

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

INPOST: Adj. EBITDA za 2Q26 zbliżona do oczekiwań, wynik operacyjny lekko poniżej, obniżona prognoza adj. EBITDA na rok 2026, w 3Q26 oczekiwany płaski wolumen w Polsce [neutralne]

POLIMEX MOSTOSTAL: Wyniki 2Q26: zgodne z oczekiwaniami rynku, FCF na plusie [lekko negatywne]

ARTIFEX MUNDI: Szacunkowe wyniki finansowe za 2Q26

COGNOR: Wyniki 2Q26: wyniki powyżej konsensusu, wyraźna poprawa na marży brutto [lekko pozytywne]

STALPRODUKT: Wyniki 2Q26: mocne wyniki segmentu cynku dzięki rekordowym cenom

FINANCIALS

PZU: KNF stwierdziła brak podstaw do zgłoszenia sprzeciwu wobec planowanego połączenia PZU z Link4

MILLENNIUM: KNF zgodziła się na włączenie przez bank do Tier 1 części skonsolidowanego zysku za 1H26 w kwocie 473.7mln PLN

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN: Rząd wymusi wypłatę wyższej dywidendy? [pozytywne]

MOL: MOL przejmie 43 mln własnych akcji po likwidacji fundacji [pozytywne]

UTILITIES & MINING

RYNEK MIEDZI / KGHM: Spadek produkcji miedzi w 2Q26

KGHM: Oczekiwany spadek podatku od kopalin w 2027 [neutralne]

CONSUMER

ŻABKA GROUP: Rada dyrektorów spółki pozytywnie oceniła wezwanie Alimentation Couche-Tard

NEUCA: Podsumowanie czatu z zarządem po wynikach za 1H26 [neutralne]

LOGISTICS & TRANSPORT

INPOST: Zatwierdzenie przejęcia przez wietnamski urząd ochrony konkurencji

TMT

ASSECO POLAND: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q [neutralne]

DATAWALK: Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q [neutralne]

INDUSTRIALS

SAAB: Saab otrzymał zamówienie za 1,2 mld SEK na systemy RBS 70 NG dla Finlandii

SAAB: Gripen F wykonał pierwszy lot, rozpoczynając powietrzną fazę kampanii testowej

RYNEK DEFENCE / POLSKA: Projekt budżetu na 2027 rok zakłada 198 mld PLN wydatków na obronność, >4,5% PKB

AIRBUS / RYNEK SPACE: Airbus rozważa sprzedaż amerykańskiego biznesu space, koncentrując produkcję satelitów w Europie - FT

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX: PSE wybrały ofertę spółki za najkorzystniejszą w przetargu na rozbudowę stacji Elk Bis wraz z przebudową stacji 220/110 kV Elk

POLIMEX MOSTOSTAL: ARP podpisała listy intencyjne z Orlenem oraz PGE ws. udziału polskich firm w offshore

MIRBUD: Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [neutralne]

GTC: Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26

STRABAG: Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26

WARIMPEX: Spółka ma pozytywne oczekiwania względem 2H26, celem spółki jest osiągnięcie dodatniego wyniku finansowego w '26 – prezes

RYNEK KOLEJOWY: PKP PLK zaprosiła 3 wykonawców do negocjacji w sprawie przejęcia kontraktu na budowę tunelu średnicowego Łódź Fabryczna-Kaliska/Żabieniec

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

INPOST (INPST NA; HOLD; TP EUR 15.6)

Adj. EBITDA za 2Q26 zbliżona do oczekiwań, wynik operacyjny lekko poniżej, obniżona prognoza
adj. EBITDA na rok 2026, w 3Q26 oczekiwany płaski wolumen w Polsce [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Volume	324	351	418	359	381	18%	6%	383	
Poland	181	188	220	188	198	9%	5%	197	
Euro zone	78	84	105	94	101	30%	7%	97	
UK + Ireland	65	80	93	77	82	25%	6%	88	
Revenues	3,533	3,769	4,457	3,862	4,178	18%	8%	4,105	4,104
Poland	1,694	1,741	2,091	1,804	1,909	13%	6%	1,881	
Eurozone	885	996	1,219	1,110	1,221	38%	10%	1,140	
UK + Ireland	954	1,032	1,148	948	1,048	10%	11%	1,084	
adj. EBITDA	1,000	1,055	1,104	902	1,043	4%	16%	1,038	1,013
Poland	834	856	1,034	849	864	4%	2%	886	
margin PL	49.3%	49.2%	49.5%	47.1%	45.3%	-4.0p.p.	-1.8p.p.	47.1%	
Eurozone	145	144	209	150	203	40%	35%	190	
margin Eurozone	16.4%	14.5%	17.1%	13.5%	16.6%	0.2p.p.	3.1p.p.	16.7%	
UK + Ireland	48	88	-99	-49	29	-40%	-	12	
margin UK+Ireland	5.1%	8.5%	-8.7%	-5.2%	2.8%	-2.3p.p.	7.9p.p.	1.1%	
Group cost	-28	-33	-40	-48	-52	-	-	-49	
EBITDA	910	963	1,008	848	981	8%	16%	994	
EBITDAaL	558	584	573	407	514	-8%	26%	524	
EBIT	382	407	358	209	313	-18%	50%	326	326
Net profit	140	171	58	115	96	-32%	-17%	141	139
Net debt	8,415	8,722	9,143	9,875	10,121	20%	2%	9,559	
P/E 12M trailing	33.7	36.9	59.8	68.3	75.2				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	10.5	10.1	10.3	10.6	10.5				
adj. EBITDA margin	28.3%	28.0%	24.8%	23.4%	25.0%				
EBIT margin	10.8%	10.8%	8.0%	5.4%	7.5%				
Net profit margin	4.0%	4.5%	1.3%	3.0%	2.3%				

Source: Trigon, InPost consensus average

#Guidance 2026

- Średni jednocyfrowy wzrost wolumenu w Polsce, wysokie 20% w strefie Euro, niskie 30% w UK (bez zmian);
- Adj. EBITDA spadnie o średni kilka procent (poprzednio płaska r/r);
- Marża w Polsce niskie-średnie 40% (poprzednio średnie 40%);
- Capex 2,1mld PLN (poprzednio 2,4mld PLN)

#Outlook 3Q26

- Płaski wolumen w Polsce;
- Zagranicą wzrost wolumenu o średnie kilka procent (negatywny wpływ regulacji celnych w strefie Euro).

MARKET QUOTES

INDICES	Change (%)			
	Price	1D	1M	1Y
WIG	151,918	0.6%	3%	45%
WIG20	3,994	0.9%	2%	43%
mWIG40	10,665	0.1%	4%	37%
sWIG80	31,549	-0.3%	3%	8%
PX (Prague)	2,807	0.3%	4%	24%
BUX (Budapest)	150,666	0.7%	3%	47%
BET (Bucharest)	35,007	-1.3%	-3%	70%
BIST30 (Istanbul)	16,789	0.2%	10%	35%
DAX	26,570	0.8%	4%	11%
FTSE 100	10,824	0.3%	0%	18%
STOXX Europe 600	655	0.5%	1%	19%
S&P 500	7,712	-0.2%	3%	19%
NASDAQ 100	29,433	-0.7%	4%	26%
Nikkei 225	66,187	0.4%	3%	55%
Shanghai Comp	3,963	-0.1%	3%	3%

BONDS	Change (bps)			
	Rate	1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.4%	6.1	17.4	44.3
PL 10Y bond yield	6.0%	5.6	29.2	44.6
CZ 10Y bond yield	5.1%	3.8	16.0	80.2
HU 10Y bond yield	5.5%	6.0	12.0	-155.0
RO 10Y bond yield	7.0%	3.1	12.7	-36.1
WIBOR 3M	3.8%	0.0	1.0	-98.0
EURIBOR 3M	2.6%	1.6	12.8	52.6

CURRENCIES	Change (%)			
	Rate	1D	1M	1Y
USD/PLN	3.75	-0.1%	0.2%	3%
EUR/PLN	4.34	0.0%	0.8%	1.8%
EUR/USD	1.16	0.0%	0.5%	-1.0%
GBP/PLN	5.07	0.0%	-0.7%	-2.9%
CZK/PLN	0.18	0.0%	-1.1%	-3.0%
HUF/PLN	0.012	0.1%	-0.6%	-9.3%
RON/PLN	0.83	0.0%	-0.6%	1.7%
CNY/PLN	0.56	-0.1%	-0.7%	-8.6%

COMMODITIES	Change (%)			
	Price	1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,446	-1.1%	10%	28%
Silver (USD/toz)	66.6	0%	16%	64%
Copper (USD/t)	14,294	0.1%	4%	46%
Zinc (USD/t)	3,883	0.0%	9%	40%
Molybdenum (USD/lb)	33.5	-0.2%	4%	32%
Iron ore (USD/t)	96	0.0%	-2%	-6%
HCC (USD/t)	237	-0.6%	6%	12%
HRC EU (EUR/t)	710	0.0%	1%	25%
Brent crude oil (USD/bbl.)	91.0	3.2%	1%	34%
CO2 (EUR/t)	82.7	0.4%	1%	12%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	66.2	-3%	18%	109%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	115	2.3%	6%	37%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	510	0.5%	8%	22%
Shanghai Freight Index	3,510	2.9%	15%	148%

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

Wyniki 2Q26: zgodne z oczekiwaniami rynku, FCF na plusie [lekko negatywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	1,036	1,097	1,122	861	1,004	-3%	17%	1,062	980
Production	220	211	196	203	202	-8%	-1%		
Industrials	193	157	175	141	165	-15%	17%		
Energy	321	371	325	236	298	-7%	26%		
Oil&Gas	376	421	482	337	400	6%	19%		
Infrastructure	133	123	147	58	96	-28%	65%		
Gross profit	100.8	79.3	80.8	70.1	91.1	-10%	30%	96	
EBITDA	77.9	58.1	55.2	45.4	65.7	-16%	45%	74.1	63.7
EBIT	64.8	44.7	39.2	30.6	50.7	-22%	66%	59.6	48.7
Production	11.8	8.0	4.3	-0.6	4.1	-65%	-		
Industrials	7.7	6.8	-24.7	-0.7	-7.8	-	-		
Energy	28.6	16.1	10.4	18.1	27.1	-5%	50%		
Oil&Gas	34.3	29.9	42.9	24.6	32.3	-6%	31%		
Infrastructure	0.8	-7.6	10.7	0.5	4.9	+	818%		
Net profit	49.4	35.4	22.0	19.9	39.8	-20%	99%	48.3	41.4
Gross Margin	9.7%	7.2%	7.2%	8.1%	9.1%	-0.7pp	0.9pp	9.0%	
Backlog	6,593	7,870	10,070	9,400	8,660	31%	-8%		
OCF	265	64	88	-131	78	-70%	-		
NWC	206	-82	26	-193	11	-94%	-		
FCF	237	52	72	-150	27	-89%	-		
Net Debt	-571	-637	-693	-547	-582				
P/E12M trailing	-	32.5	14.6	15.5	16.9				
EV/EBITDA 12M trailing	-	9.1	5.2	6.0	6.2				
EBITDA margin	7.5%	5.3%	4.9%	5.3%	6.5%	-1.0pp	1.3pp	7.0%	6.5%
EBIT margin	6.3%	4.1%	3.5%	3.5%	5.0%	-1.2pp	1.5pp	5.6%	5.0%
Net profit margin	4.8%	3.2%	2.0%	2.3%	4.0%	-0.8pp	1.6pp	4.5%	4.2%

Source: Company, Trigon

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

Szacunkowe wyniki finansowe za 2Q26

- Przychody ze sprzedaży 19,4mln PLN, -26% r/r;
- Zysk operacyjny 4,99mln PLN, -7% r/r;
- Zysk brutto 4,8mln PLN, -22% r/r;
- Zysk netto 4,4mln PLN, -22% r/r.

COGNOR

Wyniki 2Q26: wyniki powyżej konsensusu, wyraźna poprawa na marży brutto [lekko pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	cons
Revenues	595	496	446	591	650	9%	10%	688	680
Gross profit	35	11	-24	37	63	79%	68%	68	
Selling costs	30	27	23	31	36	19%	16%	37	
G&A costs	22	24	19	18	21	-4%	14%	23	
Other operating items, net	24	20	-5	24	25	3%	6%	20	
EBITDA	21	-5	-56	32	51	136%	59%	50	35
adj. EBITDA	-3	-25	-50	8	26	-	211%	30	
EBIT	8	-19	-71	12	31	307%	160%	29	21
Net financial costs	-21	-15	-15	-14	-21	-	-	-16	
EBT	-13	-34	-86	-2	10	-	-	13	
Net profit	-11	-25	-75	-1	6	-	-	11	5
Gross Margin	5.9%	2.2%	-5.3%	6.3%	9.6%	3.8pp	3.3pp	9.9%	
EBITDA margin	3.6%	-1.0%	-12%	5.4%	7.8%	4.2pp	2.4pp	7.3%	5.1%
EBIT margin	1.3%	-3.9%	-16%	2.0%	4.8%	3.5pp	2.8pp	4.3%	3.1%
Net profit margin	-1.9%	-5.0%	-17%	-0.2%	1.0%	2.9pp	1.2pp	1.5%	0.8%
OCF	-29	65	-5	-95	39	-	-	29	
Net debt	833	812	698	817	827	-1%	1%	877	
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	-	2130.8	-	-	100.9				

Source: Company, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2186	2452.9	2472.0	2465.1	88%
WIG20	1776.1	2026.4	2083.9	2052.7	85%
WIG40	335.3	343.4	339.1	338.2	99%
sWIG80	52.4	51.0	55.6	63.7	94%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ZAB	327	XTB	69.3	TOA	5.5
DNP	198.8	ACP	32.7	ELT	3.1
PKO	182.6	ASB	27.0	EUR	3.0
ALE	164.7	BFT	20.9	ATR	2.2
KGH	153.2	TPE	14.9	UNT	1.8
PKN	96.7	MDV	14.7	COG	1.7
PEO	95.1	ATT	11.3	DIG	1.6
CDR	70.4	SNT	9.3	BMC	1.6
PZU	52.0	MIL	7.8	TOR	1.5
PCO	34.7	APR	7.4	SCW	1.5

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ZAB	206%	MBR	295%	TOA	934%
KRU	172%	HUG	289%	ATR	368%
DNP	120%	DVL	181%	ARL	347%
ALE	95%	EUR	169%	AGO	330%
PKO	75%	NEU	162%	HUG	289%
BDX	73%	ATT	159%	ABS	220%
CDR	72%	APR	148%	ERB	200%
PEO	72%	SLV	134%	ELT	179%
PCO	70%	GPP	132%	UNT	176%
PGE	70%	CAR	128%	EUR	169%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
ALE	45	3.0%	MDV	87	-1%
LPP	21,000	1.4%	KRU	406	-1.0%
PGE	11	1.3%	BDX	704	-1.0%
PZU	74	1.2%	ZAB	32	-0.1%
CDR	237	1.1%	KGH	362	0.1%
Best			mWIG40		
CAR	975.0	4.2%	ACP	235.5	-3%
WPL	63.5	2.4%	MBR	390.0	-2.5%
RBW	152.0	2.0%	EUR	5.3	-2.2%
GPP	58.9	1.6%	EAT	10.6	-1.5%
ENA	19.4	1.5%	MDV	87.0	-1.5%
Best			sWIG80		
TOA	10.5	10.5%	ATR	56.3	-7%
CRJ	538.0	2.7%	ANR	20.5	-3.8%
VGO	482.0	2.6%	CRQ	218.0	-3.2%
ELT	70.4	2.2%	DAT	120.6	-2.7%
ZRE	9.0	1.9%	EUR	5.3	-2.2%

kt	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E
Billets: Production	148	123	112	179	191	29%	7%	183
Billets: Internal use	139	119	98	155	162	16%	4%	160
Billets: Sales external	18	17	9	24	26	46%	10%	23
Final prod.: Production	123	115	106	140	152	23%	8%	143
Final prod.: Sales external	131	105	100	130	129	-2%	-1%	143
TOTAL (billets+final)	149	122	109	154	155	4%	1%	165

Source: Company, Trigon DM

STALPRODUKT

Wyniki 2Q26: mocne wyniki segmentu cynku dzięki rekordowym cenom

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q
Revenues	952	890	863	889	1,020	7%	15%
- GOES	255	168	146	142	171	-33%	21%
- Steel profiles	156	145	142	128	155	-1%	21%
- Zinc	451	495	500	551	590	31%	7%
- Others	89	82	76	68	104	16%	54%
Gross profit	75	47	49	37	73	-3%	98%
GP after selling costs	54	28	31	20	52	-4%	164%
- GOES	50	3	4	-21	-12	-	-
- Steel profiles	6	1	2	6	6	1%	10%
- Zinc	-16	13	19	28	46	-	62%
- Others	13	11	6	7	13	-7%	90%
Other operating items, net	-6	0	0	6	-8	-	-
EBITDA	46	24	24	24	42	-10%	71%
EBIT	2	-21	-22	-22	-5	-	-
Net financial costs	-1	13	1	3	7	-	148%
EBT	1	-8	-20	-19	2	112%	-
Net profit	-7	-8	-18	-25	-1	-	-
Gross margin	7.9%	5.3%	5.6%	4.2%	7.2%	-0.7%	3.0%
EBITDA margin	4.9%	2.7%	2.8%	2.7%	4.1%	-0.8%	1.4%
EBIT margin	0.2%	-2.4%	-2.5%	-2.4%	-0.5%	-0.7%	2.0%
Net profit margin	-0.7%	-0.9%	-2.1%	-2.8%	-0.1%	0.6%	2.6%
OCF	113	2	105	-97	69	-39%	-
Net debt	-816	-761	-777	-622	-613	-	-
P/E 12M trailing	44.3	341.7	-52.5	-20.7	-22.9		
EV/EBITDA 12M trailing	1.7	2.1	3.6	4.8	5.1		

Source: Company, Trigon

FINANCIALS

PZU (PZU PW; HOLD; TP PLN 74)

KNF stwierdziła brak podstaw do zgłoszenia sprzeciwu wobec planowanego połączenia PZU z Link4

MILLENNIUM (MIL PW; SELL; TP PLN 18)

KNF zgodziła się na włączenie przez bank do Tier 1 części skonsolidowanego zysku za 1H26 w kwocie 473.7mln PLN

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)

Rząd wymusi wypłatę wyższej dywidendy? [pozytywne]

- MAP spodziewa się zdecydowanie większych wpływów z dywidend ze spółek Skarbu Państwa w przyszłym roku ([LINK](#)) - Balczun
- Minister finansów Andrzej Domański powiedział, że zawsze przychylnym okiem patrzy na działania MAP związane z wyższym poziomem dywidend. „Chcieliśmy, aby te nadwyżkowe zyski, które są generowane przez spółki z sektora paliwowego, trafiły z powrotem de facto do kieszeni Polaków. To z uwagi na weto prezydenta się nie udało, ale dyskutujemy o innych formach, w tym również potencjalnie wyższym poziomie dywidend"
- „Nie mogę doczekać się chociażby wyników Orlenu za 3Q” – Domański

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

MOL przejmie 43 mln własnych akcji po likwidacji fundacji [pozytywne]

- MOL zawarł porozumienie z państwem węgierskim dotyczące likwidacji MOL-New Europe Foundation.
- Do Grupy MOL trafi 42.98 mln akcji MOL serii A należących dotychczas do fundacji oraz ok. 40 mld HUF (129 mln USD) płynnych aktywów finansowych (gotówka i obligacje).
- W zamian MOL zobowiązał się przeznaczać przez kolejne 3 lata co najmniej 10 mld HUF rocznie na cele społeczne realizowane dotychczas przez fundację.

UTILITES & MINING

RYNEK MIEDZI/KGHM (KGH PW; HOLD; TP PLN 325.7)

Spadek produkcji miedzi w 2Q26

6 największych producentów miedzi zaraportowało w 2Q26 spadek wolumenów r/r. Największe spadki zanotowały Freeport (-18.4%) i Codelco (-13.5%). Powodem są narastające wyzwania operacyjne i środowiskowe w sektorze.

BENCHMARK

Copper Production

Q2 2026 Copper Production (tonnes) by 25 Major Producers



Source: Benchmark Copper Service, Company Reporting

benchmarkminerals.com

KGHM (KGH PW; HOLD; TP PLN 325.7)

Oczekiwany spadek podatku od kopalni w 2027 [neutralne]

Wpływy do budżetu państwa z podatku od kopalni w 2027 r. spadną do 6.6 mld PLN z 8.0 mld PLN prognozowanego wpływu w tym roku - podano w uzasadnieniu do projektu ustawy budżetowej na 2027r.

CONSUMER

ŻABKA GROUP (ZAB PW; HOLD; TP PLN 34)

Rada dyrektorów spółki pozytywnie oceniła wezwanie Alimentation Couche-Tard

- Zdaniem Rady cena w wezwaniu odzwierciedla wartość godziwą spółki.

NEUCA (NEU PW; HOLD; TP PLN 860)

Podsumowanie czatu z zarządem po wynikach za 1H26 [neutralne]

#Hurt / rynek farmaceutyczny

- Solidny wynik hurtu w 2Q (+45% r/r EBIT przy +8% sprzedaży) zarząd wiąże z poprawą efektywności kosztowej, w mniejszym stopniu ze stabilizacją udziałów w aptekach niezależnych oraz ze wzrostem udziałów w aptekach sieciowych;
- Spółka traktuje normalizację dynamiki wynagrodzeń po okresie wysokich wzrostów płacy minimalnej w latach 2023–25 jako czynnik strukturalnie wspierający marżę, a nie jednorazowe wsparcie;
- Ewentualne zmiany w systemie recept i ograniczenie programu darmowych leków mogą pogorszyć miks sprzedaży poprzez przesunięcie w stronę tańszych zamienników, ale zarząd nie oczekuje istotnego spadku liczby sprzedawanych opakowań ani materialnego wpływu na cały rynek;
- Liberalizacja zakazu reklamy aptek może być korzystna dla modelu Świata Zdrowia – NEUCA chce wykorzystać wspólną markę, kampanie marketingowe, promocję usług farmaceutycznych i kanałów cyfrowych, pozostając jednocześnie przy strategii wspierania niezależnych aptek zamiast budowania własnej sieci;
- Spółka kontynuuje konsolidację Global Pharma, EWA i Synoptis oraz modernizację parku maszynowego, pierwsze efekty mają być widoczne w 2027, natomiast pełny proces konsolidacji segmentu będzie rozłożony do 2029, zarząd nadal chce zwiększać udział własnej produkcji dla marek Apteo/Świat Zdrowia, ograniczając wpływ marży poza grupę;

#Opieka medyczna

- Spółka nie widzi obecnie istotnego ryzyka kosztowego związanego z potencjalnymi regulacjami wynagrodzeń lekarzy, wskazując na elastyczne modele współpracy i możliwość dostosowywania kosztów personelu do popytu;

#Badania kliniczne / Humaneva

- Globalny rynek CRO wykazuje oznaki odbudowy, a backlog SMO rośnie ok. 30% r/r, zarząd widzi szczególnie duży potencjał skalowania biznesu w badaniach wczesnych faz i onkologii;
- Odpis 7,5mln PLN i anulacja projektu CRO o wartości 16,8mln USD dotyczą tego samego klienta, który nie pozyskał finansowania na kolejną fazę projektu, ryzyko finansowania małych biotechów pozostaje elementem modelu CRO;
- Przejęty, turecki Atlas Research powinien w okresie kwiecień–grudzień dołożyć ok. 1mln EUR EBIT;
- Zintegrowany model CRO–SMO zaczyna budować pipeline – do końca lipca NEU złożyła oferty o wartości 37mln PLN i pozyskała pierwszy kontrakt w tym modelu;
- Zarząd zamierza rozwijać model end-to-end Humaneva Oncology, który powinien zwiększać marżowość poprzez zatrzymywanie wewnątrz Grupy części przychodów pass-through kierowanych wcześniej do zewnętrznych ośrodków;

#Outlook

- Zarząd podtrzymuje oczekiwanie wzrostu rynku hurtowego w 2026 w przedziale 5–6%, chociaż lipiec (+3,5% r/r) i sierpień były słabsze od oczekiwań, kluczowy będzie sezon wrzesień–grudzień, dla którego NEU zakłada wzrost powyżej 6% r/r;
- Zarząd w 2H guiduje sezonowe spowolnienie dynamiki wyników operatora medycznego i ubezpieczeń – sezon infekcyjny zwiększa liczbę wizyt i koszty, szczególnie w POZ, bez proporcjonalnego wzrostu przychodów;
- Dodatkowym ryzykiem dla operatora medycznego pozostaje bardziej restrykcyjne podejście NFZ do finansowania nadwykonań;
- W badaniach klinicznych zarząd nie zakłada powrotu do strat z poprzednich lat w tym roku, ale na 2H guiduje raczej okolice progu rentowności niż trwale dodatnie wyniki ze względu na dalsze koszty rozbudowy sieci i infrastruktury komercyjnej;
- Słabszy r/r OCF wynikał przede wszystkim z utrzymywania podwyższonych zapasów do końca 1H, w 2H CAPEX powinien być zbliżony do 1H;

LOGISTICS & TRANSPORT

INPOST (INPST NA; HOLD; TP EUR 15.6)

Zatwierdzenie przejścia przez wietnamski urząd ochrony konkurencji

- Zgoda z Wietnamu była ostatnią potrzebną do zatwierdzenia przez regulatorów oferty przejścia;
- Zapisy w wezwaniu przyjmowane będą do godz. 17:40 18 września.

TMT

ASSECO POLAND (ACP PW; HOLD; TP PLN 208)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q [neutralne]****#Finanse 2Q26**

- Mocne wyniki w segmencie public nie tylko w Polsce, ale też w obszarze International i w Izraelu;
- Opodatkowanie dywidendy z Sapiensa 19% z 51mln USD obciążyło wynik segmentu Asseco Poland;
- Zmiany regulacyjne w bankowości wspierały wynik na rynkach europejskich (aktualizacja oprogramowania, w tym duży pozytywny wpływ w ASEE);
- W ujęciu proporcjonalnym wzrost EBIT non-IFRS z 418mln PLN do 597mln PLN w 1H, w tym 165mln PLN wzrostu dzięki kontrybucji organicznej, 11mln PLN z akwizycji, 3mln PLN efekt FX;
- Kumulacja wydatków z KPO w drugim kwartale, ale spółka zwiększa też strumień stałych przychodów związany z tymi kontraktami;
- Gotówka netto grupy liczona proporcjonalnie uwzględniając leasing to 1,0mld PLN, bez leasingu 1,3mld PLN, a dodatkowo lokaty długoterminowe to około 200mln PLN;
- Asseco BS skupiło się na budowie powtarzalnych przychodów związanych z KSeF, dlatego nie należy traktować wyższej sprzedaży jako tylko one-offu;
- Nadal brak przełomu jeśli chodzi o projekty w segmencie defense;

#Akwizycje, przejęcie Mc Comp

- Cena nabycia 96,4% udziałów wynosiła 47mln PLN;
- W 2025 roku przychody Mc Comp wyniosły 37mln PLN (+11% r/r), a zysk netto 5,9mln PLN (z 1,2mln PLN);
- Klienci rozwiązań informatycznych Mc Comp to sektory paliwowy (sieci stacji paliw) oraz hospitality (hotele, restauracje, aquaparki, baseny, ośrodki sportowe, centra rekreacyjne i rozrywkowe);
- Z systemów spółki korzysta w Polsce ponad 3,2 tys. obiektów, głównie stacji paliw;
- Dla podmiotów z rynku paliwowego coraz większą rolę oprócz sprzedaży paliw odgrywa gastronomia, oferta convenience, programy lojalnościowe czy płatności mobilne wymagające nowoczesnych systemów IT – oczekiwane synergie z grupą Asseco;
- Asseco zidentyfikowało podobne do Mc Comp podmioty w krajach ościennych i rozpoczyna rozmowy;
- Akwizycja w Portugalii to mała spółka, przychody 2,5mln EUR, ale pozwoli zdywersyfikować biznes z klientami bankowymi o segment ubezpieczeń (m.in. klienci w Angoli);

#Outlook

- Oczekiwany jednocyfrowy wzrost wynagrodzeń, nie ma obecnie sytuacji jak 3-4 lata temu, kiedy pracownicy domagali się wysokich podwyżek;
- Istotna część efektu KPO na wyniki będzie widoczna w 3Q, a mniejsza też w 4Q, ale największy wpływ był widoczny w drugim kwartale;
- Perspektywa na rok 2027 jest dobra, w tym w Polsce bardzo dobrze wygląda sytuacja w energetyce;
- Budowa backlogu na przyszły rok przebiega "bardzo przyzwoicie" i w niektórych obszarach zapewnia już dziś co najmniej powtórzenie tegorocznych przychodów;
- Oczekiwane nowe projekty w segmencie rozwiązań dedykowanych w ASEE;

#AI

- Spółka będzie unikać zbytniego uzależnienia od zewnętrznych rozwiązań AI, nie chce stać się biorcą kosztów, ma podejście „AI agnostic” w kontekście różnych dostawców rozwiązań;
- AI nie ma zastępować ludzi w grupie, ale zwiększać efektywność co pozwoli wykorzystać uwolnione moce na generowanie wyższych przychodów.
- Wdrożenia AI będą oceniane na podstawie finansowych KPI, przede wszystkim wzrostu przychodów na pracownika lub spadku kosztów; zarząd nie oczekuje jednak istotnego spadku kosztów z uwagi na rosnące nakłady na infrastrukturę i sprzęt.

DATAWALK**Podsumowanie konferencji po wynikach za 2Q [neutralne]****#Zmiana ARR**

- W ciągu 12 miesięcy ARR wzrósł z 18,9mln PLN do 20,9mln PLN;
- Churn odpowiadał za zmniejszenie ARR o 1,5mln PLN (mniejsi klienci rezygnujący z platformy po podwyżkach), a ekspansja u klientów za wzrost o 3,5mln PLN;

#Lejek

- W lejku są 4 potencjalne transakcje na ponad 10mln USD, 7 w przedziale 5-10mln USD i 4 w przedziale 2-5mln USD;

#Koszty

- Podział kosztów za ostatnie 4 kwartały: sprzedaż i marketing 19mln PLN (+22% r/r), badania i rozwój 26mln PLN (+68% r/r), koszty ogólne i administracji 12mln PLN (+5% r/r) – wzrosty w obszarach pomagających rozwijać skalę biznesu;

#Perspektywy

- Zapytany czy nadal jest optymistyczny odnośnie 2026 roku, a największe transakcje z lejka mogą się zmaterializować co pozwoli osiągnąć cel 70% CAGR, zarząd potwierdził swoje wcześniejsze oczekiwania odnośnie średnioterminowego wzrostu;
- Zarząd obserwuje znaczny wzrost zainteresowania ze strony europejskich klientów w obszarze suwerenności technologicznej, ale w Europie procesy przetargowe trwają dłużej;
- W krótkim okresie źródłem wzrostu przychodów mają być jednak kontrakty w sektorze bankowym, w szczególności związane z zapobieganiem przestępstwom finansowym.

INDUSTRIALS

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)

Saab otrzymał zamówienie za 1,2 mld SEK na systemy RBS 70 NG dla Finlandii

- Saab podpisał kontrakt z Finnish Defence Forces Logistics Command na dostawy systemów krótkiego zasięgu RBS 70 NG o wartości 1,2 mld SEK;
- Umowa umożliwia Finlandii składanie kolejnych zamówień na RBS 70 NG oraz szkolenia, części zamienne i wyposażenie serwisowe;
- Finlandia wykorzystuje poprzednią generację RBS 70 od 2008 r., a nowe zamówienie stanowi modernizację istniejących zdolności obrony przeciwlotniczej;
- RBS 70 NG wykorzystuje naprowadzanie laserowe odporne na zakłócenia oraz oferuje m.in. automatyczne śledzenie celu i zintegrowane zdolności nocne.

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)

Gripen F wykonał pierwszy lot, rozpoczynając powietrzną fazę kampanii testowej

- Dwumiejscowy Gripen F, rozwijany przez Saab wspólnie z brazylijskim przemysłem, wykonał pierwszy 40-minutowy lot z lotniska Saab w Linköping;
- Lot potwierdził funkcjonowanie kluczowych systemów samolotu oraz jego podstawowe charakterystyki lotne;
- Program przechodzi teraz do stopniowego rozszerzania obwiedni lotu, obejmującego testy prędkości, wysokości, przeciążeń i kąta natarcia;
- Równolegle testowane będą zdolności taktyczne oraz funkcje tylnego kokpitu, charakterystyczne dla dwumiejscowej konfiguracji Gripen F;
- Brazylia jest klientem launchowym i współtwórcą Gripena F, w programie transferu technologii uczestniczyło ponad 350 brazylijskich inżynierów, techników i pilotów;
- Po zakończeniu kampanii testowej i procedur odbiorczych samolot zostanie przygotowany do dostawy dla Brazilian Air Force.

RYNEK DEFENCE / POLSKA

Projekt budżetu na 2027 rok zakłada 198 mld PLN wydatków na obronność, >4,5% PKB

- Rada Ministrów przyjęła projekt budżetu na 2027 rok, zakładający wysoki poziom wydatków obronnych mimo rosnącej presji fiskalnej;
- Wydatki na obronność w 2027 są planowane na zbliżonym poziomie do planowanych 201 mld PLN w 2026 r., choć udział w PKB spada z 4,8%;
- Polska ma pozostać jednym z liderów NATO pod względem wydatków obronnych;
- Zakupy sprzętu w ramach SAFE będą w dużej mierze zwolnione z VAT, zwiększając realny wolumen możliwych zamówień przy tej samej puli finansowania;
- Premier podkreślił, że poza zakupami uzbrojenia rząd chce dalej inwestować w polski przemysł zbrojeniowy oraz bezpieczeństwo granic i przestrzeni powietrznej;
- Wysokie nakłady obronne utrzymywane są mimo deficytu 282,6 mld PLN i kosztów obsługi długu 107 mld PLN w 2027 roku.

AIRBUS / RYNEK SPACE

Airbus rozważa sprzedaż amerykańskiego biznesu space, koncentrując produkcję satelitów w Europie - FT

- Airbus bada możliwość sprzedaży amerykańskiego biznesu kosmicznego, obejmującego m.in. fabrykę na Florydzie oraz rodzinę seryjnie produkowanych małych satelitów Arrow;
- Jednostka powstała wokół Airbus OneWeb Satellites i odpowiadała wcześniej za produkcję >600 satelitów pierwszej generacji konstelacji OneWeb;
- Airbus od pewnego czasu przenosi produkcję satelitów do Europy, m.in. realizując 440 satelitów LEO dla Eutelsat w zakładzie w Tuluzie;
- Amerykański biznes space generuje według źródeł kilkaset mln USD sprzedaży i zatrudnia >200 osób wobec ~11 tys. pracowników space Airbusa globalnie;
- Potencjalna sprzedaż wpisuje się w restrukturyzację segmentu space po 989 mln EUR odpisów zaksięgowanych przez Airbus w 2024 r.;
- Równolegle Airbus, Leonardo i Thales przygotowują połączenie aktywów satelitarnych w ramach projektu Bromo, który ma stworzyć paneuropejskiego czempiona space;
- Partnerzy chcą zgłosić transakcję do Komisji Europejskiej jeszcze w 2026 r., a nowa spółka miałaby rozpocząć działalność w 2027 r.;
- Według źródeł planowana sprzedaż aktywów w USA nie jest związana z potencjalnymi środkami zaradczymi wymaganymi przy zatwierdzaniu projektu Bromo;
- Projekt wpisuje się w rosnący nacisk UE na suwerenność kosmiczną i ograniczanie zależności od amerykańskich dostawców w komunikacji, ISR i konstelacjach satelitarnych.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

PSE wybrały ofertę spółki za najkorzystniejszą w przetargu na rozbudowę stacji Elk Bis wraz z przebudową stacji 220/110 kV Elk

- Wartość oferty opiewa na kwotę 195.5mln PLN netto, w tym zakres podstawowy to 179.5mln PLN netto;
- Termin realizacji prac wyznaczono na okres 45 miesięcy od dnia zawarcia umowy.

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

ARP podpisała listy intencyjne z Orlenem oraz PGE ws. udziału polskich firm w offshore

- ARP poinformowała, że współpraca obejmie szereg działań na rzecz zwiększania potencjału polskich przedsiębiorstw w budowie morskich farm wiatrowych na wszystkich etapach realizacji inwestycji, w tym wspólne działania koncepcyjne i projektowe, identyfikację luk kompetencyjnych polskich firm i analizę regulacji w kontekście ułatwienia działalności sektora oraz finansowanie.
- "Agencja Rozwoju Przemysłu S.A. zacieśnia współpracę z deweloperami morskich farm wiatrowych. 28 sierpnia 2026 r. w Warszawie podpisane zostały listy intencyjne z ORLEN Neptun i PGE Baltica. Celem jest lepsze przygotowanie i w konsekwencji wzrost udziału polskich firm w kluczowych projektach morskiej energetyki wiatrowej (offshore wind)" - napisano.

MIRBUD (MRB PW; Under Review)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [neutralne]

#Budownictwo

- W 1H26 rozliczono łącznie 196mln PLN doszacowań kontraktów długoterminowych, w dużej części o charakterze waloryzacyjnym. W Kobylni rozliczono roszczenia na Gostyniu oraz Obwodnicy Trójmiasta S6 (łącznie >130mln PLN), a w Mirbudzie ok. 30mln PLN na S1 Węgierska Górka i ok. 30mln PLN na pozostałych kontraktach.
- Wzrost marży brutto w segmencie budowlanym r./r. wynikał głównie ze wzrostu rentowności w segmencie magazynowym (o prawie 2p.p. r./r.).
- Zdaniem Zarządu środki z KPO zaczęły już być realnie wydawane w branży budowlanej, co obecnie wspiera przychody Grupy.
- Sytuacja na rynku magazynowym uległa w ostatnim czasie poprawie.
- Na Obwodnicy Trójmiasta (OMT) rozliczono w 1H26 ok. 120mln PLN doszacowań, pozostało ok. 100mln PLN (roboty dodatkowe oraz waloryzacja) – całość powinna zostać rozliczona do końca FY26E. W Kobylni do rozliczenia pozostaje jeszcze ok. 150-200mln PLN roszczeń.
- Aneksy waloryzacyjne podpisane z GDDKiA nie przełożą się wprost na wyniki, ponieważ część waloryzacji jest już ujęta w aktywowanych roszczeniach. Przychód z waloryzacji Zarząd szacuje na 180-200mln PLN (częściowo już rozpoznany), z czego ok. połowa wpłynęła gotówkowo w 2Q26, a pozostała część powinna wpłynąć w 3-4Q26E. Ok. połowę tych płatności Grupa odda podwykonawcom.
- Podane kwoty stanowią wartości maksymalne możliwe do uzyskania; część dotyczy trwającego kontraktu S74, który nie przekroczył jeszcze limitów waloryzacyjnych, więc rozliczenie nastąpi tam dopiero pod koniec kontraktu, tj. w FY27E.
- S1 Węgierska Górka: roszczenie złożone na 412mln PLN, aktywowano ok. 1/3 (ok. 130mln PLN), z czego 30mln PLN zapłacono w czerwcu tytułem kosztów ogólnych budowy. Do rozliczenia pozostaje ok. 100mln PLN – druga część kosztów ogólnych (prawdopodobnie ok. 30mln PLN) ma zostać zamknięta jeszcze w FY26E, natomiast część dotycząca odmienności geologicznej w 1Q27E.
- S1 Suchy Potok / Dankowice: roszczenie wyceniane powyżej 100mln PLN, warunkiem naliczenia waloryzacji jest aneks terminowy, którego zawarcia Grupa oczekuje w 3Q26E.
- Grupa realizuje obecnie 26 aktywnych kontraktów kubaturowych, ze stale rosnącym udziałem obiektów użyteczności publicznej (cykl budowy ok. 3 lat), postrzeganych przez Zarząd jako korzystne. Obiektów przemysłowych wciąż niewiele na tle poprzednich lat, choć rynek nieznacznie odżywa (cykl realizacji ok. 10-12 miesięcy). Obiekty mieszkaniowe realizowane są niemal wyłącznie dla JHM Development – wyjątkiem jest jeden kontrakt dla zewnętrznego dewelopera (apartamentowce w centrum Wrocławia).

#Portfel zamówień

- Portfel zamówień wyniósł 8.9mld PLN, z czego 7.2mld PLN stanowią kontrakty infrastrukturalne, a 1.3mld PLN budownictwo kubaturowe. Portfel netto rozłożony jest do 2030 r. – kontrakty infrastrukturalne trwają nawet 5-6 lat, a kubaturowe znacznie krócej, dlatego przy ponad 80% udziale infrastruktury w portfelu drogi odpowiadają za ok. 50-60% przychodów.
- W 1H26 Grupa podpisała umowy o wartości 1.98mld PLN. W lipcu i sierpniu Grupa podpisała umowy o wartości >300mln PLN.
- W poczekalni (oferty wybrane oraz najkorzystniejsze oferty) Grupa posiada obecnie 3.1mld PLN (vs. 2.5mld PLN kwartał temu).
- W 1H26 podpisano 11 umów: 5 kubaturowych o wartości 550mln PLN (736mln PLN łącznie z dwiema umowami zawartymi po okresie sprawozdawczym) oraz 6 infrastrukturalnych, łącznie z dwiema kolejnymi na 1 244mln PLN.
- Na poczekalnię składa się 832mln PLN ofert oczekujących oraz 2.2mld PLN najkorzystniejszych ofert; 8 najkorzystniejszych ofert nie jest objętych postępowaniami przed KIO.
- Rail Baltica nie została uwzględniona w wartościach ofert w poczekalni. Przy korzystnym wyroku Grupa chciałaby realizować kontrakt na warunkach złożonej oferty, mimo niskiej wyceny (ok. 5% marży brutto) oraz wzrostu kosztów materiałów i podwykonawstwa, traktując go jako wejście w rozwój segmentu.
- Sprzedaż akcji Torpolu nie wyklucza dalszego startowania w konsorcjum z tym podmiotem w przetargach PKP PLK.
- Skuteczność kontraktacji (hit ratio) wyniosła w 1H26 12% (1.6mld PLN podpisanych umów wobec 14mld PLN złożonych ofert) vs. 7% w FY25, 31% w FY24 oraz 4% w FY23. Zarząd oczekuje dalszego wzrostu skuteczności do końca roku.
- Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie (dot. kary środowiskowej) spodziewany jest w piątek. Korzystne rozstrzygnięcie otwiera Grupie drogę do wygranej w przetargu na Rail Baltica i portfela zamówień powyżej 11mld PLN.
- Jedynym rozważanym nowym rynkiem geograficznym jest Ukraina – Grupa jest przed rozstrzygnięciem przetargu na obiekt inżynierski o wartości ok. 30mln EUR na trasie Kijów-Lwów, traktowanego jako pierwszy krok. Nowymi obszarami biznesowymi mają być energetyka oraz kolej.

#JHM / Pozostałe

- Na koniec czerwca JHM posiadał 706 lokali w realizacji (łącznie 33k m2 PUM).
- Oferta na koniec czerwca opiewała na 563 mieszkań, z czego 248 stanowiły lokale gotowe.
- Park Magazynowy w Bolesławcu jest obecnie skomercjalizowany w 72%.
- Na dzień dzisiejszy Marywilska nadal nie porozumiała się z M. St. Warszawa w sprawie wydłużenia dzierżawy gruntu.
- W 1H26 JHM oddał do użytkowania trzy inwestycje i przekazał aktami notarialnymi 253 lokale mieszkalne – więcej niż w całym 2025 r. i wyraźnie więcej niż w 1H24 (w 2025 r. podpisano jednak ponad 300 umów sprzedaży).

- W 1H26 JHM realizował pięć inwestycji, a na projektach zakończonych pozostawały 94 umowy przedwstępne i deweloperskie. W 1H26 podpisano 304 umowy przedwstępne i deweloperskie, a ich stan na koniec czerwca wyniósł 288.
- Bank ziemi pozwala na realizację 8,300 lokali do 2045 r. W przypadku gruntu w Poznaniu harmonogram uwzględnia trwającą fazę przygotowania gruntu, więc na dziś nie ma opóźnień – Grupa liczy na zakończenie procesu w FY26E lub na początku FY27E.
- Poziom najmu w Ostródzie wyniósł 95%, a w miasteczku kontenerowym w Warszawie 100% (pełne wynajęcie); w Bolesławcu Grupa widzi szansę na dojście do ok. 90% już w kolejnym kwartale. Docelowo rozważane jest wyjście z segmentu najmu i sprzedaż nieruchomości w Ostródzie i Bolesławcu, przy koncentracji na core biznesie budowlano-montażowym.
- Marywilska pozostaje bez przełożenia na finanse Grupy – trwają uzgodnienia warunków umownych z miastem, a rozbudowa nie została rozpoczęta.
- W 2H26E JHM planuje przekazać 150-200 lokali.

#Outlook

- Portfel zamówień na koniec FY26E powinien przekroczyć 10mld PLN.
- Cel przychodów skonsolidowanych na FY26E to 3.3mld PLN i Zarząd nie widzi zagrożenia dla jego realizacji; możliwe jest nawet ok. 3.5mld PLN, w zależności od tempa fakturowania kontraktów oczekujących na ZRiD.
- W FY26E Grupa planuje budowę jeszcze czterech wytwórni mas bitumicznych Kobyłarni w Reczu (pod budowę S10) oraz w Poznaniu i Opolu (pod budowę S11).
- Marża brutto na sprzedaży części budowlanej w 2H26E oczekiwana jest w okolicach 7-7.5%, tj. lepiej niż w 1H26 (1Q26: 7.9%, 2Q26: 6.6%). W części drogowej Zarząd widzi pole do poprawy marżowości w okolice 7.5-8%, ale głównie od FY27E, gdy nowe kontrakty wejdą w fazę intensywnej realizacji.
- Odbudowa Marywilskiej wymaga decyzji administracyjnych oraz ustalenia zmian w umowie dzierżawy – do czasu ich uzyskania Grupa wstrzymuje się z decyzją o dalszych krokach, ruch pozostaje po stronie miasta. Zarząd spodziewa się decyzji do końca FY26E, nie znając jej kierunku (proces utrudniają zbliżający się rok wyborczy i inne priorytety miasta). Jeżeli budowa nie ruszy jesienią, nie uda się jej zamknąć przed zimą, co przesunęłoby cały projekt o rok.
- Grupa spodziewa się dodatniego cash flow operacyjnego w kolejnych kwartałach; narastająco koniec FY26E powinien zamknąć się w okolicach zera.
- Równolegle prowadzone są dwa procesy akwizycyjne: w segmencie kolejowym oraz w budownictwie elektroenergetycznym. Sprzedaż akcji Torpolu wynikała, zdaniem Zarządu, z warunków rynkowych i możliwości wyjścia z zyskiem i nie zamyka drogi do przejęcia podmiotu z branży kolejowej – rozmowy toczą się z więcej niż jedną dużą spółką powiązaną ze Skarbem Państwa (co wydłuża proces decyzyjny), a Zarząd zakłada zamknięcie procesu i uzgodnienie ceny do końca FY26E.
- W części elektroenergetycznej wytypowano jeden podmiot; Zarząd ocenia szanse na finalizację jako duże i liczy na rozszerzenie grupy o ten segment w FY27E.

GTC (GTC PW; HOLD; TP PLN 3.0)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26

#Portfel

- GAV ok. EUR 2,7 mld, bez istotnej zmiany vs. koniec 2025; po wył. długoterminowych aktywów finansowych (gł. Kildare) ok. EUR 2.6 mld. Struktura skorygowanego portfela: 89% aktywa dochodowe (50% biura, 31% handel, 19% mieszkania), 6% projekty w budowie, 4% bank ziemi.
- WAULT 3.6 roku, obłożenie komercyjne 87% (bez zmian).
- EPRA NTA 1.93 EUR/akcję (8.27 PLN) - stabilne. Net LTV 58.7% (z 57%) – wzrost gł. przez wyższy dług netto (bufor gotówki na refinansowanie i towarzyszące koszty odsetkowe). Zarząd oczekuje poprawy w 2H26: zamknięcie sprzedaży Avenue Mall w Chorwacji w 3Q26 (EUR 27 mln gotówki już wpłynęło) oraz przyspieszenie dezinwestycji; delewarowanie idzie wolniej niż zakładano.

#Retail / Office

- Mocny segment retail – obłożenie 96% (powrót do poziomu z końca 2025); 28.7 tys. m2 wynajęte w 1H26;
- Obłożenie w segmencie office 84% (z 83% na koniec 2025) przy silnej aktywności najmu - ok. 41 tys. m2 w 1H26. Polska pozostaje najsłabszym rynkiem (76%) - trwa redukcja pustostanów w wybranych aktywach;

#Pozostałe

- Dezinwestycje w 1H26: działki mieszkaniowe w Budapeszcie i Bukareszcie, lokale mieszkalne w Niemczech oraz Avenue Mall (zamknięcie w 3Q26);
- Zarząd zapowiada mocniejsze 2H26 po stronie dezinwestycji, kontynuację poprawy efektywności operacyjnej oraz lepsze zarządzanie kapitałem obrotowym (w 1H26 obciążone przedpłatami). Delewarowanie ma nadgonić w 2H26;
- Wyceny biur w Polsce i na Węgrach: po dużych odpisach na koniec 2025 i kolejnych w 1Q-2Q26 Zarząd uważa wartości księgowe za w większości urealnione i liczy na ich utrzymanie (pozytywne sygnały z rynku węgierskiego), ale nie wyklucza dalszych - w jego ocenie już nieistotnych - odpisów. Kluczem jest wzrost obłożenia biur w Polsce (76%);
- Niemcy: proces sprzedaży postępuje, negocjowane kolejne LOI na mieszkania/condominia; wpływy z dezinwestycji w Niemczech w 2H26 mają być istotnie wyższe niż w 1H26;
- Capex (fit-out i utrzymaniowy) w 2H26: ok. EUR 20-25 mln.

STRABAG

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26

#Portfel zamówień / Przerób

- Przerób w 1H26 wyniósł 10 mld EUR i był o 12% wyższy r/r, a największe wzrosty przyniosły Niemcy, UK, Czechy i Chorwacja;
- Portfel zamówień sięgnął na koniec 1H26 rekordowych 36 mld EUR (+27% r/r), a największe wzrosty odnotowano w Niemczech, obu Amerykach, Australii, Austrii i CEE;
- Relacja portfela zamówień do przerobu wzrosła do 1.6 roku;

#Segменты

- North + West: przerób wyniósł 4.3 mld EUR (+18% r/r) dzięki wzrostowi we wszystkich obszarach w Niemczech, głównie w energetyce, kolei i mostach, a portfel zwiększył się o 13% do rekordowych 14.7 mld EUR;
- Outlook North + West: Spółka oczekuje w 2026 wzrostu przerobu w niskim dwucyfrowym tempie, a w Niemczech widzi pierwsze od pięciu lat ożywienie we wszystkich segmentach, wspierane przetargami Deutsche Bahn i budżetem drogowym 11 mld EUR; wyzwaniem pozostają ograniczone budżety gmin i ceny produktów ropopochodnych;
- South + East: przerób wyniósł 3.4 mld EUR (+6% r/r), głównie dzięki Czechom i Chorwacji, a portfel wzrósł o 2% do 8.7 mld EUR, najmocniej w Słowenii, Austrii i Polsce;
- Outlook South + East: Spółka oczekuje wzrostu przerobu w średnim jednocyfrowym tempie; w Polsce liczy na silne inwestycje publiczne w kolej i drogi oraz projekty w energetyce, obronności i wokół CPK, a w Czechach i na Słowacji na wysokie wolumeny przetargów kolejowych i coraz więcej projektów PPP;
- International + Special Divisions: przerób wyniósł 2.2 mld EUR (+12% r/r), najmocniej rosnąc w UK i w infrastrukturze energetycznej dzięki akwizycjom Van Elle i WTE, a portfel sięgnął 12.5 mld EUR (+84% r/r);
- Outlook International + Special Divisions: Spółka oczekuje istotnie wyższego przerobu w 2026; portfel w Australii po raz pierwszy przekroczył 1 mld EUR, wysoką aktywność zapewnia górnictwo w Chile, a spółka rozwija własne projekty PV i magazynów energii w Niemczech i Kolumbii;

#Nieruchomości / Hold Estate

- Zdaniem Zarządu rynek deweloperski przeszedł już dołek, ale istotnego ożywienia transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych nie należy oczekiwać przed 2027 rokiem;
- Strabag Hold Estate rozbudowuje portfel nieruchomości strategicznych, zwiększając udział powtarzalnych przychodów w grupie; w lipcu 2026 kupił biurowiec Olivia Star w Gdańsku;

#Otoczenie rynkowe

- Momentum w infrastrukturze pozostaje silne, przede wszystkim w kolei i energetyce, a głównym motorem wzrostu są Niemcy, gdzie zamówienia rosły we wszystkich segmentach infrastruktury transportowej;
- Nowa niemiecka ustawa ma zdigitalizować procedury i przyspieszyć planowanie oraz wydawanie zezwoleń, a projekty będą coraz szerzej finansowane ze specjalnego funduszu;
- W CEE wyróżniła się Polska z silnym popytem na duże projekty drogowe i kolejowe, a na rynkach międzynarodowych atrakcyjny pipeline utrzymuje Australia;
- Popyt w infrastrukturze energetycznej pozostaje solidny, a akwizycja WTE Group otwiera Spółce dostęp do rynku infrastruktury wodnej, wspieranego dużymi potrzebami inwestycyjnymi w Europie;
- W budownictwie kubaturowym zamówienia utrzymały się na wysokim poziomie, a w mieszkaniówce były wyższe r/r mimo trudnych warunków finansowania; pipeline mieszkań przystępnych cenowo z prefabrykatów sięga ok. 200 mln EUR;
- W strukturze zamówień kontrakty publiczne odpowiadają za ok. 70%, a prywatne za ok. 30%;

#M&A

- W czerwcu 2026 Spółka zamknęła przejęcie brytyjskiego Van Elle, jednego z liderów geoinżynierii, budując lokalną obecność na rynku UK;
- W Rumunii planuje przejęcie BAWI Construction z budownictwa kolejowego oraz Daroconstruct, działającego w drogach, mostach i kubaturze na północnym wschodzie kraju;
- W Polsce przejęła Cermont, spółkę z budownictwa przemysłowego i komercyjnego z własnymi zakładami konstrukcji stalowych;

#Rasperia

- Pakiet Rasperii pozostaje zamrożony zgodnie z sankcjami UE, a prawa z akcji nie mogą być wykonywane, co potwierdził niedawno TSUE;
- W lipcu 2026 RBI pozwał Rasperię w Austrii o odszkodowanie, co według banku może w ciągu 6-12 miesięcy doprowadzić do egzekucji z zamrożonych 28.5 mln akcji Strabagu;
- Ewentualna zmiana akcjonariatu zależy od przebiegu postępowań sądowych i decyzji sankcyjnych; Zarząd oceniłby ją pozytywnie, ponieważ Spółka nie miałaby wówczas akcjonariusza objętego sankcjami;

#Outlook

- Spółka podniosła guidance na 2026 rok: Przerób blisko 23 mld EUR (poprzednio ok. 22 mld EUR), Marża EBIT w wysokości 5.5-6% (poprzednio 5-5.5%), CAPEX <= 1.5 mld EUR (bez zmian);
- Guidance CAPEX dotyczy inwestycji netto i obejmuje ok. 600 mln EUR na utrzymanie oraz ok. 900 mln EUR na rozwój, czyli M&A, projekty PPP i portfel Hold Estate;
- Guidance marżowy jest traktowany jako minimum; Zarząd podkreśla wysokie ryzyko progностyczne w branży i decydujące znaczenie 4Q26, w którym mogą się materializować ryzyka projektowe;
- Wzrost napędzają duże projekty przesyłowe i kolejowe w Niemczech oraz projekty high-tech, w tym budowana obecnie w Europie duża fabryka półprzewodników;
- Niemcy przeznaczają w tym roku 34 mld EUR na inwestycje w drogi, kolej i drogi wodne, zauważalnie więcej niż w poprzednich latach; dla Zarządu kluczowy jest trwały wyższy poziom nakładów, a nie źródło ich finansowania, a szczegóły programu mają być tematem wtorkowego Capital Markets Day;
- CAPEX po 2026 roku: Zarząd oczekuje minimum ok. 1 mld EUR rocznie w kolejnych latach;
- Od startu Strategii 2030 w 2022 roku spółka zamknęła ponad 60 transakcji i priorytetem pozostaje ich integracja, choć rozważa również większe cele, jak Georgiou Group w Australii;
- Odmrożenie funduszy UE na Węgrzech jest przede wszystkim tematem średnioterminowym, choć starsze projekty infrastrukturalne mogą przynieść pewne efekty wcześniej.

WARIMPEX

Spółka ma pozytywne oczekiwania względem 2H26, celem spółki jest osiągnięcie dodatniego wyniku finansowego w '26 – prezes

- W 2H26 działania spółki będą się koncentrować na dalszej realizacji inwestycji MOG31, wzmacnianiu działalności hotelu w Darmstadt oraz utrzymaniu dobrych wyników sprzedaży w segmencie biurowym i mieszkaniowym;
- Realizacja pierwszego etapu projektu mieszkaniowego w Polsce – Mogilska 31 (MOG31) w Krakowie przebiega zgodnie z planem. Umowy zawarto na 57 ze 145 lokali, a trzy kolejne są obecnie zarezerwowane. Ukończenie inwestycji planowane jest w 2028 roku.

RYNEK KOLEJOWY

PKP PLK zaprosiła 3 wykonawców do negocjacji w sprawie przejęcia kontraktu na budowę tunelu średnicowego Łódź Fabryczna-Kaliska/Żabieniec

- Negocjacje dotyczą kontraktu, który w lutym PKP PLK zerwało z PBDiM.
- W połowie marca PKP PLK zaprosiła do konsultacji technicznych 5 konsorcjów: Budimex x Ferrovial UK, Strabag, PORR x PORR Bau, Acciona x Mostostal warszawa oraz Gulermak.
- W sierpniu PKP PLK wysłało formalne zaproszenia do 3 podmiotów z ww. listy, natomiast nie ujawniono, które podmioty zostały wytypowane.
- PKP PLK wskazuje, że zaproszone podmioty „w ocenie PKP PLK dają największą rękojmię bezpieczne i skutecznego dokończenia drążenia”.
- Całość realizowana jest w ramach procedury negocjacji bez ogłoszenia przetargu.

OTHER INFORMATION

APLISENS: Spółka widzi poprawę w zamówieniach, ale ze względu na wojnę na Bliskim Wschodzie poziom nadal poniżej oczekiwań

- Niepewność na rynku sprawia, że grupa część planowanych na 2026 rok wydatków inwestycyjnych przesunie na 2027 rok;
- Na rynkach UE widoczne jest lekkie ożywienie, co przekłada się na wpływające do grupy zamówienia – sprzedawane jest m.in. coraz więcej na wewnętrzny rynek niemiecki;
- Z rynków pozostałych grupa koncentruje się na Azji, gdzie najlepsze perspektywy są np. na rynku indyjskim czy wietnamskim;
- Na rynkach WNP notowane są spadki sprzedaży – nie ma większych perspektyw na poprawę, dopóki nie zakończy się wojna w Ukrainie;
- Grupa obserwuje na rynku wzrost kosztów komponentów, ale obecnie nie rozważa podnoszenia cen swoich produktów.

ATLANTA POLAND: Decyzja Pomorskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej sp. z o.o. o wsparciu inwestycji spółki we Włocławku

- Celem inwestycji jest zwiększenie zdolności produkcyjnych zakładu we Włocławku poprzez rozbudowę i modernizację parku technologicznego oraz infrastruktury magazynowo-logistycznej;
- Spółka zobowiązana jest do poniesienia do dnia 31 grudnia 2027 roku kosztów kwalifikowanych w kwocie 19,5mln PLN;
- Decyzja została wydana na okres 14 lat, a maksymalna wartość pomocy publicznej możliwej do wykorzystania wynosi 7,8mln PLN.

EQUINICO SE: Rada nadzorcza spółki zależnej Elektrikishloqurilish JSC zarekomendowała wypłatę dywidendy w kwocie ok. 3,76mln PLN**EQUINICO SE: Podpisanie listu intencyjnego ze spółką Budimex**

- Przedmiotem listu intencyjnego jest podjęcie współpracy w zakresie realizacji projektów związanych z branżą elektroenergetyczną.

IMC: Blokowanie przez Rosję eksportu zboża z Odessy jednym z najważniejszych wyzwań operacyjnych spółki

- Ze względu na całkowitą blokadę przez Rosję portów czarnomorskich w 3Q26, spółka na czas nieokreślony jest całkowicie uzależniona od eksportu przez zachodnie granice Ukrainy, w tym przez Polskę, a także przez porty rzeczne na Dunaju;
- Wśród istotnych czynników mających wpływ na wyniki spółki był spadek cen kukurydzy i słonecznika oraz wzrost kosztów logistyki.

KINO POLSKA TV: Podjęcie decyzji o likwidacji spółki zależnej SPI International Magyarorszag Kft. z dniem 1 września 2026 roku**MOSTOSTAL PŁOCK: Zawarcie umowy z PERN na budowę zbiornika magazynowego w bazie paliw w Koluszkach**

- Wartość umowy wynosi 47,7mln PLN netto.

RAFAMET: Podpisanie umowy z GE Power Sp. z o.o. na wykonanie pól płyt wraz z dostawą

- Łączna wartość umowy wynosi 15,3mln PLN netto;
- Planowane zakończenie realizacji prac przewidziane jest w 1Q27.

ZUK STAPORKÓW: Przyjęcie do realizacji zamówienia na wykonanie urządzeń do filtracji spalin

- Wartość zamówienia wynosi ok. 69mln PLN netto;
- Zamówienie będzie realizowane do końca 1H27.

SPÓŁKI SKARBU PAŃSTWA: MAP spodziewa się zdecydowanie większych wpływów z dywidend ze spółek SP w 2027 roku – W. Balczun

- Skarb Państwa zapowiada prowadzenie aktywnej polityki dywidendowej, z zachowaniem stabilnego, niezakłóconego funkcjonowania spółek;
- Rząd przewiduje porządkowanie portfela spółek Skarbu Państwa, chce wzmocnić grupę PGZ.

INSIDER TRADING

CELON PHARMA

Członek zarządu objął nieodpłatnie 5 tys. warrantów subskrypcyjnych serii A.

DOM DEVELOPMENT

Wiceprzewodniczący RN sprzedał 10 tys. akcji @ 249 PLN.

LUMINA METALS CORP.

Prezes zarządu kupił 10 tys. akcji @ 10,49-10,66 CAD.

NEUCA

Wiceprezes zarządu sprzedał 69 akcji @ 800 PLN.

NEUCA

Prezes zarządu sprzedał 14 akcji @ 807 PLN.

NEUCA

Członek RN sprzedał 7 tys. akcji @ 750 PLN.

OPONEO.PL

Członek zarządu sprzedał 5,3 tys. akcji @ 105-107 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

KRKA

Nabycie 6,9 tys. akcji @ 261,13 EUR.

MONNARI TRADE

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

CHANGES IN GOVERNING BODIES

BOŚ

Zgoda KNF na powołanie p. Bartosza Kubilika na stanowisko prezesa zarządu.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

UNIMOT

Zmniejszenie zaangażowania przez Nationale-Nederlanden OFE z 5,02257% (5,237% kapitału zakładowego) do 4,95666% (5,16828% kapitału zakładowego) głosów.

BONDS

ROBYG

Spółka rozważa emisję obligacji serii PI o wartości do 200mln PLN w ramach nowego dwuletniego programu. Planowany termin emisji obligacji to 4Q26.

BLOCK TRADES

MEDICALGORITHMICS

Wolumen: 21,2 tys. @ 18,00

% kapitału: 0,21

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

PGF POLSKA GRUPA FOTOWOLTAICZNA: Zwołanie NWZA na dzień 23 września 2026 roku w sprawie zmian w RN i statucie spółki

ULTIMATE GAMES: Zwołanie NWZA na dzień 24 września 2026 roku

- Przedmiotem uchwał ma być m.in. głosowanie w sprawie uchylenia uchwały nr 19 ZWZA z czerwca 2024 roku w sprawie przyjęcia programu motywacyjnego dla członków zarządu oraz zmiany statutu spółki polegającej na zmianie upoważnienia zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego.

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	132.5	19%	17,292	10.4	9.1	8.1	1.3	1.2	1.2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	150.4	20%	22,252	10.6	8.4	7.4	1.1	1.0	1.0	11%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	123.6	0%	50,740	12.9	11.5	10.8	1.9	1.8	1.6	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128.0	119.4	7%	15,601	11.1	11.3	10.3	1.7	1.6	1.5	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	443.0	-5%	57,634	14.1	12.2	10.4	2.8	2.6	2.4	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070	1,067	0%	202,783	12.1	11.4	11.0	1.6	1.6	1.5	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,354.0	-15%	57,610	15.1	12.6	10.8	2.3	2.0	1.8	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	21.0	-14%	25,475	17.3	11.4	10.0	2.1	1.9	1.7	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	199.4	-13%	101,893	14.9	14.1	13.5	3.2	3.1	3.0	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	46,000	12%	12,880	10.6	9.1	8.6	2.0	1.8	1.7	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	255.5	7%	67,061	11.4	10.1	9.2	1.9	1.8	1.7	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	113.5	7%	141,875	12.9	10.7	9.6	2.4	2.2	2.0	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	719.8	3%	73,556	14.1	11.8	10.3	2.1	2.0	1.8	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	406.0	35%	7,935	6.6	6.3	5.9	1.3	1.1	1.0	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	73.6	1%	63,538	10.3	9.9	9.4	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	130.2	8%	315	—	—	14.1	7.0	18.9	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	15.3	13%	190	10.8	9.9	8.6	6.0	5.2	4.5	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	45.4	15%	46,165	23.2	18.3	15.4	12.6	10.7	9.2	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.2	21%	458	9.5	9.0	8.9	4.4	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	10.6	-6%	2,332	33.5	12.9	11.8	5.1	5.1	4.9	1%	1%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.5	20.5	24%	391	12.8	10.1	8.5	6.8	6.0	5.3	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	52.4	24%	3,065	7.4	7.1	5.4	7.3	6.7	5.0	5%	10%	13%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	20.3	27%	243	11.4	11.5	8.0	7.9	4.1	3.2	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	135.5	-11%	7,520	12.1	9.5	8.9	8.6	7.2	6.5	2%	4%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	156.3	-3%	37,000	75.8	68.4	57.8	32.9	30.5	26.9	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	86.6	9%	2,894	17.1	16.5	14.9	12.2	11.6	10.7	4%	5%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	235.5	-12%	19,547	23.6	22.7	21.3	—	—	—	6%	6%	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	56.5	33%	2,444	6.0	6.0	5.9	8.0	7.2	6.8	8%	13%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	33.5	29.9	12%	3,906	14.4	12.1	10.7	9.9	8.5	7.5	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	23.2	—	2,297	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,465.0	7%	18,040	18.4	16.2	14.9	11.6	10.0	8.5	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	80.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	23.8	68%	460	18.8	16.1	3.3	5.8	4.9	1.3	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	704	28%	17,983	23.7	20.0	16.7	14.2	11.9	9.8	5%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	71.0	64%	451	—	11.4	—	—	6.7	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	236.5	35%	23,629	57.6	37.0	8.8	49.1	29.2	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	1,389.0	-6%	747,268	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%	550	—	8.7	7.8	37.0	3.3	3.3	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671.0	538	25%	376	8.6	11.0	29.2	4.9	5.5	9.9	7%	11%	8%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	704.0	39%	2,467	104.6	47.8	31.6	41.9	23.5	15.1	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	18.68	41%	4,170	24.8	21.6	10.9	5.9	5.7	4.4	7%	7%	8%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	95.0	-1%	1,869	23.0	13.7	11.9	11.9	8.3	7.3	4%	5%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	18.7	23%	18,660	17.5	13.1	11.0	10.4	8.4	7.1	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	14.5	44%	7,127	6.5	4.0	3.9	9.3	6.6	6.7	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	198.4	16%	3,038	37.4	21.0	16.3	16.3	12.2	9.7	1%	1%	1%	88

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.5	15.9	17%	10,150	16.9	12.3	10.6	6.5	6.0	5.6	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	82.8	27%	967	26.4	21.8	17.2	16.2	13.6	10.6	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.7	8%	5,004	10.6	9.9	9.6	9.4	8.5	8.1	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	168.8	17%	5,698	21.0	19.1	18.0	10.7	9.7	9.0	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	292.8	-11%	1,337	20.9	17.2	15.1	11.3	9.8	8.7	2%	2%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	35.6	12%	34,863	20.5	16.4	13.8	12.5	10.0	8.4	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	243.0	23%	6,269	9.1	8.8	8.1	7.3	7.2	6.2	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.3	33%	2,179	14.9	6.9	4.2	9.2	6.1	4.1	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	23.3	7%	278	—	42.9	13.6	8.5	5.0	4.8	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	19.4	17%	10,293	4.4	4.5	5.6	3.9	4.5	5.3	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	52.6	37%	923	—	14.4	13.2	4.4	4.0	3.9	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review	-	5.3	—	742	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	25.3	19%	70	11.7	9.5	8.9	6.6	5.5	5.0	10%	10%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	40.0	36.9	8%	784	12.6	10.6	9.4	8.4	7.2	6.4	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171.0	13,370.0	-1%	2,491,832	8.6	8.1	6.4	5.9	5.1	3.8	3%	4%	5%	75
GPW	GPW	Sell	78	100	-22%	4,183	17.4	16.4	16.0	14.1	12.9	12.4	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	59	-8%	4,058	15.3	14.4	13.7	10.8	9.9	9.2	5%	5%	5%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.5	19%	1,447	—	95.5	20.2	50.3	24.9	20.5	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	21.0	36%	940	4.1	4.8	5.6	1.9	2.3	2.7	24%	22%	19%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	175.0	-28%	279,723	21.9	20.7	19.5	8.4	8.3	8.0	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	58.3	5%	181,763	25.2	23.1	21.0	14.0	12.8	11.7	3%	3%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.5	1%	33,695	45.0	36.1	27.4	10.5	9.0	7.9	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	975.0	13%	13,814	13.2	11.3	10.0	9.3	8.1	7.1	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	18.0	22%	11,308	17.1	13.4	12.2	6.1	5.5	5.2	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Sell	23.1	32.0	-28%	3,757	48.3	9.9	5.8	1.9	1.4	0.9	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,247.0	12%	12,295	17.3	15.1	12.4	11.1	10.2	8.9	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	362.0	-10%	72,400	9.4	10.1	11.6	5.6	5.8	6.3	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	21,000.0	21%	39,033	14.5	13.0	11.5	7.3	6.4	5.7	4%	5%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	11.0	44%	3,227	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	145	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	245	11%	3,393	34.9	29.4	25.1	11.2	10.1	9.2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	71.5	0%	747	6.3	9.0	—	4.5	5.8	—	6%	6%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review	-	13.1	—	1,440	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MLP Group	MLG	Buy	120.0	115.0	4%	2,759	9.9	6.6	5.1	11.0	9.3	7.8	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387.7	390.0	-1%	1,370	14.2	12.7	12.3	9.4	8.5	8.0	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	87.0	6%	6,701	25.1	15.5	11.6	7.1	5.8	4.8	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	5,050.0	-10%	3,795	8.8	7.5	7.0	4.3	4.0	3.6	6%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	11.6	6.1	92%	150	3.1	2.8	—	1.4	0.9	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	38.2	38%	1,557	6.1	5.9	5.5	6.7	6.3	5.8	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	134	24%	16,036	26.3	18.8	15.2	6.5	5.6	4.5	3%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	789.0	9%	3,663	17.4	15.5	14.0	9.4	8.4	7.5	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8.2	9.0	-9%	490	33.9	30.3	24.5	9.6	8.1	7.1	3%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	104.2	54%	1,177	12.9	11.5	10.4	8.0	7.5	6.9	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	13.9	17%	18,216	16.5	14.7	12.7	5.2	5.1	4.8	4%	5%	6%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	149.0	5%	172,957	6.4	7.6	8.7	3.4	3.9	4.6	5%	5%	6%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	66.2	18%	1,341	12.8	11.3	9.7	5.6	4.5	4.0	3%	5%	5%	—
PCF Group	PCF	Under Review	-	3.9	—	178	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220.0	150.8	46%	75,400	5.1	4.1	3.9	4.4	4.4	4.9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	8.6	—	214	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	43.2	6%	24,946	16.2	14.6	13.3	7.3	6.7	6.2	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	10.9	9%	24,434	4.4	6.3	6.3	3.6	4.9	4.9	0%	0%	0%	34

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

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Playway	PLW	Buy	390.0	243.5	60%	1,623	9.7	9.3	8.3	5.8	5.4	4.8	7%	10%	11%	0
Polenergia	PEP	Hold	64.6	54.0	20%	4,170	41.4	39.4	24.0	12.9	12.4	5.6	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	7.8	48%	1,995	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	152.0	28%	2,212	9.7	9.8	9.4	6.5	6.4	5.7	5%	5%	5%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,150.8	48%	53,845	35.1	24.6	18.0	19.4	13.6	10.0	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	639.6	17%	347,548	40.8	29.6	23.5	22.4	17.2	13.8	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	136.8	67%	433	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	27.0	44%	511	—	30.6	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	85.4	17%	1,078	12.7	10.9	10.6	7.6	6.6	6.2	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	335.0	19%	2,857	16.2	14.6	12.6	11.3	9.6	8.1	3%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	8.4	29%	14,700	6.3	6.0	6.3	5.3	5.4	5.7	2%	3%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	103.0	-5%	667	12.2	8.9	8.3	7.9	5.7	5.2	10%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	70.6	20%	1,622	17.3	11.7	7.7	8.9	5.1	2.9	5%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	10.5	14%	777	8.5	7.8	7.0	6.9	6.3	5.7	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	307.5	30%	424,350	5.0	4.6	4.3	4.2	3.7	3.4	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	175.0	-1%	1,373	4.7	14.6	11.2	4.1	6.9	5.9	4%	2%	2%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	132.4	19%	2,942	25.1	19.4	15.7	18.1	13.9	11.2	2%	2%	3%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	133.2	-2%	1,399	16.6	13.6	12.4	8.1	6.5	5.7	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5.4	—	1,261	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	63.5	2%	1,891	10.8	16.3	14.2	6.1	5.5	5.2	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	13.6	-34%	250	16.5	15.4	15.7	4.9	5.1	4.9	4%	0%	5%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	11.0	9%	1,140	—	31.0	13.7	5.2	4.6	4.4	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144.0	180.8	-20%	21,261	13.2	15.5	13.3	9.3	10.6	8.7	2%	6%	5%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	67.5	78%	199	—	33.0	9.2	—	13.4	5.3	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	31.5	8%	31,604	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.