

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

TOP NEWS

INDEKSY MSCI: Asbis i GPW wejdą do indeksu MSCI Small Cap; wypadną z niego Pepco i Grupa Azoty

FINANCIAL RESULTS

PKO BP: Wyniki za 2Q26 powyżej oczekiwań, mocne wolumeny i wynik odsetkowy [pozytywne]

UNIMOT: Wyniki szacunkowe za 2Q26 [lekko pozytywne]

CREEPY JAR: 2Q26 Results Review: Poniżej oczekiwań [lekko negatywne]

AGORA: Wyniki za 2Q26: adj. EBITDA lekko powyżej oczekiwań, skor. zysk netto zgodnie z szacunkami, słaby cash flow, wzrost zadłużenia [neutralne]

LIFTERO: Wyniki za 2Q26

FINANCIALS

PKO BP: Bank notuje szybkie tempo rozwoju, biznes detaliczny banku rośnie zdecydowanie szybciej niż założono w strategii – prezes zarządu

MILLENNIUM: Podjęcie decyzji o wcześniejszym wykupie obligacji o łącznej wartości nominalnej 500mln EUR

BNP PARIBAS PL: Podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26

UTILITES & MINING

PGE: 19 października aktualizacja strategii – PI. W tle rozmowy o wsparciu aktywów węglowych

CONSUMER

TUI: Podsumowanie telekonferencji: popyt poprawił się w ostatnich kilku tygodniach

TMT

CONSTELLATION SOFTWARE: Podsumowanie telekonferencji: spółka oczekuje normalizacji wzrostu organicznego po nieco słabszym 2Q, pipeline M&A pozostaje mocny

AGORA: Spółka spodziewa się dynamiki wydatków na reklamę w Polsce w '26 na poziomie ok. 5,5-7%

GAMING

PLAYWAY: Dziś premiera Low Budget Rapairs

INDUSTRIALS

ARCTIC PAPER: Podsumowanie konferencji wynikowej [negatywne]

JENOPTIK: Wyniki 2Q26: utrzymanie mocnego popyt w semi i podniesienie guidance

STALPRODUKT: Odrzucenie oferty spółki zależnej Gradir Montenegro z przetargu na kluczowe złoża cynku i ołowiu z powodów formalnych

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

ARCHICOM: Spółka rozpoczyna sprzedaż 103 mieszkań w ramach I etapu osiedla Moje lwiny pod Wrocławiem

GTC: Fitch utrzymał rating GTC na poziomie B i usunął go z listy obserwacji ze wskazaniem negatywnym [pozytywne]

FERRO: Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu – Parkiet

RYNEK INFRASTRUKTURY: Budimex oraz Mirbud największymi wykonawcami kontraktów drogowych – GDDKiA

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

TOP NEWS

INDEKSY MSCI

Asbis i GPW wejdą do indeksu MSCI Small Cap; wypadną z niego Pepco i Grupa Azoty
- Zmiany wejdą w życie na zamknięciu sesji w dniu 31 sierpnia.

FINANCIAL RESULTS

PKO BP (PKO PW; HOLD; TP PLN 122)

Wyniki za 2Q26 powyżej oczekiwań, mocne wolumeny i wynik odsetkowy [pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Net interest income	6 153	6 062	6 026	5 953	6 074	-1%	2%	6 029	5 953
Net F&C result	1 276	1 347	1 367	1 378	1 407	10%	2%	1 385	1 386
Other income	256	293	14	312	136	-47%	-56%	272	237
Total revenues	7 685	7 702	7 407	7 643	7 617	-1%	0%	7 686	7 576
Operating costs	-2 204	-2 221	-2 494	-2 626	-2 189	-1%	-17%	-2 236	-2 277
Operating profit	5 481	5 481	4 913	5 017	5 428	-1%	8%	5 449	5 299
Net provisions	-1 609	-1 484	-1 377	-740	-719	-55%	-3%	-822	-702
Net profit	2 661	2 837	2 715	2 522	2 768	4%	10%	2 709	2 703
NIM	4,73%	4,56%	4,39%	4,20%	4,18%			4,18%	
CoR ex. CHF	0,51%	0,46%	0,52%	0,46%	0,53%			0,66%	
C/I	28,7%	28,8%	33,7%	34,4%	28,7%			29,1%	
Loans	277,5	283,8	293,4	303,5	315,0	13,5%	3,8%	310,7	
Assets	547,3	554,6	583,1	593,8	608,4	11,2%	2,5%	599,8	
Deposits	430,4	440,5	460,7	470,9	475,8	10,5%	1,0%	480,2	
P/E12M trailing	13,7	13,2	12,9	12,8	12,7				
P/BV	2,6	2,5	2,3	2,3	2,5				
ROE 12M	20%	20%	20%	19%	19%				

Source: company data, PAP, Trigon

UNIMOT (UNT PW; HOLD; TP PLN 173.8)

Wyniki szacunkowe za 2Q26 [lekko pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	3 718	3 719	3 887	3 529	4 360	17%	24%	3 620	4 445
EBITDA adj.	110	88	111	105	140	27%	33%	120	127
Liquid fuel	36	18	26	43	37	4%	-15%	32	
Bitumen	44	50	31	-1	67	54%	-	52	
Infrastructure & Logistics	25	32	33	37	34	35%	-8%	35	
EBITDA	74	75	83	299	-50	-	-	120	127
EBIT	37	36	41	253	-	-	-	76	86
Net profit	-18	17	21	182	-	-	-	52	53
EBITDA adj. margin	3.0%	2.4%	2.9%	3.0%	3.2%			3.3%	2.9%
EBIT margin	1.0%	1.0%	1.0%	7.2%	-			2.1%	1.9%
Net profit margin	-	0.5%	0.6%	5.1%	-			1.4%	1.2%
P/E12M trailing	24.5	14.6	137.3	6.8	-				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.3	7.3	6.3	5.9	-				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- Wg. danych szacunkowych, **EBITDA adj. w 2Q26 wyniosła 140m PLN, 10% powyżej konsensusu.** Na poziomie raportowanego wyniku EBITDA (-50m PLN) ujęto m.in. koszt zapasów obowiązkowych dotyczących poprzednich okresów (35m PLN) i za 2Q.

- W **paliwach ciekłych** EBITDA adj. wyniosła 37m PLN – szacowaliśmy 32m. W 2Q spadła premia lądowa (670 PLN/m3 pod koniec czerwca vs. 850 PLN na początku kwartału), co wpłynęło na ograniczenie importu diesla drogą morską, przez brak rentowności. Pozytywny wpływ na wyniki miał eksport paliw do Ukrainy i handel paliwami z niemieckich rafinerii, z którymi Spółka zawarła kontrakty na 2026r. W segmencie utrzymuje się presja kosztowa w związku z wojną na Bliskim Wschodzie, w tym dot. utrzymania zapasów obowiązkowych

- **Windfall tax:** Spółka oceniła, że gdyby zaproponowany projekt ustawy (skierowany przez Prezydenta do Trybunału Konstytucyjnego) został wdrożony, to UNT nie zapłaciłby dodatkowego podatku za okres od marca do czerwca b.r. Po tym okresie wymagana byłaby dodatkowa analiza.

- W segmencie **bitumenów** EBITDA adj. wyniosła 67m PLN (prognozowaliśmy 52m). Pozytywny wpływ na rezultat miał trading.

- W **infrastrukturze i logistyce** EBITDA adj. wyniosła 34m – zgodnie z naszą prognozą.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	153,948	0.3%	8%	39%
WIG20	4,065	0.4%	8%	36%
mWIG40	10,703	0.2%	7%	33%
sWIG80	31,635	0.0%	2%	8%
PX (Prague)	2,773	0.4%	6%	21%
BUX (Budapest)	150,382	0.3%	6%	44%
BET (Bucharest)	36,135	1.1%	6%	71%
BIST30 (Istanbul)	15,970	3.3%	-2%	31%
DAX	26,331	-0.2%	5%	9%
FTSE 100	10,833	-0.1%	3%	18%
STOXX Europe 600	659	-0.2%	3%	20%
S&P 500	7,749	0.3%	3%	20%
NASDAQ 100	29,743	0.7%	2%	25%
Nikkei 225	68,636	0.8%	2%	59%
Shanghai Comp	3,967	0.3%	1%	8%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.3%	5.3	59.3	48.0
PL 10Y bond yield	5.9%	3.9	55.3	45.1
CZ 10Y bond yield	4.9%	-1.5	17.9	48.7
HU 10Y bond yield	5.5%	-5.0	34.0	-153.0
RO 10Y bond yield	7.0%	-0.1	25.1	-28.4
WIBOR 3M	3.8%	-2.0	-2.0	-106.0
EURIBOR 3M	2.5%	1.5	7.8	46.1

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.74	0.1%	-1.8%	3%
EUR/PLN	4.31	0.0%	-0.6%	1.3%
EUR/USD	1.15	0.0%	1.3%	-1.5%
GBP/PLN	5.04	0.0%	0.7%	-2.2%
CZK/PLN	0.18	-0.1%	0.2%	-2.2%
HUF/PLN	0.012	-0.1%	1.8%	-9.0%
RON/PLN	0.82	0.0%	0.7%	2.1%
CNY/PLN	0.55	0.0%	1.3%	-8.4%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,402	-0.2%	10%	31%
Silver (USD/toz)	65.1	0%	13%	69%
Copper (USD/t)	14,132	-0.2%	5%	44%
Zinc (USD/t)	3,757	0.8%	4%	32%
Molybdenum (USD/lb)	33.3	-0.3%	5%	40%
Iron ore (USD/t)	95	0.1%	-3%	-7%
HCC (USD/t)	221	1.5%	-5%	1%
HRC EU (EUR/t)	705	0.0%	3%	29%
Brent crude oil (USD/bbl.)	88.8	-0.2%	7%	35%
CO2 (EUR/t)	82.0	-0.5%	4%	12%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	60.6	1%	25%	86%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	107	0.4%	10%	24%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	490	0.4%	8%	17%
Shanghai Freight Index	3,276	2.2%	-2%	111%

CREEPY JAR (CRJ PW; BUY; TP PLN 671)

2Q26 Results Review: Poniżej oczekiwań [lekko negatywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons
Revenues	5.5	5.6	10.2	40.0	11.6	111%	-71%	13.0	13.3
EBITDA	3.0	2.2	6.4	34.7	-	-	-	9.8	9.6
adj. EBITDA	3.2	2.9	7.2	34.7	-	-	-	9.8	-
EBIT	2.7	2.1	6.2	32.3	4.2	55%	-87%	6.4	6.2
Net profit	3.3	2.6	6.3	29.8	4.4	33%	-85%	6.1	6.6
OCF	2.3	3.2	2.8	35.8	-				
Net debt	-71.0	-71.1	-71.0	-104.1	-109.2				
P/E 12M trailing	21.3	22.4	22.4	9.2	8.9				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	16.4	18.2	16.2	5.8	6.0				
adj. EBITDA margin	58.2%	52.2%	70.2%	86.8%	-			-	-
EBIT margin	49.7%	37.5%	60.6%	80.7%	36.6%			49.3%	46.9%
Net profit margin	60.5%	47.0%	61.2%	74.4%	38.2%			47.3%	49.3%

Source: Company data, Trigon

AGORA

Wyniki za 2Q26: adj. EBITDA lekko powyżej oczekiwań, skor. zysk netto zgodnie z szacunkami, słaby cash flow, wzrost zadłużenia [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	LTM
Revenues	380	369	509	365	391	3%	7%	393	1,633
Radio	102	92	137	97	104	2%	7%	105	430
Cinema (-Books fr. 1Q26)	138	150	213	147	118	-14%	-20%	121	628
Outdoor	64	52	80	56	92	44%	64%	91	280
Press (+Books from 1Q26)	47	48	47	43	52	11%	21%	51	190
Internet	33	30	39	26	31	-5%	21%	31	126
Eliminations, other	-4	-4	-6	-4	-6	-	-	-4	-20
EBITDA ex-IFRS 16	38	28	69	14	41	9%	193%	37	152
EBITDA	66	58	102	54	81	23%	50%	73	294
EBIT	21	13	49	-1	27	26%	-	19	87
Radio	17	14	37	17	17	2%	5%	18	84
Cinema	11	17	29	14	7	-38%	-51%	6	68
Outdoor	17	7	11	-4	23	37%	-	24	38
Press	-3	-5	-5	-5	-2	-	-	-3	-17
Internet	-5	-4	-1	-6	-6	-	-	-6	-17
Eliminations, other	-16	-16	-23	-16	-13	-	-	-19	-68
Net profit	-4	-6	42	-9	10	-	-	5	37
adj. Net profit	5	-4	39	-14	4	-26%	-	5	25
Operating cash flow	24	53	138	41	12				
Invesment cash flow	-13	-19	-27	-16	-40				
Capex	-14	-20	-42	-32	-28				
Lease payments	-22	-22	-26	-32	-32				
Interest paid	-13	-12	-12	-13	-13				
OCF+Capex+Lease+Interest	-25	-2	59	-36	-61				
Net debt ex-IFRS16	157	169	118	132	213				
P/E 12M trailing	35.2	23.8	17.7	18.0	11.1				
EV/EBITDA 12M trailing	4.3	3.9	4.1	4.1	4.0				
EBITDA margin	9.9%	7.5%	13.6%	3.8%	10.5%				
EBIT margin	5.6%	3.6%	9.6%	-	6.8%				
Net profit margin	-	-	8.2%	-	2.6%				

Source: Company, Trigon

#Rynek reklamy w 2Q

- Szacowana przez Agorę dynamika rynku w 2Q wyniosła +3,8% r/r, poniżej +6,7% w 1Q;
- Szybko na rynku rosły outdoor (+8,0%), Internet (+7,9%), kino (+32%), wolniej radio (+3,3%) i wideo (+0,5%), w tym TV -6,2%;

#Outlook rynek reklamy w 2026

- Agora nie zmienia oczekiwań co do tempa wzrostu rynku reklamy, podtrzymuje przedział oczekiwań +5,5% do +7,0%;

#One-offy

- Wycena opcji put +8,6mln PLN poniżej EBIT;

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2840	2514.7	2471.1	2467.6	115%
WIG20	2400.8	2095.1	2080.2	2053.2	115%
WIG40	360.2	332.0	333.9	345.9	108%
sWIG80	60.7	52.1	60.7	64.1	100%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	257	XTB	175.6	SGN	8.2
KGH	248.1	ASB	59.8	PLW	4.3
DNP	195.1	MDV	31.5	BMC	2.3
PKN	189.8	ACP	29.5	CRQ	1.7
PKO	148.6	TPE	23.2	DIG	1.7
PEO	119.5	GPW	16.0	ENT	1.6
CDR	97.5	TXT	15.5	GRX	1.2
PZU	79.7	BFT	15.3	TOR	1.2
ZAB	77.0	PXM	9.3	COG	1.1
LPP	53.8	ENA	9.0	ANR	1.1

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KRU	176%	TXT	449%	ARH	591%
CDR	127%	ATC	350%	PLW	470%
DNP	116%	EAT	243%	ECH	422%
PEO	105%	XTB	229%	ANR	358%
MDV	101%	RVU	175%	ATC	350%
KGH	99%	GPW	171%	SGN	335%
ALE	94%	ASB	167%	ARL	268%
TPE	86%	GRX	150%	BOS	259%
PZU	81%	DOM	149%	REX	243%
PKN	80%	ENA	147%	BMC	209%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20		Worst		
MDV	97	3.7%	PCO	46	-2%
CDR	266	2.3%	TPE	9	-1.2%
KRU	436	2.1%	LPP	22,220	-1.0%
PKN	156	1.6%	ALE	46	-0.9%
PEO	256	0.8%	KTY	1,289	-0.8%

Best	mWIG40		Worst		
XTB	177.8	5.2%	ATC	6.9	-7%
EAT	11.3	4.6%	GPW	102.0	-2.7%
TXT	54.8	4.3%	APR	31.1	-2.2%
MDV	97.0	3.7%	TEN	105.9	-1.9%
GRX	2.6	3.3%	ENA	20.6	-1.4%

Best	sWIG80		Worst		
ARL	24.9	4.4%	ATC	6.9	-7%
GRX	2.6	3.3%	BMC	16.0	-3.2%
ARH	53.0	3.1%	CIG	2.7	-2.7%
ANR	21.5	2.4%	DAT	135.2	-2.6%
IMC	32.5	2.0%	BCX	81.8	-1.9%

#Zadłużenie

- Zadłużenie netto 213mln PLN (w tym 193mln PLN bez uwzględniania zobowiązań z opcji put);

LIFTERO (LFR PW; No recommendation)**Wyniki za 2Q26**

PLNm	1H25	1H26	Y/Y	2Q25	2Q26	Y/Y
Revenues	0.4	1.4	241%	0.0	1.3	-
EBITDA	0.0	-1.1	-	-0.1	-0.5	-
EBIT	0.0	-1.9	-	-0.1	-0.9	-
Net profit	0.0	-1.9	-	-0.1	-0.9	-
OCF	-0.6	-1.2	-	0.1	-0.7	-
Capex	1.5	2.0	33%	0.5	0.9	70%
Cash & equivalents	0.4	16.0	4059%	0.4	16.0	4059%

Source: Company, Trigon

- Backlog na dzień 12 sierpnia wynosi ~4,7 mln PLN (+92% od początku roku), kontrakty komercyjne z zagranicznymi klientami stanowią jego największą część liczącą ~70%
- Większość obecnego portfela zamówień ma zostać rozpoznana w przychodach do końca bieżącego roku
- Spółka na dzień publikacji raportu ma zakontraktowanych ~20 silników w ramach dwóch komercyjnych zamówień, z planowaną dostawą do klientów do końca 2026 roku
- Pipeline komercyjny z oczekiwaną decyzją klientów w horyzoncie do ok. 6 miesięcy wzrósł do 6,3 mln EUR (stan na 12 sierpnia)

FINANCIALS**PKO BP (PKO PW; HOLD; TP PLN 122)**

Bank notuje szybkie tempo rozwoju, biznes detaliczny banku rośnie zdecydowanie szybciej niż założono w strategii – prezes zarządu

- „Wyniki 1H26 dają mocne podstawy, aby mieć ambicje na najsilniejszy rok w historii banku”;
- Bank podtrzymuje cele ze strategii na lata 2025-2027 „Numer 1 i kropka”;
- Bank obserwuje powrót przedsiębiorców do inwestowania, do realizacji projektów inwestycyjnych.

MILLENNIUM (MIL PW; SELL; TP PLN 18)

Podjęcie decyzji o wcześniejszym wykupie obligacji o łącznej wartości nominalnej 500mln EUR

- Obligacje były wyemitowane we wrześniu 2023 roku;
- Data wcześniejszego wykupu obligacji została wyznaczona na dzień 18 września 2026 roku.

BNP PARIBAS PL (BNPPPL PW; BUY; TP PLN 181)**Podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26**

- Utrzymanie dotychczasowej dynamiki przyrostu w bankowości detalicznej istotnie przybliży bank do osiągnięcia strategicznego celu 1 mln nowych klientów;
- Bank utrzymuje strategiczną koncentrację na poziomie marży odsetkowej i pozytywnie ocenia perspektywy w obszarze kredytów dla MŚP, gdzie widać odwrócenie negatywnego trendu;
- Bank świadomie ogranicza wzrost pasywów, broniąc marży depozytowej, ponieważ po stronie aktywów konkurencja jest skrajna w każdej kategorii - odbudowa NII odbywa się przez wolumen przy niższej marży, a nie przez repricing aktywów;
- CoR to 34 pb w 2Q26, z czego ponad połowa to zmiana scenariuszy makro i rezerwy na niezmaterializowane ryzyko spółek potencjalnie eksponowanych na sytuację na Bliskim Wschodzie; wzrost ekspozycji w Stage 2 wynika z prewencyjnej reklasyfikacji części klientów ze Stage 1; zarząd nie oczekuje w 2H26 CoR powyżej poziomu z 2Q.

#Ryzyko prawne

- Łączny wpływ wyroku TSUE na 2Q26 wyceniony przez bank na ok. 42mln PLN, w dwóch komponentach: 30.6mln PLN jako obniżenie przyszłych przychodów odsetkowych wynikające ze zmiany harmonogramów spłat (ujęte w NII) oraz ok. 12mln PLN rezerwy na potencjalne przyszłe roszczenia;
- Zarząd wprost określił komponent 30.6mln PLN jako zdarzenie jednorazowe, natomiast druga pozycja to szacunek, który może okazać się wyższy lub niższy;
- W kwestii SKD bank wygrywa ok. 90% spraw, a kwietniowy wyrok TSUE nie wywołał napływu nowych pozwów;
- Niższe odpisy na portfel CHF to efekt obniżenia parametru modelu - jednostkowej wartości straty na zamkniętej sprawie, zrewidowanej w dół po tym jak rzeczywiste koszty okazały się niższe od modelowanych - w połączeniu ze spadkiem liczby nowych pozwów;

UTILITES & MINING

PGE (PGE PW; BUY; TP PLN 11.9)

19 października aktualizacja strategii – PI. W tle rozmowy o wsparciu aktywów węglowych

- Podczas Dnia Energetyka w Bełchatowie, CEO PGE GiEK, J. Kaczorowski powiedział, że ma nadzieję, że „podstawowy problem utrzymania rentowności aktywów niezbędnych dla stabilności systemu” znajdzie rozwiązanie w tym roku.” – Polityka Insight (PI). Trwają dyskusje z M. Energi i MAP w tej kwestii.
- "Zarząd przygotował projekt optymalizacji operacyjnej i kosztowej, a jego wdrożenie może sprawić, że aktywa węglowe utrzymają się jako podstawa systemu."
- „Przyszłość elektrowni PGE GiEK (Bełchatów, Turów, Dolna Odra, Rybnik i Opole) ma zostać nakreślona w aktualizacji strategii PGE, która według źródła PI zostanie zaprezentowana 19 października. W obowiązującej strategii plany inwestycyjne dla aktywów węglowych zostały sformułowane ogólnikowo – uwzględniają badania lokalizacyjne pod atom w Bełchatowie, SMR i gazówkę w Turowie oraz magazyny energii i OZE. Nasz rozmówca nie wykluczył, że nowa strategia może zaktualizować harmonogram wyłączeń bloków konwencjonalnych; zgodnie z obecnymi ostatni blok w Bełchatowie ma zakończyć pracę w 2036 r., a w Turowie – najpóźniej w 2044 r. (Dłuższą pracę Bełchatowa dopuścił też w swoim przemówieniu Galos.) Również jesienią PGE ma ogłosić m.in. plany na kontynuację realizacji projektu morskiej farmy wiatrowej Baltica 3 i ruszyć z budową magazynu energii Gryfino o mocy 400 MW i pojemności 800 MWh.” – PI

CONSUMER

TUI

Podsumowanie telekonferencji: popyt poprawił się w ostatnich kilku tygodniach

- Popyt wyraźnie odbił w ostatnich 4–6 tygodniach;
- Wartość nowych rezerwacji wzrosła w ostatnich czterech tygodniach o 7% r/r, a tempo poprawiało się z tygodnia na tydzień;
- TUI utrzymało guidance EBIT na FY26 na poziomie EUR 1,1–1,4 mld, ale ton zarządu jest bardziej pozytywny: wynik przy dolnej granicy byłby rozczarowaniem;
- Widoczność pozostaje ograniczona przez rezerwacje last-minute, ceny paliwa i ryzyka geopolityczne;
- Odbicie rezerwacji opiera się głównie na dynamic inventory (Turcja, Grecja, Egipt), co wspiera przychody bardziej niż marżę;
- TUI ograniczyło risk capacity, aby uniknąć presji cenowej obserwowanej na rynku;
- Obecnie podaż jest dobrze dopasowana do popytu, a spółka nie widzi potrzeby dalszych cięć na lato;
- Bieżące ceny sprzedaży wróciły do poziomu sprzed roku. Największa presja cenowa występowała od marca do połowy czerwca, kiedy TUI musiało stymulować popyt;
- Późne rezerwacje koncentrują się na Turcji i Egipcie, podczas gdy Hiszpania jest w dużej mierze wyprzedana. Popyt na kierunki long-haul pozostaje słaby, szczególnie na Bliski Wschód, do USA i częściowo do Azji;
- Sprzedaż na zimę rozpoczęła się słabo, ale ostatnie tygodnie przyniosły poprawę;
- TUI utrzymuje ostrożną politykę capacity i zakłada, że część klientów, która nie wyjechała latem, przesunie podróż na miesiące poza szczytem sezonu;
- Biznes w Niemczech pozostaje relatywnie odporny. Po wyłączeniu słabszych lokalizacji spoza Europy, wolumeny są stabilne, a dobrze radzą sobie zarówno własne produkty TUI, jak i tańsze dynamic packages oferowane przez Itur;
- Jednocześnie poprawa wolumenów nie musi oznaczać równie mocnej poprawy rentowności. Last-minute bookings oraz większy udział zewnętrznego inventory wiążą się z niższą marżą;
- Konkurencja w niemieckim segmencie dynamic packaging może wzrosnąć. TUI rozwija Itur i uruchomiło Sundeals, aby skuteczniej konkurować z internetowymi pośrednikami i odzyskać klientów szukających najniższych cen;
- Zarząd oczekuje, że AI zmieni sposób wyszukiwania podróży i może utrudnić sprzedaż nieunikalnych ofert. Przewagę mają uzyskać silne marki z własnym produktem oraz platformy dobrze zintegrowane z LLM-ami;
- Konsumenci pozostają selektywni. Rodziny dysponują mniejszym budżetem, natomiast starsi i zamożniejsi klienci nadal rezerwują drugi lub trzeci wyjazd w roku.

TMT

CONSTELLATION SOFTWARE

Podsumowanie telekonferencji: spółka oczekuje normalizacji wzrostu organicznego po nieco słabszym 2Q, pipeline M&A pozostaje mocny

#Outlook / wzrost organiczny

- Spółka nie przedstawiła formalnego guidance, jednak oczekuje normalizacji wzrostu organicznego po słabszym Q2;
- Wzrost organiczny przychodów powtarzalnych wyniósł ok. 4% (w stałych walutach) vs historyczne 5–6%. Po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych byłby bliższy 5%;
- Presja wynikała głównie z efektu wysokiej bazy, restrukturyzowanych aktywów i utraty jednego dużego klienta, a nie z pogorszenia całego rynku;
- CFO nie oczekuje obecnie kolejnych istotnych odejść klientów;
- Altera pozostanie prawdopodobnie biznesem o lekko spadających przychodach przez kolejny rok lub dwa;

#Akwizycje

- Pipeline M&A pozostaje bardzo mocny, zarząd nie prognozuje tempa zamknięć w 2H ze względu na ich niską przewidywalność;
- W Q2 i na początku Q3 zamknięto kilka większych transakcji, m.in. DerbySoft, TouchBistro i Imagine;
- Wysoka aktywność akwizycyjna wynikała z finalizacji wcześniej rozwijanych procesów, a nie z szerokiego spadku wycen;
- Konkurencja o aktywa vertical software pozostaje wysoka, nie ma poprawy win rate w procesach akwizycyjnych;
- Wyceny największych spółek nieco spadły;
- Spółka nie obniżyła hurdle rates dla nowych akwizycji;
- Constellation chce nadal koncentrować alokację kapitału na software;
- Rosnące kompetencje w większych transakcjach poszerzają dostępny rynek akwizycyjny;

#Rynek IT / konkurencja

- Rynek vertical market software pozostaje atrakcyjny, ale konkurencja o aktywa jest wysoka zarówno w małych, jak i dużych transakcjach;
- Aktywnymi nabywcami pozostają fundusze PE, inwestorzy strategiczni i podmioty kopiujące model Constellation;
- Potencjalnym źródłem przyszłych transakcji mogą być portfele PE zbliżające się do końca okresu inwestycyjnego;
- Constellation mocniej grupuje spółki według branż, aby poprawić wymianę know-how, rozwój produktów i sourcing kolejnych przejęć;
- Grupowanie spółek w ramach wertykali nie oznacza ich formalnej ani operacyjnej integracji;
- Restrukturyzacja dużych przejęć trwa dłużej niż małych aktywów, szczególnie w Europie, gdzie zmiany operacyjne są wdrażane wolniej.

#AI

- AI poprawia produktywność zespołów deweloperskich i przyspiesza realizację backlogu, ale nie przekłada się jeszcze istotnie na wzrost organiczny;
- Management nie planuje publikowania osobnych celów dotyczących przychodów z AI ani harmonogramu monetyzacji.
- Koszty AI i tokenów nie mają obecnie materialnego wpływu na P&L. Spółka zaczęła je jednak osobno monitorować.
- AI jest wdrażane oddolnie przez poszczególne jednostki. Constellation nie chce uzależniać się od jednego dostawcy modeli.
- Priorytetem jest szybszy rozwój produktów, a nie redukcja zatrudnienia, cięcia etatów nie są obecnie celem grupy;
- AI może wzmocnić pozycję spółki jako „fast followera”, umożliwiając szybszą odpowiedź na nowe rozwiązania konkurencji w poszczególnych wertykalach.

AGORA

Spółka spodziewa się dynamiki wydatków na reklamę w Polsce w '26 na poziomie ok. 5,5-7%

- Spółka na ten moment nie zmienia swoich oczekiwań co do tempa wzrostu całego rynku reklamy oraz jego poszczególnych segmentów.

GAMING

PLAYWAY (PLW PW; BUY; TP PLN 395)**Dziś premiera Low Budget Rapairs**

- Low Budget Rapairs to gra będąca najwyżej w rankingu global wishlist ze wszystkich gier z grupy PLW, w ostatnich tygodniach pozyskująca po kilka tys. nowych wishlist dziennie;
- Obecne miejsce na WL to 39 pozycja vs 56 pozycja dokładnie miesiąc temu (relatywnie dobra końcówka budowania WL; już blisko 1.2 mln WL); przyrost followers w ostatnich 24h to 380;

INDUSTRIALS

ARCTIC PAPER

Podsumowanie konferencji wynikowej [negatywne]

#Rynek celulozy

- Widać ograniczenia produkcji NBSK (Stora Enso trwałe zamknięcie 100 tys. ton, Mestsä wyłączenie na 6msc jednej linii) z uwagi na słaby popyt z sektora papierniczego
- Ceny BHKP od kilku tygodni odnotowują powolny spadek, łącznie kilkanaście USD/t, Zarząd oczekuje dalszego spadku cen, w przyszłym roku Aracuo uruchamia celulozownię BHKP o mocy 3,5mln ton rocznie (2H27)
- W 2H26 większą kontrybucję do wyników ROTT powinna mieć produkcja i sprzedaż pelletu

#Rynek papieru

- Średnia cena papieru w 2Q26 wzrosła o 2,4% kw/kw, przy wzroście kosztów o 5% kw/kw, część klientów budowała zapasy już pod koniec 1Q26 chcąc zdążyć przed podwyżkami co wpłynęło na spadek wolumenów o 15% kw/kw
- Na rynku widoczna jest bardzo silna konkurencja, z tego powodu ogłoszona podwyżka cen papieru przez ATC w czerwcu ostatecznie się nie zmaterializowała
- Import papieru (ksero, higieniczny) na rynek europejski z krajów azjatyckich (Indonezja, Korea Płd.) i Brazylii wyraźnie wzrósł w ostatnim czasie
- Segment odczuwa także wzrost kosztów chemii i logistyki, natomiast presja ze strony cen celulozy BHKP powinna być mniejsza w 2H26
- Od strony popytowej nie widać, póki co sygnałów odbicia rynku w Europie, lipiec i sierpień są sezonowo słabe z uwagi na okres urlopowy

#Produkcja tacek

- Fabryka tacek działa i produkuje na dwóch liniach, trwa przenoszenie linii do produkcji tacek z ROTT do Kostrzyna
- Segment rozwija się jednak wolniej niż oczekiwano, rentowność jest niższa niż początkowo zakładano, a klienci wolniej odchodzą od opakowań plastikowych
- W planach nie ma kolejnych inwestycji w linie do produkcji tacek opakowaniowych

#Inwestycje

- W Kostrzynie trwa budowa kotła energetycznego, który pozwoli zmniejszyć zużycie gazu w zakładzie i bardziej elastycznie korzystać z niskich cen energii elektrycznej na TGE, uruchomienie planowane w 2Q27
- Tegoroczny capex wyniesie 110-120mln PLN

#Outlook

- Na 2H26 zarząd spodziewa się stabilizacji w segmencie celulozy (ograniczona przestrzeń do dalszych spadków cen drewna) oraz poprawy w segmencie papieru (spadki cen BHKP)
- Na rynku papieru spodziewana jest stopniowa normalizacja sytuacji podażowej, widać większą liczbę upadłości, a połączenie Sappi/UPM powinno także doprowadzić do zamknięcia części produkcji
- Do końca roku spodziewane jest podpisanie nowej umowy na dostawy gazu od PGNiG do zakładu w Kostrzynie

JENOPTIK

Wyniki 2Q26: utrzymanie mocnego popyt w semi i podniesienie guidance

- Jenoptik to niemiecka firma zajmująca rozwojem i produkcją zaawansowanych urządzeń optycznych, komponentów fotonicznych oraz systemów pomiarowych, wykorzystywanych w przemyśle półprzewodnikowym (elementy maszyn litograficznych, testowanie płytek PCB), motoryzacji i lotnictwie (systemy laserowe spawające elementy karoserii), medtech (komponenty optyczne do RTG, tomografii, endoskopii), automatyka i robotyka (sensory optyczne dla robotów, optyka dla termowizji)

#Sytuacja rynkowa

- Semiconductor & Advanced Manufacturing pozostaje zdecydowanie najmocniejszym obszarem Jenoptik, popyt w lithography i semiconductor inspection utrzymał w 2Q dynamikę z początku roku,
- Biophotonics pozostaje bardzo mocne po stronie zamówień, order intake w 1H26 wzrósł o 45% r/r dzięki defense oraz pozytywnemu popytowi w medtech/life science, przy słabszej stomatologii
- Część mocnego order intake w Biophotonics ma charakter przyspieszonych zamówień związanych z niepewnością geopolityczną, przede wszystkim w defense, life science i medtech, dlatego zarząd wyraźnie ostrzega przed ekstrapolowaniem tempa z 1H26 na kolejne kwartały
- Defense optics ma według zarządu rosnąć zarówno pod względem przychodów, jak i popytu w krótkim i średnim terminie, choć zamówienia są zwykle skoncentrowane i często wieloletnie, co będzie powodowało dużą zmienność kwartalną
- MPS pozostaje pod presją słabego europejskiego automotive, którego sytuacja pogorszyła się względem oczekiwań zarządu z początku roku, choć rosnący order intake, optical testing oraz sezonowość biznesu w USA powinny przełożyć się na wyraźnie lepsze 2H26 względem 1H26
- Book-to-bill grupy wzrósł w 1H26 do 1,4x, a backlog do ok. 825mln EUR, dlatego głównym wyzwaniem na kolejne kwartały staje się nie pozyskiwanie popytu, lecz konwersja portfela na przychody

#Outlook/guidance

- Guidance 2026: podniesienie prognozy przychodów z +SD do górnego przedziału oraz marży EBITDA do 20-21% (poprzednio 19-21%)
- Zarząd nie oczekuje utrzymania rekordowego order intake z 1H26 w każdym kolejnym kwartale
- Jenoptik nadal strategicznie nie sprzedaje bezpośredni do chińskich producentów sprzętu półprzewodnikowego i zarząd potwierdził, że decyzja ta pozostaje w mocy dla całego biznesu semi

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order intake	268	305	216	357	367	37%	3%	993	1,244
Semiconductor	120	109	106	180	170	41%	-6%	404	565
Biophotonics	68	100	37	74	90	32%	22%	250	301
Metrology&Production	49	59	45	53	58	18%	10%	204	216
Smart Mobility	26	33	33	38	38	44%	1%	130	141
Revenue	255	255	293	241	262	3%	9%	1,046	1,051
Semiconductor	108	106	120	108	122	13%	13%	434	456
Biophotonics	55	63	63	57	57	3%	1%	245	240
Metrology&Production	51	47	68	39	41	-21%	4%	207	194
Smart Mobility	33	33	35	32	37	11%	15%	130	136
EBITDA	43	53	61	44	55	28%	23%	193	213
Semiconductor	27	30	36	34	41	54%	21%	114	141
Biophotonics	10	14	13	13	12	27%	-1%	52	52
Metrology&Production	4	2	14	0	-1	-	-	16	15
Smart Mobility	4	6	6	4	6	46%	54%	18	21
EBIT	23	33	42	26	36	59%	39%	115	137
Net profit	16	22	27	17	23	42%	36%	74	89
OCF	26	58	84	29	40	52%	40%	224	211
FCF	14.3	41.4	67.8	15.9	31.3	119%	97%	152	156
EBITDA margin	16.7%	20.8%	20.7%	18.4%	20.8%	4.1%	2.4%	18.4%	20.2%
Semiconductor	24.5%	28.6%	30.1%	31.1%	33.4%	8.9%	2.2%	26.3%	30.9%
Biophotonics	17.7%	21.8%	20.7%	22.0%	21.7%	4.0%	-0.3%	21.3%	21.5%
Metrology&Production	6.8%	3.6%	21.1%	-0.5%	-2.2%	-9.0%	-1.7%	7.8%	7.7%
Smart Mobility	11.8%	17.1%	17.8%	11.6%	15.6%	3.8%	4.0%	13.6%	15.6%
EBIT margin	8.9%	13.1%	14.2%	10.7%	13.7%	4.8%	3.0%	10.9%	13.0%
Net profit margin	6.3%	8.5%	9.3%	7.0%	8.7%	2.4%	1.8%	7.1%	8.4%

Source: Company, Trigon

STALPRODUKT

Odrzucenie oferty spółki zależnej Gradir Montenegro z przetargu na kluczowe złoża cynku i ołowiu z powodów formalnych

- Na dzień 30 czerwca 2026 roku wartość historyczna (cena nabycia) udziałów wynosiła 154,5mln PLN, przy czym na te udziały w poprzednich latach utworzony został odpis aktualizujący w wysokości 131mln PLN

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

ARCHICOM (ARH PW; BUY; TP PLN 65)

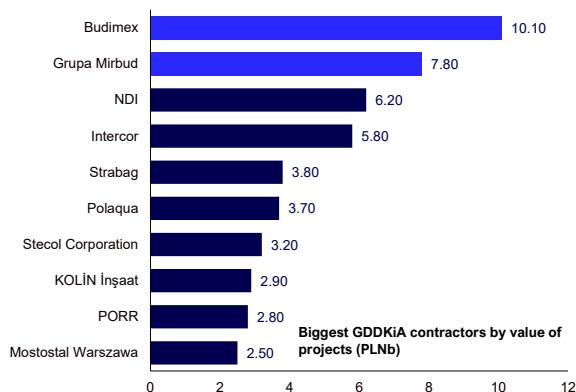
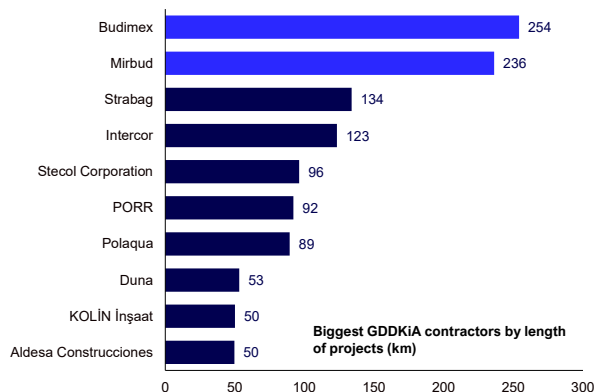
Spółka rozpoczyna sprzedaż 103 mieszkań w ramach I etapu osiedla Moje Iwiny pod Wrocławiem

GTC (GTC PW; HOLD; TP PLN 3.0)

Fitch utrzymał rating GTC na poziomie B i usunął go z listy obserwacji ze wskazaniem negatywnym [pozytywne]

FERRO (FRO PW; BUY; TP PLN 40)**Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu – Parkiet**

- Rynek w Rumunii pozostaje wymagający m.in. ze względu na słabe nastroje konsumenckie, sytuację polityczną, wysoką inflację sięgającą 10% oraz osłabienie rumuńskiego leja;
- Sektor sanitarny utrzymuje się w stabilnym trendzie, lekkie wzrosty widoczne są w sektorze instalacyjnym, a najtrudniejsza sytuacja dotyczy obecnie źródeł ciepła;
- Grupa rozbudowuje portfolio m.in. o klimatyzatory i nowe linie w biznesie sanitarnym;
- W planach jest mocniejsze wejście na rynki Europy Południowej oraz zaistnienie na Bliskim Wschodzie i Azji Centralnej;
- Podtrzymanie polityki dywidendowej zakładającej wypłatę nie mniej niż 50% jednostkowego zysku netto;
- Spółka podtrzymuje zainteresowanie fuzjami i przejęciami.

RYNEK INFRASTRUKTURY**Budimex oraz Mirbud największymi wykonawcami kontraktów drogowych – GDDKiA**

OTHER INFORMATION

ATREM: Zawarcie umowy z Enea Operator Sp z o.o. na przebudowę linii wysokiego napięcia

- Wartość umowy wynosi 59,5mln PLN brutto.

GRUPA NIEWIADÓW-PGM: Zawarcie umowy ramowej o współpracy strategicznej z Instytutem Technicznym Wojsk Lotniczych

- Docelowym efektem współpracy będzie opracowanie dokumentacji technologicznej, procesowej, wymogów produkcyjnych, dokumentów niezbędnych do rozpoczęcia certyfikacji bomby 250 kg.

INSIDER TRADING

CAPTOR THERAPEUTICS

Członek zarządu objął 1 tys. akcji @ 0,10 PLN.

GAMING FACTORY

Prezes zarządu objął 5 tys. akcji @ 0,10 PLN.

GAMING FACTORY

Wiceprezes zarządu objął 25 tys. akcji @ 0,10 PLN.

NOVITA

Finveco sp. z o.o., podmiot związany z członkiem RN, kupił 224 akcji @ 96,80 PLN.

SIMFABRIC

Prezes zarządu sprzedał 49 tys. akcji @ 1,65-1,68 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 1,7 tys. akcji @ 5,44 PLN.

BLOCK TRADES

ASBIS

Wolumen: 36 tys. @ 165,00

% kapitału: 0,06

PZU

Wolumen: 134,8 tys. @ 44,20

% kapitału: 0,02

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

ADIUVO INVESTMENTS: Uchwała NWZA w sprawie zamiany akcji serii R z akcji na okaziciela na akcje imienne oraz zmian w statucie spółki**ASSECO POLAND:** NWZ nie podjęło uchwały ws. programu motywacyjnego na 2027 rok oraz na lata 2026-29

- Nie została podjęta również uchwała w sprawie obniżenia kapitału zakładowego. NWZ zdecydowało o zmianie przeznaczenia kapitału rezerwowego, który może być wykorzystany m.in. do wypłaty dywidendy.

GPW: Zwołanie NWZA na dzień 10 września w sprawie głosowania nad zmianami w składzie Rady Giełdy

CORPORATE CALENDAR

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	132.7	19%	17,318	10.4	9.1	8.1	1.3	1.2	1.2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	152.4	19%	22,547	10.8	8.5	7.5	1.2	1.1	1.0	11%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	121.9	2%	50,042	12.7	11.4	10.6	1.9	1.7	1.6	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128.0	122.0	5%	15,940	11.3	11.5	10.6	1.7	1.6	1.6	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	444.0	-5%	57,764	14.2	12.2	10.4	2.8	2.6	2.4	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070	1,047	2%	198,982	11.9	11.2	10.8	1.6	1.5	1.5	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,418.0	-19%	60,333	15.8	13.2	11.4	2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	20.7	-13%	25,051	17.0	11.2	9.8	2.1	1.8	1.7	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	198.5	-13%	101,434	14.9	14.0	13.5	3.2	3.0	3.0	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	46,290	12%	12,961	10.7	9.1	8.7	2.0	1.8	1.7	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	255.6	7%	67,087	11.4	10.1	9.2	1.9	1.8	1.7	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	109.8	11%	137,275	12.5	10.3	9.3	2.3	2.1	2.0	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	728.4	2%	74,435	14.3	12.0	10.4	2.1	2.0	1.8	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	436.3	26%	8,527	7.1	6.7	6.3	1.4	1.2	1.1	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	72.8	2%	62,847	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	136.9	2%	331	—	—	14.8	7.5	20.0	5.8	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	142.2	20%	2,489	10.1	11.1	11.0	6.8	7.2	6.9	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17.4	15.5	12%	192	10.9	10.0	8.7	6.0	5.2	4.5	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	46.4	12%	47,269	23.8	18.7	15.7	12.9	10.9	9.4	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.5	19%	467	9.7	9.2	9.0	4.5	4.2	4.0	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	11.3	-12%	2,481	36.0	13.9	12.6	5.2	5.2	5.0	1%	1%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.5	21.5	19%	410	13.4	10.6	8.9	7.0	6.2	5.5	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	53.0	23%	3,100	7.5	7.2	5.5	7.4	6.8	5.0	5%	9%	13%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	21.1	22%	254	11.9	11.9	8.3	8.2	4.3	3.4	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	125.2	-4%	6,949	11.2	8.8	8.2	8.1	6.7	6.0	2%	4%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	155.9	-3%	36,905	75.8	68.4	57.8	32.9	30.5	26.9	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	88.8	6%	2,968	17.5	16.9	15.3	12.6	11.9	11.0	4%	5%	5%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	224.7	-7%	18,650	22.6	21.6	20.4	—	—	—	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	81.0	-7%	4,203	18.7	17.2	15.5	10.8	9.6	8.7	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	31.1	8%	4,062	14.9	12.6	11.2	10.3	8.8	7.8	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	21.2	—	2,103	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,515.0	6%	18,205	18.6	16.4	15.0	11.7	10.1	8.5	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	81.8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	24.1	66%	465	19.0	16.3	3.4	5.9	5.0	1.3	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	751	20%	19,183	25.3	21.3	17.8	15.3	12.8	10.7	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	72.7	60%	462	—	11.7	—	—	6.9	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	266.4	20%	26,616	64.9	41.7	9.9	55.7	33.1	6.5	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	1,374.0	-5%	739,198	23.7	21.1	27.1	8.5	8.0	8.6	3%	3%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.7	-20%	594	—	9.4	8.4	39.5	3.6	3.6	—	—	—	—
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	760.0	29%	2,663	112.9	51.6	34.2	46.2	26.0	16.7	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	17.00	55%	3,795	22.6	19.7	9.9	5.3	5.1	3.9	8%	8%	8%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	97.9	-4%	2,007	24.7	14.7	12.8	12.7	8.9	7.8	4%	5%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	18.5	25%	18,450	17.3	13.0	10.9	10.3	8.3	7.0	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	14.4	46%	7,049	6.5	4.0	3.8	9.3	6.6	6.7	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	193.9	19%	2,969	36.6	20.6	15.9	16.1	12.0	9.6	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	17.1	8%	10,965	18.2	13.3	11.4	6.8	6.3	5.9	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	83.2	26%	971	26.5	21.9	17.3	16.3	13.6	10.7	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.7	8%	4,939	10.4	9.8	9.5	9.3	8.4	8.0	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	170.1	16%	5,742	21.2	19.2	18.2	10.7	9.7	9.1	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	305.8	-15%	1,396	21.8	18.0	15.8	11.7	10.2	9.0	2%	2%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	33.4	20%	32,726	19.3	15.4	13.0	11.8	9.4	7.8	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	254.0	18%	6,553	9.5	9.2	8.5	7.6	7.5	6.5	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.2	36%	2,129	14.5	6.8	4.1	9.1	6.0	4.0	16%	16%	16%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	22.3	12%	266	—	41.0	13.0	8.4	4.9	4.7	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	20.6	10%	10,891	4.7	4.8	5.9	4.0	4.6	5.4	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	56.6	27%	993	—	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	34.3	17%	729	11.7	9.9	8.7	7.9	6.7	6.0	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171.0	13,030.0	1%	2,428,464	8.3	7.9	6.3	5.7	5.0	3.7	4%	4%	5%	75
GPW	GPW	Sell	78	102	-24%	4,281	17.8	16.7	16.4	14.5	13.2	12.7	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	56	-3%	3,824	14.4	13.6	12.9	10.1	9.3	8.7	5%	6%	6%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.3	30%	1,327	—	88.2	18.7	49.7	24.6	20.2	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	22.2	28%	993	4.4	5.1	6.0	2.1	2.5	3.0	23%	20%	18%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	174.3	-28%	278,604	21.8	20.6	19.4	8.4	8.3	8.0	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	57.9	6%	180,454	25.0	22.9	20.9	13.9	12.7	11.6	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.5	1%	33,382	44.5	35.7	27.2	10.4	9.0	7.8	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	977.0	13%	13,842	13.2	11.3	10.0	9.3	8.1	7.1	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	17.2	28%	10,830	16.3	12.8	11.7	5.9	5.3	5.1	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Sell	23.1	28.1	-18%	3,304	42.5	8.7	5.1	1.7	1.2	0.8	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,289.0	9%	12,709	17.9	15.7	12.8	11.4	10.5	9.2	4%	5%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	367.2	-11%	73,430	9.5	10.2	11.8	5.6	5.9	6.4	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	22,220.0	15%	41,300	15.3	13.8	12.2	7.7	6.7	6.0	4%	4%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	9.8	61%	2,906	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	141	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	235	15%	3,288	33.8	28.5	24.3	11.0	9.9	9.0	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	76.0	-6%	794	6.7	9.6	—	4.8	6.3	—	5%	6%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review	-	13.1	—	1,442	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MLP Group	MLG	Buy	120.0	107.0	12%	2,567	9.2	6.1	4.8	10.7	9.0	7.5	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387.7	377.5	3%	1,326	13.7	12.3	11.9	9.2	8.2	7.7	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	97.0	-5%	7,472	28.0	17.3	13.0	7.6	6.2	5.2	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	4,880.0	-7%	3,668	8.5	7.3	6.7	4.2	3.9	3.5	7%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	11.6	6.2	87%	153	3.2	2.9	—	1.4	1.0	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	38.9	35%	1,585	6.2	6.0	5.6	6.8	6.4	5.9	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	127	31%	15,611	25.6	18.3	14.8	6.3	5.5	4.4	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	788.0	9%	3,659	17.4	15.5	14.0	9.4	8.4	7.5	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8.2	9.3	-11%	504	34.9	31.2	25.2	9.9	8.5	7.4	3%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	105.0	52%	1,186	13.0	11.6	10.5	8.1	7.6	6.9	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	15.0	8%	19,659	17.8	15.9	13.7	5.5	5.4	5.1	4%	5%	6%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	155.7	1%	180,735	6.7	7.9	9.1	3.6	4.1	4.7	5%	5%	5%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	67.2	17%	1,361	13.0	11.5	9.9	5.6	4.6	4.1	3%	4%	5%	—
PCF Group	PCF	Under Review	-	3.7	—	172	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220.0	151.9	45%	75,950	5.1	4.2	3.9	4.4	4.4	4.9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	9.0	—	223	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	46.2	-1%	26,690	17.5	15.8	14.3	7.8	7.1	6.6	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	11.1	7%	24,883	4.5	6.4	6.4	3.7	4.9	4.9	0%	0%	0%	34

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Playway	PLW	Buy	390.0	254.5	53%	1,696	10.1	9.7	8.7	6.1	5.6	5.1	7%	10%	10%	0
Polenergia	PEP	Hold	64.6	58.5	10%	4,517	44.9	42.7	26.0	13.6	13.1	5.9	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	8.0	44%	2,045	13.1	11.0	10.1	5.5	3.9	3.1	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	26.9	36%	159	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195.0	146.4	33%	2,130	9.3	9.5	9.0	6.3	6.2	5.4	5%	5%	5%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,180.2	44%	55,221	36.0	25.2	18.5	19.8	13.9	10.2	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.9	17.5	94%	405	—	14.0	32.7	—	6.6	10.7	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	674.8	11%	366,675	43.1	31.2	24.8	23.7	18.1	14.6	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	136.8	67%	433	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	28.4	37%	537	—	32.2	17.8	11.6	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	84.6	18%	1,067	12.6	10.8	10.5	7.5	6.5	6.1	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	361.6	10%	3,084	17.5	15.8	13.6	12.3	10.5	8.8	3%	4%	4%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	9.2	18%	16,081	6.9	6.6	6.9	5.5	5.6	5.9	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	105.9	-7%	686	12.5	9.1	8.5	8.1	5.9	5.4	9%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	67.6	26%	1,553	16.6	11.2	7.4	8.4	4.8	2.6	5%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.5	27%	711	7.8	7.2	6.4	6.4	5.9	5.3	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	308.8	30%	426,075	5.0	4.6	4.3	4.2	3.7	3.4	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	167.6	4%	1,315	4.5	14.0	10.8	4.0	6.7	5.8	4%	2%	2%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	135.4	17%	3,009	25.6	19.8	16.0	18.5	14.3	11.4	2%	2%	3%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	126.6	3%	1,330	15.8	13.0	11.8	7.7	6.2	5.4	2%	4%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5.6	—	1,318	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	65.0	0%	1,935	11.1	16.7	14.6	6.2	5.6	5.3	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	15.0	-40%	276	18.2	17.0	17.3	5.3	5.5	5.3	4%	0%	4%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	10.7	12%	1,108	—	30.1	13.3	5.1	4.6	4.4	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144.0	177.8	-19%	20,904	13.0	15.3	13.1	9.1	10.3	8.6	2%	6%	5%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	73.7	63%	217	—	36.0	10.0	—	14.7	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. | 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.