0	8%	12,808	18.0	15.8	12.9	11.5	10.6	9.3	4%	5%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	364.5	-11%	72,900	9.5	10.1	11.7	5.6	5.9	6.4	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	22,440.0	14%	41,709	15.4	13.9	12.3	7.8	6.8	6.0	4%	4%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	9.9	60%	2,916	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	140	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	231	18%	3,240	33.3	28.1	24.0	10.8	9.8	8.9	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	77.2	-8%	807	6.8	9.7	—	4.9	6.4	—	5%	5%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review	-	13.3	—	1,460	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MLP Group	MLG	Buy	120.0	106.5	13%	2,555	9.1	6.1	4.7	10.7	9.0	7.5	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387.7	378.5	2%	1,330	13.7	12.3	11.9	9.2	8.2	7.7	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	93.5	-2%	7,202	27.0	16.6	12.5	7.5	6.0	5.0	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	4,844.0	-7%	3,641	8.4	7.2	6.7	4.2	3.8	3.5	7%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	11.6	6.2	89%	152	3.2	2.9	—	1.4	1.0	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	38.5	37%	1,569	6.2	5.9	5.5	6.7	6.4	5.8	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	129	28%	15,943	26.1	18.7	15.1	6.5	5.6	4.5	3%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	787.0	9%	3,654	17.4	15.5	14.0	9.4	8.4	7.5	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	103.8	54%	1,173	12.8	11.5	10.4	8.0	7.5	6.8	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	14.9	9%	19,554	17.7	15.8	13.6	5.5	5.4	5.0	4%	5%	6%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	153.3	2%	177,949	6.6	7.8	9.0	3.5	4.0	4.7	5%	5%	6%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	66.9	17%	1,355	12.9	11.5	9.8	5.6	4.5	4.1	3%	4%	5%	—
PCF Group	PCF	Under Review	-	3.8	—	177	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220.0	149.7	47%	74,850	5.0	4.1	3.9	4.4	4.4	4.9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	9.0	—	222	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	47.1	-3%	27,204	17.8	16.1	14.6	7.9	7.3	6.7	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	11.2	7%	25,017	4.5	6.4	6.4	3.7	5.0	4.9	0%	0%	0%	34

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Playway	PLW	Buy	390.0	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	59.0	9%	4,556	45.3	43.1	26.2	13.7	13.2	6.0	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	7.8	47%	2,006	12.8	10.8	9.9	5.3	3.7	3.0	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	26.9	36%	159	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	1,142.2	49%	53,443	34.8	24.4	17.9	19.2	13.5	9.9	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.9	17.4	94%	403	—	13.9	32.6	—	6.6	10.7	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	658.2	14%	357,655	42.0	30.4	24.2	23.1	17.7	14.2	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	137.0	67%	434	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	28.5	37%	539	—	32.3	17.8	11.7	8.6	6.4	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	52.5	42.1	25%	1,184	21.6	17.0	13.5	12.4	10.0	7.9	1%	3%	4%	—
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	84.8	18%	1,070	12.6	10.8	10.5	7.5	6.5	6.2	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	366.2	9%	3,123	17.7	16.0	13.7	12.4	10.6	9.0	3%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	9.3	16%	16,274	7.0	6.7	7.0	5.6	5.7	5.9	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	108.0	-9%	699	12.8	9.3	8.7	8.3	6.0	5.5	9%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	68.2	25%	1,567	16.7	11.3	7.4	8.5	4.9	2.7	5%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.5	27%	710	7.8	7.2	6.4	6.4	5.9	5.3	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	301.0	33%	415,380	4.9	4.5	4.2	4.2	3.6	3.3	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	167.0	4%	1,311	4.4	13.9	10.7	4.0	6.7	5.8	4%	2%	2%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	137.4	15%	3,054	26.0	20.1	16.3	18.8	14.5	11.6	2%	2%	3%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	130.2	0%	1,367	16.3	13.3	12.1	7.9	6.4	5.5	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5.6	—	1,308	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	64.0	2%	1,906	10.9	16.4	14.4	6.1	5.5	5.2	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	14.8	-39%	274	18.0	16.8	17.2	5.3	5.5	5.3	4%	0%	4%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	10.8	11%	1,116	—	30.3	13.4	5.2	4.6	4.4	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144.0	169.1	-15%	19,876	12.4	14.5	12.4	8.6	9.7	8.0	2%	6%	5%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	73.5	63%	217	—	35.9	10.0	—	14.6	5.8	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	31.5	8%	31,594	25.0	19.4	15.5	8.8	7.6	6.6	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Senior Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra Aerospace & Defence, Deep tech, Consumer	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

SALES TRADING

Paweł Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 KRS 000003318. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.