

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

ASSECO POLAND: Wyniki za 2Q26 powyżej oczekiwań: bardzo dobre wyniki w Polsce, poprawa zagranicą, bez zmian dynamika backlogu w Polsce +21% r/r [pozytywne]

GTC: Wyniki 2Q26: EBIT skor. lepszy od oczekiwań, brak zastrzeżeń audytora [neutralne]

MIRBUD: Wyniki 2Q26: zgodne ze wstępnymi, OCF na niewielkim plusie [neutralne]

TOYA: Wyniki 2Q26: powyżej oczekiwań, FCF obciążony pierwszymi płatnościami za Żabią Wolę [pozytywne]

FABRITY: Wyniki za 2Q26 [neutralne]

APATOR: Wyniki za 2Q26. EBITDA o 4% niższa od konsensusu. Dobra konwersja OCF/EBITDA. [lekko pozytywne]

DATAWALK: Wyniki za 2Q26 zgodne ze wstępnymi, spadek wartości lejka projektów, podwojenie liczby zespołów sprzedażowych przyspieszy konwersję lejka w latach 2027-28, gotówka netto 152mln PLN [lekko negatywne]

RAWLPLUG: Wyniki 2Q26 [pozytywne]

FINANCIALS

HANDLOWY: Podsumowanie po prezentacji wyników za 2Q26

KRUK: Podsumowanie konferencji po wynikach za 1H26 [lekko negatywne]

VOTUM: Otrzymanie zarządzenia Prezydenta Wrocławia o rezygnacji z prawa pierwokupu nieruchomości położonej we Wrocławiu przy ul. Kępińskiej

CONSUMER

INTER CARS: Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu

AB: Podsumowanie konferencji po prezentacji wyników za 3QFY26

VRG: Spółka nabędzie 8,4 mln akcji za kwotę 46,4mln PLN w ramach zaproszenia

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

TMT

DIGITAL NETWORK: Przyjęcie polityki dywidendowej na lata obrotowe 2026-2030

GAMING

11 BIT STUDIOS: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26

GAMING MARKET: GTA VI extended look

INDUSTRIALS

RHEINMETALL: Rheinmetall zainwestuje trzycyfrową kwotę mln EUR w nowe centrum logistyczne i technologiczne w Kassel

SAAB: Wieloletnia umowa z Holandią na systemy kamuflażu Barracuda

MO-BRUK: Podsumowanie konferencji za 2Q26 [lekko pozytywne]

ACCELLERON / ENERGY EQUIPMNET: Wyniki 2Q26: Marine i energetyka przyspieszają, podnosząc ścieżkę wzrostu

SYSTEMAIR / HVAC: Wyniki 1Q26/27

RYNEK SPACE / OHB: ESA podpisała pierwsze kontrakty w ramach European Launcher Challenge

GRUPA WB / RYNEK DEFENCE: WB zwiększa produkcję bezzałogowców, rozwija Gladius 2 i TOPAZ - briefing prasowy

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

DOM DEVELOPMENT: Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [neutralne]

ERBUD: Zawarcie umowy na budowę zespołu budynków mieszkalnych w Poznaniu za kwotę 158,9mln PLN netto

BIOTECH

SYNEKTIK: Zawarcie umowy w ramach projektu e-Zdrowie KPO

MABION: Zarząd podjął uchwałę w sprawie emisji łącznie 2,56 mln akcji seerii W i Y

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

ASSECO POLAND (ACP PW; HOLD; TP PLN 208)

Wyniki za 2Q26 powyżej oczekiwań: bardzo dobre wyniki w Polsce, poprawa zagranicą, bez zmian dynamika backlogu w Polsce +21% r/r [pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	3,943	4,268	4,525	4,399	4,851	23%	10%	4,486	4,571
Poland	568	576	592	599	690	22%	15%	649	-
International	1,102	1,118	1,335	1,130	1,238	12%	10%	1,201	-
Formula Systems	2,273	2,573	2,599	2,670	2,922	29%	9%	2,636	-
EBITDA	619	616	584	695	770	24%	11%	709	731
EBIT	400	427	402	513	570	42%	11%	525	536
EBIT non-IFRS	565	558	512	592	575	2%	-3%	575	-
EBIT proportion	199	208	220	255	292	47%	15%	-	-
EBIT non-IFRS proportion	218	242	270	271	326	50%	20%	-	-
Net profit	146	171	686	228	201	38%	-12%	188	185
Poland	80	91	66	131	102	28%	-22%	108	-
International	56	66	92	68	70	24%	2%	62	-
Formula Systems	11	15	522	32	22	107%	-30%	19	-
Eliminations	-1	0	6	-2	8	-	-	-1	-
adj. Net profit	162	199	226	224	262	62%	17%	204	-
Poland	82	103	94	133	146	78%	9%	-	-
International	56	68	110	70	80	43%	14%	-	-
Formula Systems	25	28	16	24	28	13%	19%	-	-
Eliminations	-1	0	6	-2	8	-	-	-	-
adj. P/E 12M trailing	30.6	28.1	26.2	24.0	21.4				
EBITDA margin	15.7%	14.4%	12.9%	15.8%	15.9%				
EBIT margin	10.1%	10.0%	8.9%	11.7%	11.8%				
Net profit margin	3.7%	4.0%	15.1%	5.2%	4.1%				

Source: Company, Trigon

Backlog for the current year

PLNm	for 2025				for 2026		
	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25*	4Q25*	1Q26*	2Q26*
Asseco Group	10,776	12,315	13,505	12,341	10,832	12,290	12,709
Poland	1,562	1,725	1,929	2,027	1,754	2,003	2,246
Asseco International	2,276	2,563	2,798	3,098	2,602	2,826	3,156
Formula Systems	6,938	8,027	8,778	7,216	6,476	7,461	7,307
y/y Asseco Group	6%	10%	9%	12%	19%	21%	18%
y/y Poland	10%	13%	13%	14%	17%	21%	21%
y/y Asseco International	11%	14%	11%	12%	12%	8%	11%
y/y Formula Systems	3%	9%	8%	11%	23%	27%	20%

Source: Company, Trigon, *dynamics adjusted for deconsolidation of Sapiens, DahliaMatic moved to segm. Asseco Int.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	150,954	-1.6%	5%	42%
WIG20	3,960	-1.9%	4%	40%
mWIG40	10,653	-0.8%	6%	35%
sWIG80	31,631	-0.8%	3%	8%
PX (Prague)	2,798	-0.5%	5%	23%
BUX (Budapest)	149,647	-0.7%	4%	44%
BET (Bucharest)	35,458	-1.2%	-3%	72%
BIST30 (Istanbul)	16,761	-0.6%	8%	34%
DAX	26,367	0.3%	4%	10%
FTSE 100	10,793	-0.8%	-1%	17%
STOXX Europe 600	652	-0.7%	1%	18%
S&P 500	7,731	0.7%	4%	19%
NASDAQ 100	29,642	1.4%	7%	25%
Nikkei 225	66,461	-0.2%	7%	55%
Shanghai Comp	3,960	1.1%	4%	3%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.3%	5.3	17.8	47.1
PL 10Y bond yield	5.9%	6.3	30.0	48.0
CZ 10Y bond yield	5.1%	3.7	12.7	74.1
HU 10Y bond yield	5.5%	1.0	2.0	-159.0
RO 10Y bond yield	7.0%	1.8	9.6	-38.1
WIBOR 3M	3.8%	0.0	1.0	-100.0
EURIBOR 3M	2.6%	0.9	6.6	53.2

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.72	0.1%	-1.9%	2%
EUR/PLN	4.34	0.0%	0.3%	1.6%
EUR/USD	1.16	-0.1%	2.2%	-0.3%
GBP/PLN	5.06	-0.1%	-0.3%	-2.5%
CZK/PLN	0.18	0.0%	-0.4%	-3.2%
HUF/PLN	0.012	0.0%	1.2%	-9.5%
RON/PLN	0.82	-0.1%	0.2%	2.0%
CNY/PLN	0.55	-0.1%	1.2%	-7.6%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,596	-0.7%	14%	33%
Silver (USD/toz)	68.7	-1%	20%	76%
Copper (USD/t)	14,283	0.2%	4%	46%
Zinc (USD/t)	3,884	-0.2%	8%	41%
Molybdenum (USD/lb)	33.4	0.0%	4%	32%
Iron ore (USD/t)	96	0.0%	-2%	-6%
HCC (USD/t)	239	0.0%	7%	11%
HRC EU (EUR/t)	710	0.7%	2%	26%
Brent crude oil (USD/bbl.)	89.3	-0.5%	6%	30%
CO2 (EUR/t)	82.4	-0.3%	0%	11%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	68.2	3%	18%	110%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	112	0.2%	2%	31%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	507	0.9%	6%	21%
Shanghai Freight Index	3,410	1.6%	11%	134%

GTC (GTC PW; HOLD; TP PLN 3.0)

Wyniki 2Q26: EBIT skor. lepszy od oczekiwań, brak zastrzeżeń audytora [neutralne]

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	51.3	50.5	50.5	53.3	53.0	3%	-1%	52.3	53.0
Revaluations	-5.3	-31.8	-100.5	-11.3	-11.2	-	-	-17.0	
EBIT	21.6	-9.3	-103.0	20.6	16.8	-22%	-18%	8.5	19.4
adj. EBIT	26.9	22.5	-2.5	31.9	28.0	4%	-12%	25.5	
Net financial costs	-19.2	-18.4	-33.6	-20.4	-25.2	-	-	-22.0	
Net profit	-1.9	-28.9	-125.2	-5.5	-12.1	-	-	-10.8	-2.5
Gross Margin	65.9%	65.0%	60.4%	70.2%	66.6%	0.7pp	-3.6pp	65.0%	
FFO	10	5	5	16	1	-87%	-92%	2	
FFO Yield 12M trailing	16.4%	12.4%	9.4%	10.1%	7.6%	-8.8pp	-2.4pp		
Investment Properties	2,682	2,665	2,575	2,578	2,467	-8%	-4%		
LTV	51.8%	53.1%	57.0%	57.7%	58.7%	6.9pp	1.0pp		
OCF	28	32	-1	21	25	-12%	18%		
CAPEX	-18	-48	-18	-22	-19	-	-		
Net Debt	1,621	1,632	1,844	1,625	1,705	5%	5%		
P/E 12M trailing	18.1	-	-	-	-				
P/BV	0.31	0.32	0.36	0.36	0.36				
EBIT margin	42.1%	-	-	38.6%	31.7%	-10pp	-7pp	16.3%	36.6%
adj. EBIT margin	52.4%	44.6%	-	59.8%	52.8%	0pp	-7pp	48.8%	
Net profit margin	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Source: Company, Trigon

MIRBUD (MRB PW; Under Review)

Wyniki 2Q26: zgodne ze wstępnymi, OCF na niewielkim plusie [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26P	2Q26E
Revenues	720	732	1,002	547	910	26%	66%	910	857
Construction	731	731	1,016	505	935	28%	85%		812
Residential	18	11	59	44	74	320%	66%		70
Rental	5	12	8	9	8	71%	-7%		5
Other & Eliminations	-33	-22	-51	-10	-107	-	-		-25
Other operating activity, net	3.8	-3.8	74.2	-0.4	6.3	63%	-	0.0	0
Revaluations	4.6	-0.6	-11.4	-0.6	0.1	-98%	-	0.0	0
EBITDA	39.5	28.4	99.1	32.9	60.7	54%	85%	n.a.	58.1
adj. EBITDA	31.1	32.9	36.3	33.9	54.3	75%	60%	n.a.	58.1
EBIT	31.8	20.4	90.9	23.5	51.4	62%	119%	n.a.	48.6
Net profit	21.1	14.1	62.0	9.7	35.2	67%	265%	35.3	30.3
Gross Margin	6.3%	7.5%	8.3%	10.2%	8.4%	2.1pp	-1.8pp	8.4%	9.6%
Construction	5.2%	6.9%	6.6%	7.9%	6.6%	1.4pp	-1.3pp		7.5%
Residential	34.6%	34.4%	33.4%	33.0%	31.1%	-3.4pp	-1.9pp		32.0%
Rental	-22%	19.5%	5.2%	10.9%	16.6%	39.1pp	0.5pp		10.0%
Backlog	8,115	8,865	8,465	8,279	8,879	9%	7%		
OCF	21	-1	251	-266	35	64%	-		
NWC	-52	-29	184	-294	-18	-	-		
FCF	-14	-10	208	-280	13	-	-		
Net Debt	343	365	177	462	436				
P/E12M trailing	13.9	13.4	12.7	13.4	11.8				
EV/EBITDA 12M trailing	9.9	9.6	8.1	9.5	8.4				
EBITDA margin	5.5%	3.9%	9.9%	6.0%	6.7%	-	0.1pp		6.8%
EBIT margin	4.4%	2.8%	9.1%	4.3%	5.7%	-	0.3pp		5.7%
Net profit margin	2.9%	1.9%	6.2%	1.8%	3.9%	0.9pp	2.1pp	3.9%	3.5%

Source: Company, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2960	2492.8	2509.3	2469.1	118%
WIG20	2524.3	2066.7	2116.1	2056.5	119%
WIG40	354.0	344.9	343.0	338.7	103%
sWIG80	53.3	50.9	56.7	63.8	94%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	230	XTB	96.3	EUR	13.0
ZAB	221.0	ASB	38.6	BMC	3.3
PKN	186.1	BFT	27.9	TOR	2.0
KGH	165.4	TPE	25.4	ROB	1.8
DNP	148.1	ACP	24.9	DIG	1.7
CDR	133.9	MDV	18.0	11B	1.7
PZU	119.5	EUR	13.0	CRQ	1.7
ALE	117.2	MBR	9.3	SCW	1.6
PEO	116.7	ENA	8.5	LWB	1.3
KRU	73.0	BHW	8.4	CRJ	1.2

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KRU	445%	EUR	778%	EUR	778%
CDR	136%	MBR	455%	HUG	433%
ZAB	117%	HUG	433%	TOA	303%
PZU	115%	NEU	252%	AMB	204%
PKN	96%	BHW	244%	BMC	194%
LPP	93%	ABE	200%	11B	187%
PKO	90%	11B	187%	UNI	184%
PEO	87%	ENA	155%	FRO	181%
DNP	87%	EAT	135%	VGO	175%
PCO	75%	SLV	131%	AST	156%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
ZAB	32	0.2%	KRU	410	-8%
PCO	43	-0.4%	PEO	254	-3.1%
PGE	11	-0.7%	PKO	112	-3.0%
KGH	362	-0.8%	MBK	1,352	-2.9%
PKN	148	-0.9%	TPE	8	-2.5%
Best			mWIG40		
MBR	400.0	8.0%	HUG	21.1	-4%
EUR	5.5	5.8%	BHW	120.0	-3.4%
NEU	795.0	2.7%	PKP	10.8	-2.7%
ASB	137.5	2.7%	ENA	19.1	-2.5%
ATC	6.9	1.2%	TPE	8.3	-2.5%
Best			sWIG80		
EUR	5.5	5.8%	BMC	15.5	-6%
TOR	70.5	3.1%	SCW	264.0	-4.0%
ROB	33.0	2.0%	MRC	57.9	-3.8%
PCR	67.1	1.4%	HUG	21.1	-3.7%
ERB	22.9	1.3%	BLO	23.6	-3.1%

TOYA (TOA PW; BUY; TP PLN 12)

Wyniki 2Q26: powyżej oczekiwań, FCF obciążony pierwszymi płatnościami za Żabią Wolę [pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	231.3	224.8	219.6	245.3	276.8	20%	13%	244.5	243.7
EBITDA	36.2	29.0	29.0	33.3	41.8	16%	26%	35.7	35.7
EBIT	31.2	23.9	24.0	28.5	36.8	18%	29%	30.8	30.7
Net profit	24.9	18.7	19.0	22.6	29.0	17%	28%	24.2	24.3
Gross Margin	33.9%	32.9%	35.7%	34.6%	35.9%	2.0pp	1.3pp	35.0%	
SG&A Ratio	21.6%	22.4%	24.7%	22.8%	22.0%	0.4pp	-0.8pp	22.4%	
OCF	63	13	-12	-11	37	-41%	-		
FCF	64	4	-17	-16	-11	-	-		
Net debt	-30	-39	-26	-10	0				
P/E 12M trailing	8.7	8.6	8.1	8.3	6.9				
EV/EBITDA 12M trailing	5.4	5.3	5.2	5.4	4.7				
EBITDA margin	15.6%	12.9%	13.2%	13.6%	15.1%	-0.5pp	1.5pp	14.6%	14.6%
EBIT margin	13.5%	10.6%	10.9%	11.6%	13.3%	-0.2pp	1.7pp	12.6%	12.6%
Net profit margin	10.8%	8.3%	8.6%	9.2%	10.5%	-0.3pp	1.3pp	9.9%	10.0%

Source: Company, Trigon

FABRITY (FAB PW; HOLD; TP PLN 30)

Wyniki za 2Q26 [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	2Qprel
Revenues	17.36	16.76	16.40	17.19	18.47	6%	7%	18.05	18.5
EBITDA	1.77	1.58	1.52	2.01	2.06	17%	2%	2.15	2.1
EBIT	1.24	1.04	0.99	1.55	1.62	31%	4%	1.77	1.6
Net profit b. minorities	0.82	0.98	1.30	1.33	1.45	78%	9%	1.53	-
Net profit	0.78	0.91	1.24	1.25	1.40	79%	12%	1.45	-
Net debt	-3.2	-4.5	-11.5	-9.4	-2.0				
P/E 12M trailing	27.2	25.7	18.6	17.0	14.8				
EV/EBITDA 12M trailing	8.9	9.3	9.3	9.0	9.6				
Revenues y/y	-8%	-9%	-12%	4%	6%				
EBITDA margin	10.2%	9.4%	9.3%	11.7%	11.1%				
EBIT margin	7.1%	6.2%	6.0%	9.0%	8.8%				

Source: Company, Trigon

APATOR

Wyniki za 2Q26. EBITDA o 4% niższa od konsensusu. Dobra konwersja OCF/EBITDA. [lekko pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	286.4	295.8	335.8	332.9	356.2	24%	7%	349.0	347.0
EBITDA	40.2	42.4	45.8	47.3	46.8	17%	-1%	49.0	48.7
Electricity	18.9	24.2	23.6	19.0	18.3	-3%	-4%	22.0	
Gas	3.6	3.4	7.4	14.0	12.6	249%	-10%	13.0	
Water and heat	18.5	15.5	15.8	15.3	16.6	-10%	8%	15.5	
Others	-0.9	-0.7	-1.0	-1.0	-0.7	-	-	-1.5	
EBIT	23.3	24.9	21.4	28.9	27.6	18%	-4%	30.0	29.8
Net profit	17.8	23.3	25.8	20.0	20.6	16%	3%	20.6	20.6
OCF	21.9	24.9	29.0	35.7	76.4	249%	114%	29.4	
Capex	-17.0	-29.2	-20.2	-20.1	-17.3	18%	-1%	-20.0	
Net debt (incl. leasing)	117.3	142.6	117.9	105.4	57.0	-9%	-11%	96.0	
EBITDA margin	14.0%	14.3%	13.6%	14.2%	13.1%			14.0%	
Electricity	13.7%	16.3%	15.2%	13.4%	11.2%			14.0%	
Gas	8.0%	6.2%	10.4%	15.3%	14.9%			15.1%	
Water and heat	17.9%	16.6%	14.5%	15.3%	15.2%			14.6%	
EBIT margin	8.1%	8.4%	6.4%	8.7%	7.7%			8.6%	
Net profit margin	6.2%	7.9%	7.7%	6.0%	5.8%			5.9%	
P/E 12M trailing	14.5	13.2	11.5	10.5	10.1				
EV/EBITDA 12M trailing	7.3	7.3	6.3	5.8	5.3				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- **EBITDA** w 2Q26 wyniosła 46.8m PLN i była o 4% niższa od oczekiwań rynkowych i naszej prognozy. **Zysk netto** wyniósł 20.6m i był zgodny z konsensem.

- Marża brutto na sprzedaży: 91.7m PLN. Widoczny wzrost kosztów wytworzenia (surowce i fracht), wyższe koszty dot. działań porządkujących w energii elektrycznej i solidna marża w gazie przez efekt skali i optymalizacje.

- Brak większych zaskoczeń na SG&A (17% vs. przychody, tak jak w 1Q). Wynik na pozostałej działalności operacyjnej wyniósł -1.3m, a efekt na zmianie stanu odpisów na należnościach: -1.4m. Saldo finansowe wyniosło -1.8m, a stopa podatkowa 20%.

- OCF wyniósł aż 76.4m PLN (zakładaliśmy 29m), przez pozytywny wpływ na zmianie należności (+56m q/q). Capex wyniósł -17.3m, a dług netto (z leasingiem) spadł o 48m q/q do 57m PLN (0.3x ND/EBITDA LTM).

- **Energia elektryczna**: przychody wyniosły 163m (zakładaliśmy 157m; wzrosty w opomiarowaniu [roll-out w Polsce] i podwojenie przychodów w ICT), a EBITDA 18.3m (vs. 22m naszej prognozy).

- **Gaz**: przychody wyniosły 84.3m (vs. 86m nasza prognoza; kontynuacja kontraktu eGazomierz w PL i lepiej zagranicą), a EBITDA 12.6m (vs. 13m prognoza).

- **Woda i ciepło**: 108.9m przychodów (nasz szacunek: 106m), a EBITDA 16.6m (oczekiwaliśmy 15.5m).

DATAWALK

Wyniki za 2Q26 zgodne ze wstępnymi, spadek wartości lejka projektów, podwojenie liczby zespołów sprzedażowych przyspieszy konwersję lejka w latach 2027-28, gotówka netto 152mln PLN [lekko negatywne]

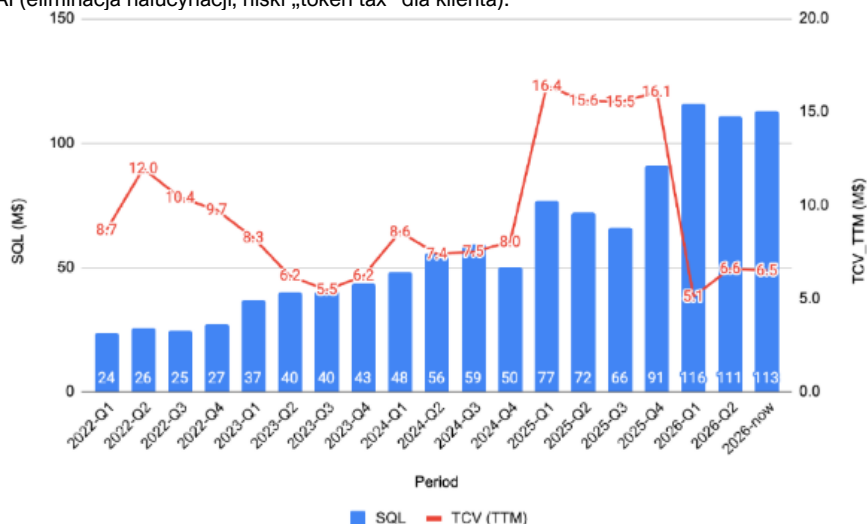
PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E
Revenues	13.5	10.3	7.3	6.7	4.0	7.0	-32%	74%	8.2
Poland	1.6	1.3	1.4	1.6	1.5	1.4	6%	-5%	1.6
Americas	1.6	1.5	1.3	3.3	1.5	1.0	-33%	-33%	1.8
Other regions	10.3	7.5	4.6	1.7	1.1	4.6	-38%	328%	4.9
Government sector	1.8	1.7	4.8	2.3	1.7	1.7	0%	-2%	-
Private sector	11.6	8.6	2.5	4.3	2.3	5.3	-38%	131%	-
Licences	9.6	6.6	2.7	2.2	0.0	3.0	-54%	-	-
Technical support	3.1	3.3	3.5	3.3	3.2	3.3	0%	2%	-
Implementation services	0.8	0.5	1.0	1.4	0.8	0.7	55%	-11%	-
Revenues y/y	109%	130%	58%	-26%	-70%	-32%			-20%
Revenues LTM	31.7	37.5	40.2	37.8	28.4	25.1	-33%	-12%	26.3
Revenues LTM y/y	9%	62%	73%	53%	-10%	-33%			-30%
Operating costs	-12.2	-70.7	-5.5	-20.9	-53.2	2.2	-	-	-17.6
Operating costs adj.	-9.8	-16.7	-14.4	-16.1	-17.0	-19.3	-	-	-16.7
Gross profit from sales	1.3	-60.4	1.9	-14.2	0.0	0.0	-	-	0.0
Other operating income/cost	-1.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	182%	729%	0.0
EBITDA	2.1	-59.4	3.1	-14.1	-47.9	10.5	-	-	-8.2
adj. EBITDA	3.1	-5.3	-5.8	-8.1	-11.8	-10.9	-	-	-7.3
Rev. minus adj. EBITDA	10.3	15.6	13.1	14.8	15.8	17.9	15%	14%	15.5
EBIT	1.3	-60.4	1.9	-15.3	-49.1	9.3	-	-	-9.4
adj. EBIT	2.3	-6.3	-7.0	-9.3	-13.0	-12.1	-	-	-8.4
Net profit	0.8	-50.8	0.4	-14.8	-41.1	6.4	-	-	-6.3
EV/Sales LTM	24.6	19.4	18.2	19.4	25.6	29.2			
Net cash	11.6	65.1	58.8	56.8	158.2	151.6			

Source: Company, Trigon

- Fluktuacje wartości lejka odzwierciedlają rygorystyczną politykę kwalifikacji projektów, wdrożoną przez nowego szefa sprzedaży, Petera Sofarelli, która stawia priorytet na wysokowartościowe projekty korporacyjne (\$1M+ ARR) ponad samą liczbę szans sprzedażowych.

- Zarząd wskazuje, że spółka jest na ukończeniu procesu podwajania liczby zespołów sprzedażowych do końca roku, co przyspieszy konwersję lejka w latach 2027 i 2028.

- Strategia zakłada rozwój w trzech obszarach: (1) Financial Crime (sektor komercyjny), (2) Government & Defense, (3) Enterprise AI – nowy strategiczny kierunek we wczesnej fazie testów u klientów. Spółka chce wykorzystać połączenie analityki grafowej z zastosowaniami AI (eliminacja halucynacji, niski „token tax” dla klienta).



RAWLPLUG**Wyniki 2Q26 [pozytywne]**

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	LTM
Revenues	256	293	248	255	286	12%	12%	272	1,081
Gross profit	102	116	105	103	123	20%	20%	108	446
Other operating items, net	-1	-2	-3	-2	-2	-	-	0	-9
EBITDA	24	45	29	33	47	93%	44%	35	153
EBIT	11	31	12	16	30	165%	92%	19	89
Net financial costs	-14	-6	1	-3	-14	-	-	-7	-22
EBT	-2	24	13	13	16	-	26%	12	67
Net profit	-5	15	8	7	11	-	61%	8	42
Gross Margin	40.0%	39.5%	42.3%	40.3%	43.1%	3.1pp	2.8pp	39.5%	41.3%
EBITDA margin	9.5%	15.4%	11.6%	12.8%	16.5%	7.0pp	3.6pp	13.0%	14.2%
EBIT margin	4.5%	10.5%	4.9%	6.2%	10.6%	6.1pp	4.4pp	6.9%	8.2%
Net profit margin	-2.1%	5.3%	3.4%	2.8%	3.9%	6.0pp	1.2pp	2.9%	3.9%
OCF	9	52	45	-19	46	431%	-	35	123
Net debt	484	456	449	469	441	-9%	-6%	456	441
P/E 12M trailing	12.7	12.6	12.6	14.3	8.7				
EV/EBITDA 12M trailing	6.5	6.3	6.5	6.4	5.2				

Source: Company, Trigon

FINANCIALS**HANDLOWY****Podsumowanie po prezentacji wyników za 2Q26**

- Po sprzedaży bankowości detalicznej bank chce szybko odbudować portfel kredytowy;
- Dzięki spodziewanej stabilizacji stóp procentowych, bank liczy na utrzymanie wyniku odsetkowego na zbliżonych poziomach do 2Q26;
- Koszty depozytów w 2Q lekko podwyższone w związku z potrzebną płynnością przy sprzedaży segmentu detalicznego;
- Wzrost kosztów ryzyka wynikał z dwóch odizolowanych przypadków. Ekspozycje posiadały gwarancje KUKE stąd niskie pokrycie odpisami;
- Zarząd podtrzymuje chęć wypłaty ceny otrzymanej za segment detaliczny w formie dywidendy zaliczkowej jeszcze w tym roku;
- Bank jest zadowolony z tego, że po finalizacji zbycia części detalicznej posiada zbilansowane, wzajemnie uzupełniające się segmenty, dzięki czemu unika sytuacji z przeszłości, kiedy działalność instytucjonalna generowała ponad 90% zysków.

KRUK (KUR PW; BUY; TP PLN 550)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 1H26 [lekko negatywne]****#2Q26**

- Spłaty oraz inwestycje w portfele w 2Q, w tym drugim przypadku w Polsce, były lekko poniżej oczekiwań zarządu;
- W Polsce w 2Q sprzedawane były głównie świeże portfele, jednocześnie konkurencja pozostawała wysoka, co wraz ze strukturą podaży znalazło odzwierciedlenie we wzroście średniej ceny płaconej za portfele po 1H;
- Wyniki 2Q potwierdzają, że po okresie bardziej intensywniej obsługi sądowej portfeli w WE, obecnie mocniejsze odzyski, wspierają spadek cost-to-collect;
- Wzrost EUR/RON w 2Q obciążył wynik Rumunii o 59 mln PLN, podczas gdy dodatni efekt zrealizowanych różnic kursowych wyceny CIRS wsparł wynik Grupy o ponad 35mln PLN;

#Outlook

- Zdaniem CFO tegoroczne IRR-y brutto kalkulowane na moment transakcji powinny być porównywalne do tych z 2025 lub lekko niższe r/r (bazując na globalnych zakupach portfeli w 2025 IRR brutto na moment transakcji był niższy o 180bps r/r);
- CEO zakłada utrzymanie rzeczywistych spłat powyżej poziomów budżetowanych w 2H na poziomie średnio 1-cyfrowym poziomie;
- CFO ocenia cel 12% wzrostu EBT r/r jako ambitny i uzależniony od poziomu spłat, które w 1H26 były lekko poniżej oczekiwań;
- Spółka obserwuje utrzymujące się wyższą aktywność konkurencji w Polsce, inwestycje pozostają poniżej oczekiwań, cel 2,5mld PLN inwestycji w portfele w tym roku jest ambitny i uzależniony od wygranych postępowań szczególnie w 4Q;
- KRU chce bronić zakładanych IRRów, co przekłada się na niższy udział rynkowy (19% w 1H26);
- Spółka komunikuje poprawę efektywności procesów operacyjnych w Hiszpanii, w tym obszar sądowej windykacji, KRU wrócił do selektywnych zakupów i zapowiada większe znaczenie inwestycji na tym rynku w 2H26;

#Pozostałe wątki

- Spółka uruchomiła nowe środowisko testowe platformy dla klientów, co stanowi istotny kamień milowy transformacji cyfrowej, do pełnego wdrożenia pozostaje jednak jeszcze ok. 1,5–2 lata pracy, a następnie planowana jest migracja istniejących spraw do nowego systemu, co powinno zająć kolejne 2–3 kwartały, pierwszym rynkiem wdrożenia będzie Polska;
- W okresie obowiązywania obecnej strategii spółka może wejść na rynek USA lub UK, na obecnym etapie zarząd skłania się bardziej w kierunku rynku amerykańskiego, nie będzie to ramach czasowych obecnej strategii znacząca operacja;

VOTUM

Otrzymanie zarządzenia Prezydenta Wrocławia o rezygnacji z prawa pierwokupu nieruchomości położonej we Wrocławiu przy ul. Kępińskiej

CONSUMER

INTER CARS (CAR PW; BUY; TP PLN 1,100)**Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**

- Grupa chce rozwijać się organicznie, ale jednocześnie mocno monitoruje rynek, który jest w fazie konsolidacji;
- Spółka kontynuuje trend dwucyfrowej dynamiki przychodów i podtrzymuje możliwość zwiększenia marży EBITDA o 1 pkt. proc. dzięki inwestycjom w magazyny;
- W ubiegłym tygodniu spółka uruchomiła sprzedaż w Kosowie, kontynuuje uruchamianie lokalnej sprzedaży w Austrii;
- Podjęto decyzję o lokalizacji dla budowy nowego centrum logistycznego na południu Polski, ma on zastąpić dzisiejszy magazyn w Sosnowcu;
- W ciągu pięciu lat spółka chce być jednym z liderów dystrybutorów części samochodowych na rynku niemieckim.

AB (ABE PW; BUY; TP PLN 170)**Podsumowanie konferencji po prezentacji wyników za 3QFY26**

- Grupa widzi pozytywne perspektywy rynku IT, stawia na Value Add i przetargi;
- W planach są kolejne inwestycje i nie jest wykluczona akwizycja;
- Perspektywy rynku IT pozostają korzystne, a najszybciej rozwijającymi się obszarami pozostają centra danych, rozwiązania chmurowe oraz infrastruktura związana z wdrożeniami sztucznej inteligencji;
- W Europie przewiduje się, że w ciągu kilku kolejnych lat wzrost rynku AI ma być olbrzymi – z 65,5mld USD w 2025 roku do ponad 337mld USD w 2032 roku;
- Dodatkowym impulsem dla rynku pozostają inwestycje realizowane w sektorze publicznym, a także rosnące potrzeby przedsiębiorstw związane z cyberbezpieczeństwem, modernizacją infrastruktury IT i wdrażaniem rozwiązań AI.

VRG (VRG PW; Under Review)**Spółka nabędzie 8,4 mln akcji za kwotę 46,4mln PLN w ramach zaproszenia**

- Akcje stanowią 3,6% kapitału zakładowego spółki;
- Akcje były nabywane po cenie 5,50 PLN za papier;
- Akcjonariusze złożyli zapisy na sprzedaż łącznie 32,75 mln akcji spółki;
- Stopa redukcji w zapisach wyniosła 74,23%.

EUROCASH (EUR PW; Under Review)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26 [lekko pozytywne]****#Outlook**

- Zarząd ocenia, że najtrudniejsza część transformacji jest już za Grupą, 1H26 było skoncentrowane na przebudowie organizacji i kosztach, natomiast 2H26 ma być przede wszystkim okresem odbudowy sprzedaży, udziałów rynkowych i ekspansji franczyzy;
- CEO podkreślił, że spadek sprzedaży obserwowany w 1H26 nie powinien być traktowany jako nowy strukturalny run-rate Eurocash;
- Wystąpiła przejściowa presja na marżę zakupową po reorganizacji działu zakupów w kwietniu, w czerwcu cash margin powróciła już do poziomu sprzed roku, a na początku 3Q Zarząd obserwuje dalszą stabilizację;
- Grupa zabezpieczyła 279mln PLN z docelowych 400mln PLN rocznych oszczędności, z czego ~200mln PLN wynika z działań już wdrożonych, a 79mln PLN z inicjatyw w aktywnej realizacji;
- W samym P&L 1H26 widoczny był na razie efekt 56mln PLN, co ma oznaczać dalsze narastanie oszczędności w kolejnych kwartałach;
- Zarząd podtrzymuje cel osiągnięcia 600mln PLN EBIT w 2027 roku: 400mln PLN oszczędności, niski 1-cyfr. wzrost LFL franczyzy, 1,000+ nowych sklepów netto oraz ~70mln PLN EBIT z nowych źródeł przychodów;
- Cash flow pozostaje priorytetem: CFO oczekuje stabilizacji długu netto w 2H26, utrzymania dotychczasowych trendów cyklu konwersji gotówki (lekkiej poprawy);

#Transformacja / koszty

- Reorganizacja operacyjna jest w dużej mierze zakończona: 5 działów zakupów połączono w jeden (-35% FTE), 5 struktur operacyjnych w jedną (-20% FTE), a centralne funkcje zostały zredukowane o ~30%, samo uproszczenie centrali ma odpowiadać za ~118mln PLN rocznych oszczędności;
- W logistyce Grupa przeszła z 15 do 10 magazynów i ograniczyła średnią liczbę SKU z ~13tys. do 10,8tys., pozostała część celu oszczędnościowego ma w istotnej części wynikać z przełożenia nowego footprintu logistycznego na faktycznie niższe koszty, m.in. poprzez sprzedaż lub podnajem opuszczonych obiektów;
- Restrukturyzacja Delikatesów Centrum ma przebiegać szybciej od planu: do końca 2Q zamknięto 105 sklepów i przekazano 53 placówki francyzobiorcom, proces transferów może nieznacznie wyjść poza koniec 2026, ale działalność sklepów własnych ma całkowicie zniknąć najpóźniej do czerwca 2027;
- Zarząd podkreśla, że księgowy zysk 59mln PLN z MSSF 16 jest jednorazowy, ale stojąca za nim ekonomika ma charakter trwały: wcześniejsze zakończenie umów najmu ma obniżyć przyszłe wpływy gotówkowe o ~6mln PLN kwartalnie;

#Sprzedaż / franczyza

- Strategiczny core pozostaje relatywnie stabilny: sprzedaż do kluczowych partnerów franczyzowych spadła w 1H26 tylko o 1,3% r/r, podczas gdy część niezależna była świadomie redukowana, Eurocash zamierza obecnie zatrzymać spadki u pozostałych klientów niezależnych, zwiększać ich lojalność i konwertować najlepszych do franczyzy;
- 2H26 ma być skoncentrowane na odzyskiwaniu udziałów w rynku hurtowym, poprawie LFL franczyzy, wzroście udziału u francyzobiorców i ekspansji sieci;
- Zarząd wskazuje, że nie ma jeszcze 100% udziału Eurocash w zakupach klientów we wszystkich kategoriach, co pozostawia przestrzeń do wzrostu sprzedaży bez zwiększania liczby sklepów;
- Zintegrowany zespół ekspansji został uruchomiony z opóźnieniem względem pierwotnego planu, ale jest obecnie w pełni operacyjny i ma przyspieszyć pozyskiwanie nowych francyzobiorców w kolejnych miesiącach, strategiczny cel nadal zakłada 1,000+ sklepów netto w latach 2026-27;
- Nowy, bardziej zintegrowany koncept franczyzowy jest już opracowany pod względem propozycji konsumenckiej, modelu biznesowego i value proposition, „Stąd” nie będzie finalną nazwą, nowa marka została już wybrana i jej ogłoszenie ma nastąpić wkrótce;

#Platformy wzrostu

- Frisco: Zarząd podtrzymuje oczekiwanie osiągnięcia pełnorocznego break-even w 2026, przy dalszej poprawie rentowności wraz z rozładnieniem kosztów stałych;
- Duży Ben: biznes pozostaje pod presją strukturalnego spadku wolumenów piwa i mocnych alkoholi, a strata EBITDA wzrosła, priorytetem pozostaje obecnie konwersja na model franczyzowy i repozycjonowanie konceptu.

TMT**DIGITAL NETWORK (DIG PW; SELL; TP PLN 260)****Przyjęcie polityki dywidendowej na lata obrotowe 2026-2030**

- Za 2026 rok spółka planuje przeznaczyć na wypłatę dywidendy kwotę nie mniejszą niż 30mln PLN, a ostateczna wysokość dywidendy będzie oparta o roczny jednostkowy zysk netto, przy czym na wypłatę dywidendy zostanie przeznaczona kwota nie większa niż 100% tego zysku;
- Za lata 2027-2030 planuje się przeznaczyć na wypłatę dywidendy kwoty od 60% do 100% jednostkowego zysku netto za dany rok obrotowy.

GAMING**11 BIT STUDIOS (11B PW; HOLD; TP PLN 140)****Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q26**

- Realizacja wielu projektów na różnych etapach: wewnętrzne projekty P12–P15 przechodzą z fazy pre-produkcji do pełnej produkcji, z premierami zaplanowanymi do 2031 roku; w przypadku wydawnictwa Moonlighter 2 wychodzi z Early Access 2 września 2026 r., a Crop i Trainwatch celują w 2027 rok;
- Reimaginacje jako kluczowy motor wzrostu: zarząd oczekuje, że Frostpunk 1886 i inne reimaginacje ostatecznie przejmą większość sprzedaży/zysków od klasycznych tytułów (This War of Mine i Frostpunk 1 sprzedały się odpowiednio w ~7 mln i ~9 mln egzemplarzy), natomiast oryginały pozostaną na Steamie jako klasyki;
- Spadek sprzedaży The Alters traktowany jako zaplanowana faza przejściowa: słabsza sprzedaż w 1H26 była oczekiwana (choć głębsza niż zakładano) przed premierą DLC i intensywniejszymi działaniami promocyjnymi w 2H26;
- Strategia marketingowa zmienia się w kierunku krótszych, bardziej intensywnych kampanii: w krótkim terminie nacisk kładzie się na dział wydawniczy oraz DLC do Frostpunk 2 i The Alters; główna kampania dla Frostpunk 1886 nie ruszy w tym roku, kontynuowane jest jedynie łagodne angażowanie społeczności;
- Umowy platformowe (np. Game Pass) pozostają zależne od konkretnego tytułu: nie ogłoszono decyzji dotyczących subskrypcji dla nowych tytułów z portfolio (P11–P15); każda umowa jest oceniana pod kątem najlepszego długoterminowego wyniku
- Restrukturyzacja kosztów/zatrudnienia to proces ciągły, nie jednorazowy program: efekty kosztowe restrukturyzacji będą widoczne w wynikach w kolejnych kwartałach, zanim się ustabilizują, częściowo równoważone potrzebami rosnących projektów na nowych specjalistów; nowy program motywacyjny jest w trakcie opracowywania i szczegółów zostanie wkrótce przedstawione.

GAMING MARKET**GTA VI extended look**

- Pokaz trwał niecałe pół h i zawierał materiał nagrany na bazowym PS5, co jest jednym z najważniejszych pozytywnych sygnałów technicznych. Gra prezentowała imponujący poziom grafiki, gęstości świata i detali;
- Rockstar pokazał zarówno akcję, jak i spokojniejsze fragmenty sandboxowe. Oprócz strzelanin i pościgów były m.in. sceny w mieszkaniu, poruszanie się po mieście i interakcje między protagonistami;
- Relacja i współpraca Jasona oraz Lucii wydają się znacznie ważniejsze dla gameplayu niż system trzech bohaterów w GTA V. W niektórych misjach postacie wykonują różne zadania równolegle, np. jedna walczy o otwarcie, a druga działa bardziej skradankowo;
- Widoczny jest przebudowany został system pościgów i identyfikacji gracza przez policję;
- Pokazano bardzo szeroki zestaw pojazdów i aktywności pobocznych, m.in. samochody, motorówki, airboaty, kajaki, motocykle, wyścigi, nurkowanie, koszykówkę i skoki spadochronowe;
- Największe wrażenie robi skala i gęstość świata, szczególnie liczba NPC, ruch uliczny, wnętrza, roślinność i bardzo duży draw distance. Wygląda na to Rockstar próbuje połączyć swobodę GTA V z poziomem immersji i szczegółowości znanym z RDR2;
- Ogólny odbiór prezentacji póki co jest bardzo pozytywny i materiał może zmniejszać część obaw dotyczących jakości technicznej gry. Rockstar nadal nie pokazał długiego, nieprzerwanego fragmentu gameplayu, więc trudno jeszcze ocenić to w 100%;
- Zakładamy, że pokaz może zmniejszać ryzyko negatywnej niespodzianki na premierę, ponieważ GTA VI wygląda już jak realna, bardzo zaawansowana produkcja, a nie tylko efektownie zmontowane trailery. Nie pokazano rewolucji w podstawowym gameplay loopie, ale skala, technologia i systemy wyglądają na wyraźny upgrade względem GTA V.

INDUSTRIALS

RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 1700)**Rheinmetall zainwestuje trzytyfrową kwotę mln EUR w nowe centrum logistyczne i technologiczne w Kassel**

- Rheinmetall zbuduje przy lotnisku Kassel-Calden centrum logistyczno-technologiczne o powierzchni >30 tys. m2, wspierane finansowo przez kraj związkowy Hesja;
- Łączna wartość inwestycji ma wynieść trzytyfrową kwotę mln EUR, a uruchomienie obiektu planowane jest do końca 2027 r.;
- Centrum ma zwiększyć zdolność obsługi rosnących zamówień krajowych i eksportowych, skrócić realizację zamówień oraz zoptymalizować łańcuchy dostaw;
- Według CEO Armina Pappergera inwestycja przygotowuje grupę na oczekiwane znaczące zamówienia na pojazdy wojskowe z Niemiec i rynków zagranicznych;
- Projekt jest kluczowym elementem strategii wzrostu Rheinmetalla w segmencie pojazdów taktycznych, w szczególności w kontekście przyszłego popytu Bundeswehry;
- Rheinmetall planuje również utworzyć w Calden centrum testowania dronów, wykorzystując infrastrukturę lotniska i planowane regionalne centrum kompetencji dronowych.

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)**Wieloletnia umowa z Holandią na systemy kamuflażu Barracuda**

- Saab podpisał wieloletnią umowę ramową z holenderskim MON na dostawy mobilnych systemów kamuflażu Barracuda dla pojazdów wojskowych;
- Spółka otrzymała jednocześnie pierwsze zamówienie w ramach umowy, dostawy będą realizowane w kolejnych latach;
- Pierwsza partia obejmie systemy dla pojazdów rozpoznawczych Fennek oraz samobieżnych haubic Panzerhaubitze używanych przez Royal Netherlands Army;
- Umowa zawiera opcje rozszerzenia Barracudy na kolejne typy pojazdów holenderskich sił zbrojnych;
- Barracuda ogranicza wykrywalność pojazdów w wielu zakresach sensorów, zwiększając ich przeżywalność przy zachowaniu mobilności;
- System jest dopasowywany do konkretnego pojazdu i może wykorzystywać wzory kamuflażu dostosowane m.in. do środowiska leśnego, miejskiego i arktycznego;
- Wartość umowy ramowej ani pierwszego zamówienia nie została ujawniona.

MO-BRUK (MBR PW; HOLD; TP PLN 387.7)**Podsumowanie konferencji za 2Q26 [lekko pozytywne]**

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E
Revenues	67.5	83.1	109.7	79.0	102.4	52%	30%	98.0
Stabilization	22.9	24.1	25.0	22.6	24.8	8%	9%	27.0
Volume (th. tonnes)	56.9	61.8	59.1	57.8	55.3	-3%	-4%	
Utilization (%)	58%	63%	61%	59%	57%	-3%	-4%	
Price (PLN/t)	402	390	423	392	448	11%	14%	
RDF	13.3	24.5	15.9	16.6	17.8	33%	7%	22.0
Volume (th. tonnes)	21.5	27.6	26.0	15.0	26.6	24%	77%	18.0
Utilization (%)	33%	42%	40%	23%	41%	24%	77%	
Price (PLN/t)	620	889	612	1108	668	8%	-40%	
Incineration	25.2	27.7	54.5	27.6	42.3	68%	53%	33.0
Volume (th. tonnes)	6.5	8.9	14.0	6.3	10.2	57%	62%	
Utilization (%)	72%	99%	156%	70%	113%	57%	62%	
Price (PLN/t)	3 874	3 109	3 891	4 384	4 143	7%	-5%	4 500

Source: Company, Trigon DM

- **Zestawienie i stabilizacja:** wolumeny spadły o 4% q/q a implikowana cena jednostkowa wzrosła o 14% q/q
- **RDF:** 1) wzrost wolumenów o 24% r/r i 77% q/q, przy wzroście ceny o 8% r/r, 2) W 2Q duża część bomb trafiła na RDF (w 2H będzie większy udział w spalarni).
- **Spalanie:** 1) wzrost wolumenów o 62% q/q, przy spadku ceny o 5% q/q, 2) oczekiwane przychody z bomb ekologicznych w 3Q26: 57m PLN, a w 4Q26: 19m (vs. 17m w 1Q i 26m w 2Q26). Poprzednio zakładano w 2026r. 127m PLN przychodów z bomb (przy 23.6 tys. ton) vs. 119m obecnie.
- **M&A:** Spółka analizuje kilka projektów, chciałaby przynajmniej jeden projekt ogłosić do końca roku
- **Outlook:** 1) 2 połowa roku powinna być lepsza wolumenowo w każdym segmencie (w RDF przez sezon zimowy i większe zakupy od ciepłowni zagranicznych), 2) Jest jeszcze sporo do wygrania potencjalnych kontraktów na utylizację bomb ekologicznych (m.in. w Wołominie na 22 tys. ton [LINK], jeden z potencjalnych kontraktów na 12 tys. ton w zestawieniu), w Gliwicach na 1.5 tys. ton). Nowelizacja ustawy o odpadach zmieniała poziom partycypacji samorządów w usuwaniu bomb z 20 proc. do 1 proc. i będzie obowiązywać do końca przyszłego roku, więc przed nami jeszcze sporo projektów, 3) W 2H26 widoczny będzie większy efekt oszczędności na kosztach energii (własne źródło). Zakładany dalszy spadek ND/EBITDA w kolejnych kwartałach, 4) Zarząd ma nadzieję, że do końca roku przywrócone zostaną limity wynikające z pozwoleń zintegrowanych.

ACCELLERON / ENERGY EQUIPMNET**Wyniki 2Q26: Marine i energetyka przyspieszają, podnosząc ścieżkę wzrostu****#Sytuacja rynkowa**

- Segment Marine pozostaje bardzo mocny, zamówienia stoczni przewyższają dostawy, globalnie backlog stoczni przekracza przekracza cztery lata, a rekordowe dostawy tonażu oczekiwane w 2027–2028 wspierają wieloletnią widoczność popytu na nowe turbosprężarki
- Wzrost nowych jednostek koncentruje się coraz bardziej w Chinach, gdzie rozbudowa mocy stoczniowych napędza popyt szczególnie na tankowce i masowce, podczas gdy Japonia i Korea mają znacznie mniejszy udział w przyroście zdolności produkcyjnych
- Popyt serwisowy w Marine pozostaje mocny dzięki wysokiemu wykorzystaniu floty, większej bazie zainstalowanej oraz rosnącej liczbie statków objętych pełnymi umowami serwisowymi, natomiast wzrost retrofitów i upgrade'ów powinien się wypłaszczać wraz z realizacją backlogu i odroczeniem IMO
- Energy rozwija się wyraźnie lepiej od wcześniejszych oczekiwań dzięki gas-fired prime power dla amerykańskich data center oraz gas compression, przy czym ograniczenia sieci energetycznej i dostępność gazu wspierają budowę własnego źródła zasilania przez operatorów data center
- Dostawy turbosprężarek dla prime power w data center wzrosły do ok. 5 GW z poniżej 2 GW rok wcześniej, podczas gdy backup power pozostał przy ok. 3 GW, ponieważ producenci silników kierują ograniczone moce produkcyjne przede wszystkim do bardziej atrakcyjnych aplikacji gazowych
- Zarząd preferuje wzrost prime power wobec backup power, ponieważ gazowe silniki podstawowego zasilania pracują tysiące godzin rocznie i powinny wygenerować istotny aftermarket po ok. 3–5 latach od uruchomienia instalacji, podczas gdy diesel backup praktycznie nie generuje późniejszych przychodów serwisowych
- Gas compression pozostaje bardzo mocny dzięki rosnącemu krajowemu zużyciu i eksportowi gazu w USA oraz inwestycjom w rozbudowę i stacje kompresorowe
- Widoczność na podstawie wiążących zamówień pozostaje relatywnie krótka, ok. 4–6 miesięcy na poziomie grupy i nawet 6–8 tygodni w high-speed, natomiast sygnały popytowe są znacznie dłuższe, ale zarząd ostrożnie podchodzi do ich wiarygodności szczególnie w data center
- Udział data center w przychodach wzrósł z ok. 5% do nieco poniżej 9%, a około dwie trzecie tego biznesu przypada obecnie na prime power
- Zarząd wskazuje ok. 80% udziału w rynku high-speed gas turbochargers i ok. 40–50% w medium-speed, przy czym nie oczekuje istotnej zmiany udziałów w związku z rozbudową mocy OEM-ów

#Koszty i marże

- Direct pricing wniósł jedynie ok. 0,2–0,3pp wzrostu, gdyż duża część kontraktów high speed ma indeksację działającą z opóźnieniem 6–12 miesięcy, natomiast większy efekt pochodził z przerzucenia taryf i pośredniego wpływu cenników w CHF
- Zarząd deklaruje brak intencji agresywnego wykorzystywania silnej pozycji rynkowej do podwyżek cen, stawiając na długoterminowe relacje z OEM-ami i dzielenie wpływu kosztów oraz taryf

#Outlook/guidance

- Guidance organicznego wzrostu przychodów na 2026 został podniesiony do 14–17% z 9–14%, przy utrzymaniu marży operational EBITA 25–26%
- Zarząd nie oczekuje zasadniczej zmiany dynamiki produktu i serwisu w 2H26 względem 1H26, co implikuje utrzymanie bardzo mocnego tempa aktywności operacyjnej
- CapEx ma wynieść 5–6% przychodów w 2026, a w programie na 2026–2028 ok. 20% nakładów przypada na infrastrukturę manufacturing/R&D, ok. 50% na replacement equipment i ok. 30% na dodatkową capacity
- Nowa infrastruktura ma umożliwić w długim terminie wzrost przychodów o ~1/3 i zapewnić przestrzeń rozwojową na 5–10 lat,
- Zarząd świadomie ogranicza ryzyko przeinwestowania w data center, ponieważ sumowane plany klientów przewyższają według spółki realistyczny rozmiar całego rynku, dlatego capacity requests nie są traktowane jak wiążące zamówienia

USDm	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	Y/Y	H/H	FY25	LTM
Revenues	505.5	517.0	608.0	655.1	737.3	21%	13%	1,263	1,392
High Speed	119.7	129.3	149.2	184.3	208.9	40%	13%	334	393
Medium & Low Speed	385.8	387.7	458.8	470.8	528.5	15%	12%	930	999
Asia, Middle East & Africa	217.8	221.4	263.4	281.4	331.4	26%	18%	545	613
Japan	36.6	37.4	44.6	46.7	40.7	-9%	-13%	91	87
China	58.5	46.7	76.9	87.2	110.1	43%	26%	164	197
Americas	119.5	113.3	124.7	153.3	160.5	29%	5%	278	314
USA	84.8	80.1	91.9	121.6	129.5	41%	7%	213	251
Europe	168.3	182.3	219.9	220.5	245.5	12%	11%	440	466
Gross profit	231.3	239.9	265.3	287.7	326.8	23%	14%	553	615
Operational EBITA	128.2	133.7	154.9	166.1	189.7	22%	14%	321	356
High Speed	31.1	31.7	38.7	42.9	54.8	42%	28%	82	98
Medium & Low Speed	97.1	102.0	116.2	123.2	134.9	16%	9%	239	258
Net profit	88.6	90.8	114.7	129.0	150.8	31%	17%	244	280
Operating cash flow	42.5	173.6	105.9	166.8	119.0	12%	-29%	273	286
Capex	-12.0	-85.2	-25.3	-37.7	-30.9	-	-	-63	-69
Free cash flow	30.5	147.2	80.6	133.7	88.1	9%	-34%	214	222
Gross margin	45.8%	46.4%	43.6%	43.9%	44.3%	0.7%	0.4%	43.8%	44.1%
Operational EBITA margin	25.4%	25.9%	25.5%	25.4%	25.7%	0.3%	0.4%	25.4%	25.6%
Net profit margin	17.5%	17.6%	18.9%	19.7%	20.5%	1.6%	0.8%	19.3%	20.1%

Source: Company, Trigon

SYSTEMAIR / HVAC**Wyniki 1Q26/27:**

Marże zbliżają się do celu mimo słabych rynków.

#Sytuacja rynkowa

- Rynek pozostaje mieszany i miejscami słaby, lecz zarząd widzi coraz więcej wczesnych sygnałów poprawy, ponieważ architekci i konsultanci na niektórych dotychczas bardzo słabych rynkach zaczynają bardziej konkretnie pracować nad nowymi projektami
- Wszystkie regiony osiągnęły organiczny wzrost, w tym Nordics +8%, Western Europe +3%, Eastern Europe +11%, North America +15% oraz Middle East/Asia/Australia/Africa +4%, przy szczególnie mocnej Polsce, Czechach, Szwecji i Ameryce Płn.
- Niemcy pozostają relatywnie słabym i zmiennym rynkiem bez widocznego przełomu trendu, ale zarząd nie obserwuje pogorszenia perspektyw
- W Zatoce aktywność handlowa trwa i spółka nadal zdobywa zamówienia, a lokalna produkcja w Arabii Saudyjskiej daje przewagę dzięki statusowi Made in Saudi, natomiast największym problemem są zakłócenia shippingu i dostaw komponentów
- Data center pozostają małym biznesem, mimo nowego zamówienia w Finlandii za ok. 60mln SEK, a spółka nie planuje strategicznego wejścia w specjalistyczne technologie takie jak liquid cooling i zamierza pozostać przy szerokim portfolio ventilation

#Koszty i marże

- Marża brutto wzrosła lekko do 36,5% mimo wzrostu cen komponentów i frachtu, co pokazuje skuteczność działań cenowych
- Spółka wdrożyła podwyżki od 1 czerwca, lecz pełny wpływ pojawia się z opóźnieniem zależnym od kontraktów i produktów, koszty inputów w dalszym ciągu się zmieniają
- Aluminium i miedź pozostają bardzo zmienne cenowo, a sytuacja komponentowa wymaga okresowego przeplanowania produkcji
- Największym konkretnym problemem są wydłużone lead time'y niektórych kluczowych komponentów, w tym wentylatorów, dlatego spółka podniosła poziom zapasów i nie wyklucza utrzymania podwyższonego poziomu przez kolejne kwartały

#Outlook/guidance

- Zarząd uważa osiągnięcie 10% adj. EBIT margin za realne
- Q2 jest sezonowo jednym z najmocniejszych kwartałów, dlatego zarząd wskazuje go jako istotny test utrzymania obecnej poprawy marży i wzrostu

SEKm	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	Y/Y	Q/Q	FY26	LTM
Revenue	3,094	3,271	2,862	3,276	3,281	6%	0%	12,503	12,690
organic	5.7%	8.2%	1.0%	9.6%	6.0%	0%	-4%		
Nordic Region	437	585	495	538	480	10%	-11%	2,054	2,097
Western Europe	1,419	1,430	1,274	1,463	1,455	3%	-1%	5,586	5,622
Eastern Europe & CIS	392	414	369	388	437	12%	13%	1,562	1,607
North America	380	357	300	364	432	14%	19%	1,401	1,452
Middle East, Asia, Others	466	486	425	523	477	2%	-9%	1,901	1,912
Gross profit	1,127	1,235	1,039	1,188	1,197	6%	1%	4,589	4,659
SG&A	-843	-831	-858	-953	-894	6%	-6%	-3,485	-3,536
EBIT	268	390	224	252	311	16%	24%	1,134	1,177
Net financial items	-3	-37	-34	-4	-5	85%	19%	-78	-81
Net profit	192	265	131	173	228	19%	32%	761	797
EPS (diluted)	0.92	1.28	0.63	0.84	1.10	20%	31%	3.67	3.85
Net debt	802	1,141	822	866	1,083	35%	25%		
NWC	2,789	2,824	2,546	2,791	3,044	9%	9%		
Operating cash flow	218	328	419	196	183	-16%	-7%	1,161	1,126
Investing cash flow	-110	-321	-93	-145	-348	217%	140%	-668	-907
Gross margin	36.4%	37.7%	36.3%	36.3%	36.5%	0.1%	0.2%	36.7%	36.7%
EBIT margin	8.7%	11.9%	7.8%	7.7%	9.5%	0.8%	1.8%	9.1%	9.3%
Net margin	6.2%	8.1%	4.6%	5.3%	6.9%	0.7%	1.7%	6.1%	6.3%
P/E(x)	27.5	26.5	26.4	24.0	22.9				

Source: Company, Trigon

RYNEK SPACE / OHB**ESA podpisała pierwsze kontrakty w ramach European Launcher Challenge**

- ESA podpisała pierwsze kontrakty ELC z Rocket Factory Augsburg, Isar Aerospace i PLD Space; umowa z MaiaSpace jest finalizowana;
- RFA otrzymała kontrakt wartości 186,9 mln EUR, Isar Aerospace 197,8 mln EUR, a PLD Space 158,9 mln EUR;
- Finansowanie będzie uwalniane wraz z realizacją kolejnych kamieni milowych; warunkiem programu jest osiągnięcie orbity przez dostawcę przed 2028 r.;
- RFA rozwija raketę RFA One, obecnie projektowaną do wynoszenia do 500 kg na orbitę SSO z kosmodromu SaxaVord w Wielkiej Brytanii;
- Kontrakt RFA potrwa do połowy 2029 r. i obejmuje rozwój RFA ONE Block 2, infrastruktury naziemnej oraz przygotowanie skalowalnej produkcji seryjnej;
- OHB jest strategicznym inwestorem RFA, kontrakt wspiera industrializację i dojrzewanie technologiczne systemu oraz budowę zdolności do regularnych europejskich startów;
- ELC ma zwiększyć liczbę europejskich operatorów raketowych, wzmocnić konkurencję oraz ograniczyć ryzyko związane z dostępem Europy do przestrzeni kosmicznej.

GRUPA WB / RYNEK DEFENCE

WB zwiększa produkcję bezzałogowców, rozwija Gladius 2 i TOPAZ - briefing prasowy

- Grupa WB produkuje obecnie 25 kompletnych platform bezzałogowych dziennie, zakłady pracują w systemie odpowiadającym ok. 1,5 zmiany;
- Skala produkcji i eksportu FlyEye jest znacząco większa niż dostawy dla Wojska Polskiego, nowe platformy są już przygotowywane do produkcji seryjnej;
- Na MSPO spółka ma pokać Gladius 2, system uderzeniowy o obniżonej wykrywalności, większej prędkości i zasięgu szacowanym na kilkaset kilometrów;
- Gladius 2 będzie kompatybilny z obecnymi wyrzutniami i TOPAZ-em, efektory zamówiono w ramach kontraktu SAFE na 12 modułów wartości 9,3 mld PLN;
- Według WB kompletne systemy rozpoznawczo-uderzeniowe zastępują podejście oparte na zakupie pojedynczych dronów, Gladius umożliwia rażenie celów na dystansie >150 km ;
- WB deklaruje pełną kontrolę IP nad systemami dostarczonymi w SAFE, udział komponentów spoza Europy wynosi jedynie kilka procent;
- Spółka chce wykorzystywać TOPAZ jako narzędzie ekspansji zagranicznej, integrując własny system dowodzenia z efektorami partnerów, m.in. Hanwha Aerospace;
- Modernizowany Warmate 3 otrzymał większą głowicę, zasięg i precyzję oraz może współdziałać z FlyEye, Warmate 5 i innymi platformami WB;
- WB rozwija z wojskiem projekt Force Protection do ochrony m.in. artylerii przed dronami, nie planuje natomiast wejścia w masową produkcję prostych FPV;
- Strategia WB zakłada koncentrację na bardziej zaawansowanych, odpornych na zakłócenia systemach oraz budowie własnego łańcucha technologicznego zamiast zależności od chińskich komponentów;
- Na MSPO Grupa ma zaprezentować co najmniej osiem nowych systemów, w tym Gladius 2, morski Stormrider 550 oraz kolejne platformy powietrzne i lądowe.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

DOM DEVELOPMENT (DOM PW; HOLD; TP PLN 300)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [neutralne]

#Sprzedaż / bank ziemi

- Średnia wartość sprzedanego lokalu w 1H26 wyniosła 843 tys. PLN, +2% r./r. 23% sprzedanych w tym okresie lokali miało wartość >1mln PLN.
- Oferta na koniec czerwca wyniosła 4,694 lokali, +24 r./r., z czego w Warszawie 2,207 lokali, +66% r./r., a w Trójmieście 1,259, +21% r./r. Największe spadki odnotował Wrocław (-18% r./r.). Lokale gotowe stanowiły ok. 5% oferty.
- W 2Q26 do realizacji wprowadzono w Warszawie: 392 lokale w projekcie Osiedle Wilno, 353 w Mokotów Sportowy, 308 w Metro Wilanowska, 167 w Mysłiborska Park oraz 105 Osiedle Urbino; We Wrocławiu: 134 lokale Osiedle Międzyzłeska, 68 Apartamenty Kamieńskiego, 45 Wille Biskupin; w Trójmieście: 132 lokale Osiedle Orzechowa, 99 lokale Gdańskie Zacisze, 97 Osiedle Warszawska, 90 Wzgórze Markowca, 66 Osiedle przy błoniach, 56 Osiedle Synteza.
- Prezes wskazuje, że mocny wzrost oferty jest efektem dalszego udoskonalenia modelu biznesowego i coraz większego komfortu współpracy z lokalną administracją, szczególnie w Warszawie i Trójmieście.
- Obecny poziom oferty, zdaniem Zarządu, pozwala na przekroczenie 5 tys. lokali rocznej sprzedaży.
- Na koniec czerwca Grupa posiadała 9,402 lokali w realizacji (+17% kw./kw.). 53% z tej puli jest już sprzedane.
- Bank ziemi na koniec czerwca wynosił 17,844 (-12% kw./kw.), z czego 3,217 stanowiły grunty kontrolowane. W Poznaniu Grupa zabezpieczyła nieruchomości o potencjale 228 lokali.
- Nawis mieszkań do wydania wynosił na koniec czerwca 4.4mld PLN (5,606 lokali) vs. 4.0mld PLN (5,088 lokali) na koniec marca.
- Zarząd wskazuje, że ubiegłoroczne poziomy marży brutto (+34-35%) było jednorazową sytuacją i obecnie Grupa koncentruje się na utrzymywaniu marży brutto powyżej 30%.

#Outlook

- Sprzedaż w 3Q26E powinna przekroczyć 1 tys. lokali, lipiec i sierpień sprzedażowo „były bardzo dobre”.
- W FY26E potencjał przekazania wynosi ok. 4.9 tys. lokali.
- Marża brutto w FY26E powinna utrzymać się powyżej 30%.
- Na „najbardziej atrakcyjnych” projektach w swojej ofercie Grupa dostrzega przestrzeń do podwyżek cen.
- W perspektywie najbliższych kwartałów mieszkania o wartości >1mln PLN mogą stanowić >25% kontraktacji.
- Zarząd nie dostrzega obecnie opóźniania decyzji zakupowych przez klientów, w przypadku kolejnych etapów projektów wieloetapowych gros lokali sprzedaje się na etapie „dziury w ziemi”. Niemniej, na rynku pierwotnym widać rosnącą liczbę mieszkań gotowych, co wynika ze słabszych projektów czy też layoutu widocznych w projektach konkurencji.
- Wprowadzenia do oferty w drugiej części roku będzie zależeć od sprzedaży, jeżeli sprzedaż będzie wyglądać równie dobrze jak w pierwszej połowie roku, Grupa nie planuje ograniczać skalowania oferty. Potencjał wprowadzeń do oferty w 2H26E wynosi ok. 2.3 tys. lokali.
- W samym 2Q26 Grupa przeznaczyła na zakupy gruntów ok. 600mln PLN, w całym roku wydatki powinny być wyższe r./r. (w FY25 ponad 800mln PLN).
- Po widocznym wzroście kosztów materiałów w ostatnich miesiącach (ok. 150-200PLN/m2), obecnie koszty wykonawstwa ustabilizowały się.
- W końcówce 4Q26E Grupa planuje uruchomić sprzedaż pierwszego projektu w Poznaniu.
- W perspektywie 4 lat Grupa na rynku Poznańskim planuje sprzedawać rocznie 400-440 mieszkań. Docelowy bank ziemi na nowym rynku powinien wynosić ok. 800-900 lokali.

ERBUD (ERB PW; HOLD; TP PLN 25)

Zawarcie umowy na budowę zespołu budynków mieszkalnych w Poznaniu za kwotę 158,9mln PLN netto

- Termin realizacji umowy wyznaczono na okres 24 miesięcy od dnia zawarcia umowy.

BIOTECH

SYNEKTIK (SNT PW; HOLD; TP PLN 398)

Zawarcie umowy w ramach projektu e-Zdrowie KPO

- Umowa dotyczy dostawy, wdrożenia oraz utrzymania modeli sztucznej inteligencji (SI) do wykrywania zmian patologicznych w badaniach RTG klatki piersiowej, analizujących dane obrazowe (DICOM) i dostarczających wyniki działania wraz z integracją z Platformą Usług Inteligentnych (PUI), a także przeprowadzenia szkoleń stanowiskowych wraz ze wsparciem użytkowników w zakresie możliwości wykorzystania dostarczanych modeli SI, w ramach części zamówienia nr V projektu e-Zdrowie KPO;
- Maksymalna wartość umowy wynosi 13,2mln PLN netto.

MABION (MAB PW; Under Review)

Zarząd podjął uchwałę w sprawie emisji łącznie 2,56 mln akcji seerii W i Y

- Akcje zostaną zaofertowane firmie Twiti Investments Limited oraz ACRX Investments Limited;
- Cena emisyjna akcji serii W została ustalona na 6,72 PLN za papier, a akcji serii Y na 6,57 PLN za papier.

OTHER INFORMATION

BETACOM: Rekomendacja zarządu w sprawie przeznaczenia zysku netto za rok obrotowy 2025/26 na kapitał zapasowy

INSIDER TRADING

MBANK

Prezes zarządu sprzedał 1,8 tys. akcji @ 1371,53 PLN.

NEUCA

Wiceprezes zarządu sprzedał 1,6 tys. akcji @ 800 PLN.

EQUUNICO SE

DKW Polska OU, podmiot związany z prezesem zarządu, kupił 4,5 tys. akcji @ 1,51 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 1,4 tys. akcji @ 5,35 PLN.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

SCANWAY

Zmniejszenie zaangażowania przez Norges Bank z 5,24% do 4,67% kapitału zakładowego i głosów.

BLOCK TRADES

INTERBUD-LUBLIN

Wolumen: 80 tys. @ 1,80
% kapitału: 0,71

MEDICALGORITHMICS

Wolumen: 21,2 tys. @ 18,00
% kapitału: 0,21

NEUCA

Wolumen: 7 tys. @ 750,00
% kapitału: 0,15

ORLEN

Wolumen: 28 tys. @ 147,38
% kapitału: 0,00

TORPOL

Wolumen: 9,1 tys. @ 69,90
% kapitału: 0,04

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

BETACOM: Zwołanie ZWZA na dzień 23 września 2026 roku w sprawie przeznaczenia zysku netto w kwocie 1,6mln PLN na kapitał zapasowy

OT LOGISTICS: Zwołanie NWZA na dzień 23 września 2026 roku w sprawie zmian w składzie RN

TRITON DEVELOPMENT: Zwołanie NWZA na dzień 24 września 2026 roku w sprawie 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	131.9	20%	17,220	10.4	9.1	8.1	1.3	1.2	1.2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	148.8	22%	22,015	10.5	8.3	7.3	1.1	1.0	1.0	11%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	121.4	2%	49,836	12.7	11.3	10.6	1.9	1.7	1.6	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128.0	120.0	7%	15,679	11.1	11.3	10.4	1.7	1.6	1.5	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	442.2	-5%	57,530	14.1	12.2	10.4	2.8	2.6	2.4	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070	1,063	1%	202,022	12.1	11.3	10.9	1.6	1.6	1.5	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,352.0	-15%	57,525	15.0	12.6	10.8	2.3	2.0	1.8	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	21.0	-14%	25,512	17.3	11.4	10.0	2.1	1.9	1.7	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	198.2	-13%	101,280	14.8	14.0	13.4	3.1	3.0	3.0	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	45,620	13%	12,774	10.5	9.0	8.6	2.0	1.8	1.6	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	253.9	8%	66,641	11.3	10.0	9.1	1.9	1.8	1.7	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	112.3	9%	140,425	12.8	10.6	9.5	2.3	2.1	2.0	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	715.0	3%	73,065	14.0	11.7	10.2	2.1	1.9	1.8	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	410.1	34%	8,015	6.7	6.3	6.0	1.3	1.2	1.0	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	72.7	2%	62,778	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	130.9	7%	316	—	—	14.1	7.1	19.0	5.5	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	154.0	10%	2,695	11.0	12.0	11.9	7.3	7.8	7.5	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17.4	15.6	11%	194	11.0	10.1	8.8	6.0	5.2	4.5	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	44.0	18%	44,831	22.6	17.7	14.9	12.2	10.4	9.0	4%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.1	22%	456	9.5	9.0	8.8	4.4	4.1	3.9	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	10.8	-7%	2,367	34.1	13.1	11.9	5.2	5.1	5.0	1%	1%	3%	80
Answer.com	ANR	Buy	25.5	21.3	20%	406	13.3	10.5	8.9	7.0	6.2	5.4	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	52.2	25%	3,053	7.4	7.1	5.4	7.3	6.7	5.0	5%	10%	13%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	20.5	26%	246	11.6	11.6	8.1	8.0	4.2	3.3	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	137.5	-13%	7,631	12.4	9.7	9.1	8.8	7.3	6.6	1%	4%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	153.1	-1%	36,242	74.7	67.4	57.0	32.4	30.1	26.5	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	88.2	7%	2,947	17.4	16.8	15.2	12.5	11.8	10.9	4%	5%	5%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	241.9	-14%	20,078	24.3	23.3	21.9	—	—	—	5%	5%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	77.0	-3%	3,996	17.7	16.4	14.7	10.2	9.1	8.2	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	56.3	33%	2,436	6.0	6.0	5.8	8.0	7.1	6.8	8%	13%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	33.5	29.5	14%	3,853	14.2	12.0	10.6	9.8	8.4	7.5	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	22.9	—	2,268	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,435.0	8%	17,941	18.3	16.1	14.8	11.5	9.9	8.4	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	80.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	23.6	69%	456	18.6	16.0	3.3	5.7	4.9	1.3	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	711	27%	18,162	24.0	20.2	16.8	14.4	12.0	10.0	5%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	71.1	64%	452	—	11.4	—	—	6.7	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	234.0	36%	23,379	57.0	36.6	8.7	48.5	28.9	5.6	0%	0%	2%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	22.2	75%	1,197	8.6	123.6	40.0	64.2	18.8	13.3	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,308.9	1,387.0	-6%	746,192	23.9	21.3	27.4	8.5	8.0	8.6	3%	3%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.5	-13%	551	—	8.7	7.8	37.1	3.3	3.3	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671.0	524	28%	366	8.4	10.7	28.4	4.7	5.3	9.5	8%	11%	9%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	712.0	38%	2,495	105.8	48.3	32.0	42.5	23.9	15.3	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	18.76	40%	4,187	24.9	21.7	10.9	5.9	5.7	4.5	7%	7%	8%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	96.0	-2%	1,888	23.2	13.8	12.0	12.0	8.3	7.4	4%	5%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	19.1	20%	19,088	17.9	13.4	11.3	10.6	8.6	7.2	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	14.5	45%	7,098	6.5	4.0	3.8	9.3	6.6	6.7	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	190.6	21%	2,919	35.9	20.2	15.7	15.9	11.9	9.5	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	15.9	17%	10,153	16.9	12.3	10.6	6.5	6.0	5.6	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	83.0	27%	969	26.5	21.8	17.2	16.3	13.6	10.6	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.8	7%	5,061	10.7	10.0	9.7	9.5	8.5	8.2	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	168.4	17%	5,685	20.9	19.0	18.0	10.7	9.6	9.0	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	296.4	-12%	1,353	21.2	17.5	15.3	11.4	9.9	8.8	2%	2%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	35.4	13%	34,745	20.5	16.3	13.8	12.5	10.0	8.3	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	245.0	22%	6,321	9.2	8.9	8.2	7.3	7.3	6.3	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.3	33%	2,167	14.8	6.9	4.2	9.2	6.1	4.1	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	22.9	9%	273	—	42.1	13.3	8.5	4.9	4.8	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	19.1	18%	10,139	4.3	4.5	5.5	3.8	4.5	5.2	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	52.1	38%	914	—	14.2	13.1	4.4	4.0	3.9	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review	-	5.5	—	758	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	25.6	17%	71	11.9	9.7	9.0	6.7	5.6	5.1	10%	10%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	40.0	36.4	10%	773	12.5	10.5	9.3	8.3	7.1	6.3	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171.0	13,360.0	-1%	2,489,968	8.6	8.1	6.4	5.9	5.1	3.8	3%	4%	5%	75
GPW	GPW	Sell	78	99	-22%	4,149	17.3	16.2	15.9	14.0	12.8	12.3	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	58	-7%	3,996	15.1	14.2	13.5	10.6	9.8	9.1	5%	5%	6%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.6	18%	1,464	—	96.8	20.5	50.4	25.0	20.5	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	21.1	35%	944	4.2	4.8	5.7	1.9	2.3	2.8	24%	21%	19%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	174.8	-28%	279,403	21.9	20.6	19.5	8.4	8.3	8.0	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	57.7	7%	179,831	25.0	22.8	20.8	13.9	12.7	11.6	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.5	1%	33,651	44.9	36.0	27.4	10.5	9.0	7.8	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	936.0	18%	13,261	12.6	10.8	9.6	9.0	7.8	6.8	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	18.0	22%	11,327	17.1	13.4	12.2	6.1	5.5	5.3	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Sell	23.1	31.9	-28%	3,742	48.2	9.8	5.7	1.9	1.3	0.9	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,241.0	13%	12,236	17.2	15.1	12.3	11.0	10.1	8.9	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	361.6	-10%	72,320	9.4	10.1	11.6	5.5	5.8	6.3	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	20,720.0	23%	38,512	14.3	12.8	11.4	7.3	6.4	5.6	4%	5%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	10.8	46%	3,107	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	146	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	243	12%	3,385	34.8	29.4	25.1	11.2	10.1	9.2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	70.4	1%	736	6.2	8.9	—	4.4	5.7	—	6%	6%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review	-	12.8	—	1,410	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MLP Group	MLG	Buy	120.0	116.0	3%	2,783	10.0	6.7	5.2	11.1	9.3	7.8	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387.7	400.0	-3%	1,405	14.5	13.0	12.6	9.7	8.7	8.2	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	88.3	4%	6,801	25.5	15.7	11.8	7.2	5.8	4.9	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	4,958.0	-9%	3,726	8.6	7.4	6.8	4.3	3.9	3.5	6%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	11.6	6.1	90%	151	3.1	2.9	—	1.4	1.0	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	38.3	37%	1,563	6.2	5.9	5.5	6.7	6.3	5.8	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	133	25%	15,881	26.0	18.6	15.0	6.4	5.6	4.5	3%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	795.0	8%	3,691	17.5	15.6	14.1	9.5	8.5	7.6	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8.2	8.9	-8%	485	33.5	30.0	24.2	9.5	8.0	7.0	3%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	104.6	53%	1,182	12.9	11.6	10.4	8.1	7.5	6.9	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	13.9	17%	18,242	16.5	14.7	12.7	5.2	5.1	4.8	4%	5%	6%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	147.7	6%	171,425	6.3	7.5	8.7	3.4	3.9	4.5	5%	5%	6%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	67.1	17%	1,359	12.9	11.5	9.9	5.6	4.6	4.1	3%	4%	5%	—
PCF Group	PCF	Under Review	-	3.8	—	176	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220.0	151.5	45%	75,750	5.1	4.2	3.9	4.4	4.4	4.9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	8.6	—	215	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	43.0	6%	24,802	16.1	14.5	13.2	7.3	6.7	6.2	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	10.8	11%	24,131	4.3	6.2	6.2	3.6	4.9	4.8	0%	0%	0%	34

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Playway	PLW	Buy	390.0	245.0	59%	1,633	9.7	9.4	8.4	5.9	5.4	4.9	7%	10%	11%	0
Polenergia	PEP	Hold	64.6	53.8	20%	4,154	41.3	39.3	23.9	12.9	12.4	5.6	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	7.8	48%	1,996	12.8	10.8	9.9	5.3	3.7	2.9	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	23.6	55%	140	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195.0	149.0	31%	2,168	9.5	9.6	9.2	6.4	6.3	5.5	5%	5%	5%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,176.2	45%	55,034	35.9	25.2	18.4	19.8	13.9	10.2	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.9	18.4	84%	425	—	14.7	34.3	—	7.0	11.3	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	641.2	17%	348,417	40.9	29.6	23.6	22.5	17.2	13.9	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	137.4	66%	435	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	27.0	45%	510	—	30.5	16.9	11.2	8.2	6.2	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	85.8	17%	1,083	12.8	10.9	10.7	7.6	6.6	6.2	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	337.4	18%	2,878	16.3	14.7	12.7	11.4	9.7	8.2	3%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	8.3	30%	14,620	6.3	6.0	6.3	5.3	5.4	5.7	2%	3%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	102.5	-4%	664	12.1	8.9	8.2	7.8	5.7	5.1	10%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	70.5	21%	1,619	17.3	11.7	7.7	8.9	5.1	2.9	5%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	9.5	26%	703	7.7	7.1	6.4	6.3	5.8	5.2	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	307.3	30%	424,005	5.0	4.6	4.3	4.2	3.7	3.4	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	177.6	-2%	1,394	4.7	14.8	11.4	4.1	6.9	6.0	4%	2%	2%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	128.6	23%	2,858	24.3	18.8	15.2	17.6	13.5	10.8	2%	2%	3%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	133.0	-2%	1,397	16.6	13.6	12.4	8.1	6.5	5.7	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5.5	—	1,285	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	62.0	5%	1,846	10.6	15.9	13.9	6.0	5.4	5.1	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	13.6	-34%	251	16.5	15.4	15.7	4.9	5.1	4.9	4%	0%	5%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	11.0	9%	1,143	—	31.1	13.7	5.2	4.6	4.4	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144.0	182.0	-21%	21,398	13.3	15.6	13.4	9.3	10.6	8.8	2%	6%	5%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	69.1	74%	204	—	33.8	9.4	—	13.7	5.4	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	31.6	8%	31,644	25.0	19.4	15.6	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.