

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

CD PROJEKT RED: 2Q26 Results Review: Nieco powyżej oczekiwań, ale story bez zmian [lekko pozytywne]

CYBER FOLKS: Wyniki za 2Q26 zbliżone do oczekiwań na poziomie operacyjnym, wynik netto obciążony kosztami restrukturyzacji w PrestaShop i podatkiem [neutralne]

GRUPA AZOTY: Szacunkowe wyniki za 2Q26 [neutralne]

VERCOM: Wyniki za 2Q26 zgodne z oczekiwaniami, spodziewane przyspieszenie dynamiki przyrostu klientów w 3Q [lekko pozytywne]

ARTIFEX MUNDI: 2Q26 Results Review: Zgodnie z wynikami wstępnymi [neutralne]

FINANCIALS

XTB: XX ZW Investment Group sprzedał w ABB ok. 9,4 mln akcji spółki po 160 PLN za sztukę

XTB: Akcje spółki wchodzi do indeksu STOXX Europe 600 od 21 września 2026 roku

QUERCUS TFI: Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec sierpnia 2026 roku na poziomie 10mld PLN, +2,6% m/m

VOTUM: Zawarcie przez spółkę zależną Centrum Obsługi Biurowej sp. z o.o. umowy nabycia nieruchomości we Wrocławiu

BANKI: Zysk netto sektora spadł w lipcu o 25% r/r do 3,8mld PLN (YTD spada o 11% r/r) - NBP

UTILITES & MINING

POLENERGIA: Zakończenie instalacji fundamentów pod wszystkie turbiny w MFW Bałtyk 2 i 3

CONSUMER

ALLEGRO.EU: Mepinan sprzedaje 4,3 mln akcji spółki w ABB – Bloomberg

LPP: Liczba produktów na nowej platformie handlowej Sinsay wzrośnie do 100 tys. w 2027 roku

LOGISTICS & TRANSPORT

RYNEK KURIERSKI: Minister Balczun: Nie wyobrażam sobie scenariusza innego niż to, że Orlen Paczka będzie własnością Poczty Polskiej

TMT

RYNEK IT: Przychody Comarchu wzrosły w 1H26 o 14% r/r do około 900mln PLN

GAMING

CREEPY JAR: Update 2 do StarRapture trafił do graczy

ARTIFEX MUNDI: Przychody i koszty UA w sierpniu '26: Bez przełomu [neutralne]

INDUSTRIALS

RHEINMETALL: Kontrakt od Kongsberg na komponenty wież MCT-30 dla programu USMC ACV-30

PATOR: Podsumowanie konferencji wynikowej [lekko negatywne]

SCANWAY: Spółka planuje misję demonstracyjną technologii adaptive optics do końca 2028 roku – COO

CREOTECH QUANTUM: Podsumowanie wywiadu z prezes zarządu Anną Kamińską

RYNEK DEFENCE / DRONY: Ukraina i Niemcy finalizują umowę o wspólnym rozwoju dronów, rakiet i software'u - Reuters

RYNEK SPACE: ESA rozważa zwiększenie liczby startów Ariane 6 i Vega-C wobec rosnącego popytu na wyniesienia - Reuters

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

DEVELIA: Dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego 6,1 mln akcji serii K z dniem 10 września 2026 roku

PEKABEX: Zawarcie transakcji zabezpieczających ryzyko kursowe w łącznej kwocie 5mln EUR

GRODNO: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w sierpniu 2026 roku na poziomie 119,4mln PLN, +26% r/r

TRIGON DM COVERAGE**RECOMMENDATIONS****CORPORATE CALENDAR****FINANCIAL RESULTS**

FINANCIAL RESULTS

CD PROJEKT RED (CDR PW; BUY; TP PLN 319)

2Q26 Results Review: Nieco powyżej oczekiwań, ale story bez zmian [lekko pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons. PAP
Revenues	217	349	208	191	244	13%	28%	200	200
EBITDA	89	212	129	110	161	81%	46%	109	110
adj. EBITDA*	101	225	140	123	180	78%	46%	128	
EBIT	72	195	111	97	148	105%	53%	94	94
Net profit	69	193	246	106	143	107%	35%	97	
Net profit (continued oper.)	69	193	172	106	143			97	99
Net profit (discontinued oper.)	-	-	74	-	-			-	
adj. Net profit*	81	206	183	119	161	99%	36%	115	
Selling costs	46	40	30	24	33	-28%	38%	33	
G&A costs	49	64	66	57	53	7%	-8%	63	
Other operating items, net	4	5	16	1	5	35%	592%	4	
Projects in development	898	1,020	1,148	1,318	1,512	68%	15%	1,467	
Expenditure on projects in dev.	142	118	153	150	206	45%	37%	161	
D&A of games	14	14	14	10	10	-26%	0%	11	
OCF	99	237	104	163	82			169	
Net debt	-1,418	-1,392	-1,307	-1,383	-1,242			-1,394	
P/E adj. 12M trailing	47.8	38.3	41.3	39.6	34.8				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	42.1	34.9	37.6	37.2	33.0				
adj. EBITDA margin	46.6%	64.3%	67.0%	64.4%	73.7%			63.9%	-
EBIT margin	33.4%	55.8%	53.4%	50.8%	60.7%			47.0%	47.0%
adj. Net profit margin	37.3%	58.9%	87.8%	62.3%	66.1%			57.7%	49.7%

Source: Company, Trigon, * - adj. by non-cash ESOP costs

#Wyniki

- Wyniki powyżej konsensusu oraz wyższe zarówno q/q jak i y/y; spółka zaczęła raportować wydzieloną wartość przychodów z licencjonowania IP, ze względu na ich istotną skalę w 1H26 (95 mln PLN vs 9.4 mln PLN przed rokiem) i ich „spektakularny” wzrost w 2Q;
- Przychody ze sprzedaży własnych produktów z IP Cyberpunk w 1H to 269 mln PLN, a z IP Wiedźmina 71.7 mln PLN;
- COGS wyniosły 15.5 mln PLN w kwartale, koszty SG&A 86 mln PLN (+5 mln PLN) – poniżej naszych założeń dzięki częściowemu odwróceniu ujętych wcześniej kosztów II etapu Programu Motywacyjnego w wysokości 11 mln PLN;
- Skapitalizowana wartość wydatków na projekty to 1.512 mld PLN, przyrost 194 mln PLN q/q; łączne wydatki na gry przekroczyły w kwartale 200 mln PLN (z czego kapitałizowane wydatki na gry ponad 190 mln PLN plus bieżące koszty wsparcia produktów i koszty fazy research);
- Wartość gotówki i ekwiwalentów na koniec 2Q26 wyniosła 1.286 mld PLN;
- OCF w 2Q26 ok. 82 mln PLN (relatywnie niski ze względu na m.in. istotny przyrost należności w kwartale), capex ok. 223 mln PLN.

#Konferencja wynikowa:

- Wolumen Cyberpunk 2077 przekroczył 40 mln sztuk, rozszerzenie Phantom Liberty 15 mln sztuk;
- Trzy zapowiedziane premiery z uniwersum Wiedźmina w 3 kolejnych latach, a to nie wyczerpuje projektów z tym IP nad którymi pracują;
- Spółka jest bardzo zadowolona z odbioru materiałów pokazanych podczas gamescom i Opening Night Live – ze wszystkich announcement’ów pokazanych podczas ONL oba projekty spółki były w top 2 pod względem ‘share of voice’;
- Wishlista Pieśni Przeszłości to obecnie ponad 900 tys.;
- Istotnymi składowymi przychodów z licencjonowania IP w 1H26 są m.in. przychody z kampanii na Kickstarterze Cyberpunk TCG, wynagrodzenie za cross z Wuthering Waves, ale także wynagrodzenia za jeszcze nieogłoszone współprace, o których spółka nie może jeszcze mówić;
- Przychody z tego źródła powinny mieć istotniejszy wpływ na wyniki spółki dzięki konsekwentnemu wykorzystywaniu ‘franchise wheel’. Spółka współpracuje z ponad 100 partnerami;
- Spółka wierzy w osiągnięcie celu skumulowanego skorygowanego zysku netto w latach 2023-26 z pierwszej transzy Programu Motywacyjnego – obecnie brakuje do tego ok. 280 mln PLN. Wspierające mają być zbliżająca się premiera edycji Remastered Wiedźmina 3, nowe platformy dla gry (natywna wersja na Switch 2 oraz battle.net), premiera Anime Edgerunners II na Netflixie w październiku, czy kolejne partnerstwa i inicjatywy;
- Zarząd ocenia, że najprawdopodobniej nie uda się osiągnąć warunku wynikowego wyznaczonego w II etapie Programu Motywacyjnego na lata 2024-2027 (3 mld PLN), za to wciąż wierzy w powodzenie przy realizacji kolejnych transz (odpowiednio 4 i 5 mld PLN);
- Skalowanie capexu odzwierciedla przede wszystkim wzrost zatrudnienia przy realizacji coraz bardziej zaawansowanych etapów developmentu kluczowych projektów;
- CD Projekt Red wciąż ma dwa nieogłoszone projekty w pipeline, które są kapitałizowane. Wydatki na tworzenie wersji Remastered Wiedźmina 3 nie były kapitałizowane (wydatki przechodziły przez koszty serwisu gier w kosztach sprzedaży), capexowane były za to prace nad rozszerzeniem i wersją na Switch 2;
- Rozszerzenia CP77 i W3 osiągały historycznie bardzo korzystne attachment rate – zarząd liczy na pozytywny scenariusz także w przypadku Pieśni Przeszłości;

MARKET QUOTES

INDICES	Change (%)			
	Price	1D	1M	1Y
WIG	152 161	0,3%	3%	46%
WIG20	4 020	0,4%	2%	44%
mWIG40	10 555	0,1%	2%	36%
sWIG80	31 287	-0,3%	1%	6%
PX (Prague)	2 790	-0,3%	2%	23%
BUX (Budapest)	146 773	-1,2%	0%	42%
BET (Bucharest)	34 344	0,7%	-6%	67%
BIST30 (Istanbul)	16 330	-1,0%	7%	39%
DAX	25 839	-0,5%	-1%	10%
FTSE 100	10 756	-0,3%	-1%	17%
STOXX Europe 600	646	-0,2%	-1%	18%
S&P 500	7 667	0,5%	1%	19%
NASDAQ 100	29 143	0,2%	1%	24%
Nikkei 225	64 043	-2,9%	0%	53%
Shanghai Comp	3 935	-1,0%	3%	3%

BONDS	Change (bps)			
	Rate	1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5,6%	7,6	34,6	65,8
PL 10Y bond yield	6,2%	6,8	39,8	65,9
CZ 10Y bond yield	5,2%	1,9	24,9	85,4
HU 10Y bond yield	5,7%	1,0	25,0	-143,0
RO 10Y bond yield	7,1%	0,9	20,5	-42,0
WIBOR 3M	3,8%	1,0	-1,0	-101,0
EURIBOR 3M	2,6%	1,5	12,4	53,4

CURRENCIES	Change (%)			
	Rate	1D	1M	1Y
USD/PLN	3,73	-0,1%	-0,4%	2%
EUR/PLN	4,33	0,0%	0,4%	1,8%
EUR/USD	1,16	0,1%	0,8%	-0,5%
GBP/PLN	5,04	0,1%	-0,1%	-2,6%
CZK/PLN	0,18	0,0%	-0,5%	-2,7%
HUF/PLN	0,012	0,0%	0,6%	-8,2%
RON/PLN	0,82	0,0%	-0,2%	1,7%
CNY/PLN	0,56	0,1%	-0,2%	-8,1%

COMMODITIES	Change (%)			
	Price	1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4 440	1,4%	10%	23%
Silver (USD/toz)	65,8	1%	13%	60%
Copper (USD/t)	14 216	-0,4%	3%	42%
Zinc (USD/t)	3 865	-1,5%	6%	35%
Molybdenum (USD/lb)	33,3	0,1%	2%	30%
Iron ore (USD/t)	99	1,7%	6%	-4%
HCC (USD/t)	272	-2,5%	25%	29%
HRC EU (EUR/t)	710	0,0%	1%	25%
Brent crude oil (USD/bbl.)	94,3	-1,4%	13%	40%
CO2 (EUR/t)	84,1	0,9%	3%	11%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	73,6	1%	27%	131%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	123	2,5%	18%	44%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	538	2,2%	12%	29%
Shanghai Freight Index	3 510	2,9%	15%	148%

- Nad trzecim rozszerzeniem do Wiedźmina 3 pracuje obecnie 220 developerów – 170 z Fool's Thery, 10 z CDR, pozostała grupa to outsource;

CYBER_FOLKS (CBF PW; BUY; TP PLN 230)

Wyniki za 2Q26 zbliżone do oczekiwań na poziomie operacyjnym, wynik netto obciążony kosztami restrukturyzacji w PrestaShop i podatkiem [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	212.0	215.9	236.7	243.0	269.0	27%	11%	266.7	261.2
Hosting	43.6	46.1	47.3	49.1	47.3	8%	-4%	48.6	
Vercom	113.8	116.1	128.9	122.6	132.6	17%	8%	131.4	
eCommerce	54.7	53.7	60.4	71.3	89.1	63%	25%	86.7	
EBITDA	68.8	70.0	77.5	79.3	60.3	-12%	-24%	58.6	59.5
Adj. EBITDA	71.5	75.5	82.4	83.1	88.3	23%	6%	85.7	
Hosting	20.7	22.0	22.8	25.9	24.0	16%	-7%	24.2	
Vercom	32.8	35.2	38.6	34.9	39.0	19%	12%	39.4	
eCommerce	19.4	19.6	22.7	23.8	27.0	39%	13%	23.3	
other, elim.	-1.4	-1.3	-1.6	-1.4	-1.6			-1.1	
EBIT	50.9	52.1	61.2	62.9	40.5	-20%	-36%	39.1	36.4
Net profit	12.2	13.4	24.2	22.9	-5.7	-	-	3.5	3.5
Adj. net profit	12.2	13.4	24.2	22.9	26.9	122%	18%	22.2	
P/E 12M trailing	32.4	58.8	55.8	48.5	64.2				
EV/EBITDA 12M trailing	26.9	23.2	20.1	19.4	17.0				
adj. EBITDA margin	33.7%	35.0%	34.8%	34.2%	32.8%				
EBIT margin	24.0%	24.1%	25.9%	25.9%	15.1%				
Net profit margin	5.7%	6.2%	10.2%	9.4%	-				

Source: Company, Trigon

#Dług, M&A

- Dług netto / skor. EBITDA 0,3x;
- Spółka ocenia obecną zdolność akwizycyjną na 1mld PLN;
- W czerwcu dokupienie 31% udziałów w Sellintegro za 15,7mln PLN i zwiększenie udziału do 76,6%;

#PrestaShop

- Restrukturyzacja 50% zatrudnienia, 90 etatów;
- Spadek kosztów wynagrodzeń o 600 tys. EUR miesięcznie;
- Koszt restrukturyzacji 6mln EUR / 25,4mln PLN, spółka nie przewiduje dalszych kosztów;
- Renegocjacja kontraktów z kluczowymi partnerami (Stripe, Paypal, Adyen, Mollie);
- Presta Payments – projekt finalizowany, uruchomienie na przełomie 3Q i 4Q26;
- Uruchomione w Preście robo_Folks, dedykowany hosting oraz wtyczka Apilo;
- Szacowana w tym roku adj. EBITDA 4mln EUR bez zmian, przychody 24mln EUR (po korekcie o metodę księgowania: w nowym ujęciu tylko czysta prowizja netto z usługi dodatkowej jako przychód).

#One-offy

- Odpis projektu Stores 1,6mln PLN (dawny projekt CBF konkurujący z Shoperem), w tym 1,3mln PLN po podatku;
- Podatek od sprzedaży Vercom w P&L to 23,1mln PLN, pozostałe 73,6mln PLN wpływ na skonsolidowane kapitały własne;
- Wpływ restrukturyzacji w PrestaShop na zysk netto po mniejszościach to 15,1mln PLN;
- Rozpoznanie nieaktywowanych wcześniej strat podatkowych z lat ubiegłych +6,9mln PLN;
- Zysk netto skorygowany o powyższe zdarzenia wyniósł 26,9mln PLN wobec 12,1mln PLN przed rokiem;

#Asystent robo_Folks

- robo_Folks obsłużył 23,7 tys. rozmów, ponad połowę wszystkich chatów; liczba rozmów obsługiwanych przez pracowników spadła o 25% r/r, a ocena jakości AI wzrosła z 2,64 do 4,11/5.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2527	2513,8	2502,0	2470,1	101%
WIG20	2048,0	2059,3	2110,7	2054,6	97%
WIG40	347,0	367,5	349,0	341,3	99%
sWIG80	55,7	52,4	53,3	63,1	105%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
DNP	313	XTB	98,3	BMC	16,5
PKN	286,9	ASB	64,9	TOR	8,9
PKO	181,5	BFT	42,2	LWB	3,8
KGH	175,0	ACP	30,8	VGO	3,4
ALE	164,8	TPE	30,8	DAD	2,9
PEO	149,3	MDV	25,6	DIG	2,6
PGE	119,3	SNT	21,3	SCW	2,3
ZAB	92,5	ATT	18,3	CMP	2,2
CDR	83,4	MIL	14,9	EUR	2,1
PZU	75,4	GPW	11,0	UNT	2,0

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
PGE	337%	DOM	255%	BMC	638%
KRU	184%	LWB	187%	VGO	546%
DNP	175%	NEU	185%	DAD	374%
PKN	146%	BFT	172%	TOR	361%
BDX	125%	ATT	172%	MLG	350%
PEO	106%	ASB	138%	AST	326%
MDV	102%	MBR	136%	MSZ	303%
MBK	100%	DVL	136%	UNI	255%
ALE	93%	SNT	132%	SCP	197%
TPE	91%	BHW	129%	LWB	187%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20		Worst		
PGE	12	7,8%	PCO	43	-2%
MBK	1 405	4,4%	DNP	36	-1,7%
TPE	9	1,8%	ALE	45	-1,4%
PKN	158	1,6%	CDR	231	-1,4%
ALR	133	1,3%	KGH	344	-0,8%
Best	mWIG40		Worst		
ATT	24,9	5,0%	XTB	174,3	-5%
ASB	135,6	4,8%	ACP	231,1	-3,1%
PXM	7,2	3,4%	GPP	56,5	-2,6%
LWB	25,3	2,8%	TXT	41,0	-2,1%
ENA	19,8	2,6%	ABE	152,6	-1,4%
Best	sWIG80		Worst		
BMC	19,8	30,6%	DIG	281,2	-5%
VGO	500,0	9,9%	ICE	69,7	-4,7%
UNI	14,4	5,9%	ELT	69,7	-4,0%
TOA	10,9	3,8%	TOR	70,6	-3,2%
LWB	25,3	2,8%	CRQ	211,1	-2,8%

GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)**Szacunkowe wyniki za 2Q26 [neutralne]**

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	Y/Y	Q/Q	2Q26	Cons.
Revenues	3 319	2 894	3 103	3 700	3 373	2%	-9%	3 946	3 921
EBITDA	-71	391	11	317	294	-	-7%	321	315
Agro	26	73	9	239	80	207%	-67%	77	
Plastics	-187	197	-15	-27	-37	-	-	-25	
Chemicals	-22	-6	-21	17	177	-	968%	191	
Energy	47	48	16	54	-9	-	-	28	
Others	65	78	21	34	83	28%	142%	50	
EBIT	-348	105	-4 726	89	68	-	-24%	101	95
Net profit	-515	-147	-3 359	-157	-383	-	-	-39	-76
OCF	1 807	2 020	1 950	1 978	-	-	-	241	
Capex	-139	-121	-124	-110	-	-	-	-120	
Net debt	11 954	11 863	11 197	11 159	-	-	-	11 038	
EBITDA margin	-	14%	0%	9%	9%			8%	
EBIT margin	-	4%	-	2%	2%			3%	
Net profit margin	-	-	-	-	-			-	
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	-	51.0	42.3	21.1	-				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- EBITDA w 2Q26 wyniosła 294m PLN i była o 7% niższa od naszej prognozy i konsensusu. Strata netto wyniosła -383m (zakładaliśmy -39m). Wpływ aktualizacji szacunku rezerwy na CO2 za 2025r.: -53m PLN.

- W agro EBITDA wyniosła 80m PLN. Spadek wolumenu sprzedaży o 27% r/r (wpływ postojów remontowych i zmiany miksu produktowego).

- W tworzywach EBITDA wyniosła -37m. Negatywny wpływ zatrzymanej instalacji polipropylenu od 3Q25 i nadal trudne otoczenie popytowe branży tworzyw sztucznych.

- Chemia: 177m PLN EBITDA. Słaby popyt, ograniczony import towarów, w tym siarki i mocznika technicznego, w otoczeniu wojny na Bliskim Wschodzie.

- Publikacja SF za 1H26: 10 września.

VERCOM (VRC PW; BUY; TP PLN 158)**Wyniki za 2Q26 zgodne z oczekiwaniami, spodziewane przyspieszenie dynamiki przyrostu klientów w 3Q [lekko pozytywne]**

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	114	117	130	123	133	17%	8%	131	129
EBITDA	33	31	35	34	37	14%	11%	37	-
Adj. EBITDA	33	35	39	35	39	19%	11%	39	-
EBIT	29	28	31	30	33	15%	12%	34	33
Net profit	23	20	26	24	27	20%	13%	27	26
OCF	25	29	45	30	31				
Net debt	8	12	-25	-48	-13				
P/E 12M trailing	32.9	32.7	31.5	31.0	29.5				
EV/adj. EBITDA 12M trailing	23.7	22.5	21.0	19.9	19.0				
adj. EBITDA margin	28.8%	30.2%	29.7%	28.5%	29.3%				
adj. EBITDA y/y	20.6%	22.9%	24.7%	21.5%	18.9%				
Net profit margin	19.8%	17.1%	20.0%	19.5%	20.4%				
Net profit y/y	23.7%	2.7%	15.4%	6.3%	20.4%				

Source: Company, Trigon

- Wzrost liczby klientów o 9 tys. do 140 tys. (+40% r/r, +7% q/q);

- Zmiana cennika MailerLite zwiększy przychody od końca roku o około 0,5mln USD miesięcznie;

- Wpływ zmian cennika MailerLite w 3Q to +0,5mln USD, a w 4Q 1,2mln USD, ma rosnać wraz ze stopniowym przechodzeniem klientów na wyższe ceny;

- Zysk brutto urosł o 18% r/r (+11mln PLN r/r, tak jak w 1Q26 i szybciej niż średnio +8mln PLN kwartalnie w 2025);

- Bazując na dwóch pierwszych miesiącach po zmianach w planie freemium MailerLite spółka szacuje że tempo wzrostu liczby klientów przyspieszy względem ~10 tys. kwartalnie w ostatnim roku (w lipcu wzrost o 7 tys. płaćących klientów);

- Plan wejścia na rynek cyberbezpieczeństwa z własną nową marką OWNROOT, ekosystem usług wspierających zarządzanie zgodnością i bezpieczeństwem, adresowany do średnich firm objętych wymogami DORA i NIS2 – komercyjny start usługi planowany na drugą połowę 2027 roku,

- Produkt OWNROOT ma korzystać z istniejącej bazy ponad 10 tys. klientów enterprise i mid-market Vercomu;

- W 2Q wygrana przetargu na usługi SMS dla Centralnego Ośrodka Informatyki na zlecenie Ministerstwa Cyfryzacji (oprócz Vercom udzielono zamówienie także dla Link Mobility i Comverga, kontrakty na 2 lata dla każdego z podmiotów na około 13mln PLN [LINK](#)).

ARTIFEX MUNDI (ART PW; BUY; TP PLN 25.8)**2Q26 Results Review: Zgodnie z wynikami wstępnymi [neutralne]**

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.	2Q26P
Revenues	26.1	21.8	21.4	24.7	19.4	-26%	-21%	19.4	19.3	19.4
F2P	24.9	20.7	20.3	23.6	18.6	-25%	-21%	18.6		
HOPA	1.1	1.1	1.1	1.0	0.8	-31%	-24%	0.8		
Premium	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	61%	47%	0.0		
EBITDA	6.5	6.7	7.0	7.9	6.2	-4%	-21%	7.5	7.6	6.2
adj. EBITDA	6.6	7.1	7.4	8.2	6.7	1%	-19%	7.7		
EBIT	5.4	5.6	5.7	6.2	5.0	-7%	-19%	6.4	6.1	5.0
Net profit	5.7	5.1	6.0	5.3	4.4	-22%	-17%	6.0	5.9	4.4
adj. Net profit	5.8	5.5	6.4	5.7	4.8	-17%	-15%	6.2		
OCF	-2.3	3.8	-2.1	-2.2	1.4					
Net debt	-27.4	-30.7	-28.2	-25.3	-27.3					
P/E adj. 12M trailing	8.7	9.4	9.2	10.4	10.8					
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.5	6.5	7.2	7.4	7.3					
EBITDA margin	25.4%	32.5%	34.7%	33.3%	34.3%			39.8%		
EBIT margin	20.5%	25.6%	26.7%	25.1%	25.7%			33.0%	31.7%	25.7%
Net profit margin	21.6%	23.6%	28.2%	21.4%	22.6%			30.7%	30.6%	22.6%

Source: Company data

FINANCIALS

XTB (XTB PW; HOLD; TP PLN 144)**XX ZW Investment Group sprzedał w ABB ok. 9,4 mln akcji spółki po 160 PLN za sztukę**

- Akcje stanowią ok. 8% w kapitale zakładowym spółki;
- Po rozliczeniu transakcji, akcjonariusz będzie posiadać 32,66 mln akcji, stanowiących ok. 27,78% kapitału zakładowego i głosów na walnym zgromadzeniu.

QUERCUS TFI

Wartość aktywów pod zarządzaniem na koniec sierpnia 2026 roku na poziomie 10mld PLN, +2,6% m/m

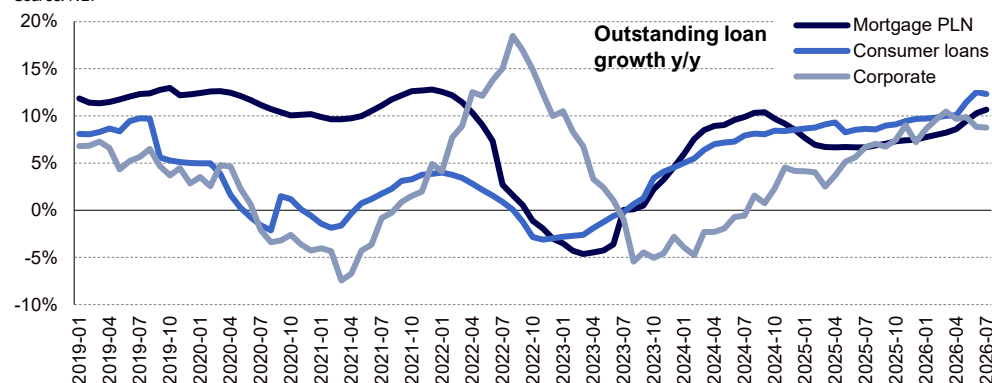
VOTUM**Zawarcie przez spółkę zależną Centrum Obsługi Biurowej sp. z o.o. umowy nabycia nieruchomości we Wrocławiu**

- Wartość transakcji wynosi 25,7mln PLN brutto;
- Wydanie nieruchomości nastąpi w terminie do dnia 19 września 2026 roku.

BANKI**Zysk netto sektora spadł w lipcu o 25% r/r do 3,8mld PN (YTD spada o 11% r/r) - NBP**

(PLNm)	J-25	A-25	S-25	O-25	N-25	D-25	J-26	F-26	M-26	A-26	M-26	J-26	J-26	y/y	YTD
Net interest income	9 449	9 398	8 646	9 420	9 293	8 767	9 415	8 467	9 109	8 829	9 433	8 610	9 582	1%	-1%
Net F&C result	1 786	1 584	1 707	1 741	1 554	1 868	1 773	1 587	1 897	1 748	1 693	1 861	1 822	2%	6%
Other income	644	509	-912	-244	214	-1 941	697	645	233	699	1 006	1 388	-67	-110%	376%
Total income	11 879	11 491	9 441	10 917	11 061	8 694	11 885	10 699	11 239	11 276	12 132	11 859	11 337	-5%	5%
Total costs	-4 916	-4 670	-4 974	-5 042	-4 981	-5 653	-6 613	-5 390	-5 579	-4 888	-4 995	-5 469	-5 263	7%	8%
Operating profit	6 963	6 821	4 467	5 875	6 080	3 041	5 272	5 309	5 660	6 388	7 137	6 390	6 074	-13%	2%
Net provisions	-315	-438	-907	-253	-604	-609	-319	-353	-569	-472	-495	-643	-335	6%	10%
Net profit	5 022	4 901	2 815	4 203	4 826	3 736	3 080	2 996	3 352	3 794	4 389	3 763	3 756	-25%	-11%

Source: NBP



UTILITES & MINING

POLENERGIA (PEP PW; HOLD; TP PLN 64.6)

Zakończenie instalacji fundamentów pod wszystkie turbiny w MFW Bałtyk 2 i 3

CONSUMER

ALLEGRO.EU (ALE PW; BUY; TP PLN 52)

Mepinan sprzedaje 4,3 mln akcji spółki w ABB – Bloomberg

- Pakiet stanowi 0,5% kapitału zakładowego i głosów na walnym zgromadzeniu spółki.

LPP (LPP PW; BUY; TP PLN 25,500)

Liczba produktów na nowej platformie handlowej Sinsay wzrośnie do 100 tys. w 2027 roku

- W pierwszej kolejności rozwijane będą kategorie uzupełniające ofertę marki: kosmetyki, zabawki, obuwie, artykuły do domu i akcesoria;
- Marketplace działa w modelu zamkniętym, gdzie każdy sprzedawca i jego oferta przechodzą wcześniejszą weryfikację, a kryteriami doboru są jakość i bezpieczeństwo produktów, stabilność stanów magazynowych, terminowość dostaw oraz gotowość do integracji technologicznej;
- Od początku 2027 r. część zamówień będzie realizowana z magazynów LPP przez LPP Logistics;
- Marketplace jest połączony z siecią salonów stacjonarnych Sinsay, które mają pełnić funkcję punktów odbioru zamówień;
- W przyszłym roku planowane jest wejście marketplace na pierwszy rynek zagraniczny.

LOGISTICS & TRANSPORT

RYNEK KURIERSKI

Minister Balczun: Nie wyobrażam sobie scenariusza innego niż to, że Orlen Paczka będzie własnością Poczty Polskiej

- Według ministra Poczta Polska musi zbudować narodowego operatora logistycznego, co jest również powiązane z bezpieczeństwem państwa.

TMT

RYNEK IT

Przychody Comarchu wzrosły w 1H26 o 14% r/r do około 900mln PLN

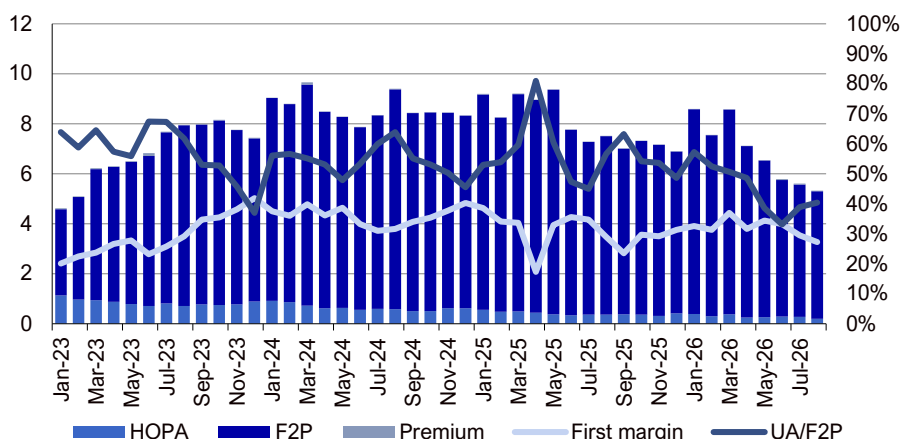
- EBITDA po półroczu wyniosła 202mln PLN i w całym roku podtrzymany jest cel 485mln PLN, ponad 25% wzrostu;
- Cel przychodowy na bieżący rok to 1,9mld PLN;
- W segmencie ERP wzrost przychodów to 5%, co wynika z przechodzenia z modelu licencji na subskrypcyjny; bez tego efektu wzrost byłby zbliżony do 20%;
- Comarch chce wziąć udział w unijnym projekcie IRIS (konstelacja satelitów), gdzie dzięki doświadczeniu w segmencie telekomunikacyjnym, chciałby obsługiwać satelity IRIS na ziemi;
- Spółka rozbudowuje własną infrastrukturę AI na bazie GPU Nvidii, tworzy własnych agentów AI pomagających oszczędzać tokeny;
- Prezes Comarchu Jarosław Mikos zwraca uwagę na spadek mnożników firm software house;
- Od początku roku Comarch otrzymał ponad 150 propozycji akwizycji;
- Najbardziej odporne na negatywny wpływ AI obszary rynku IT to według prezesa Mikosa m.in. firmy robiące produkty szyte na miarę dla klienta oraz segment usług dla sektorów wrażliwych np. obronnego czy finansowo-bankowego (względny cyberbezpieczeństwa).

GAMING

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

Update 2 do StarRupture trafił do graczy

- Update 2 skupia się głównie na Quality of Life, szczególnie przy budowie i zarządzaniu fabryką;
- Dodano kopiowanie budynków i ich ustawień, multi-deconstruct oraz wygodniejsze przebudowywanie baz;
- Ulepszono system budowania – m.in. podpory, filary i snapowanie platform;
- Interfejs lepiej pokazuje tempo produkcji, logistykę i wykorzystanie budynków;
- Dodano wyszukiwanie, sortowanie oraz możliwość nazywania Teleporterów i Base Core'ów;
- Aktualizacja obejmuje też balans ekonomii, nowe/zmienione receptury oraz setki bugfixów;
- To przede wszystkim polishing core gameplay loop, a nie duży update contentowy;
- Czekamy jak w kolejnych dniach update wpłynie na kształtowanie się ocen na Steam (pierwszy update z marca był na początku średnio odbierany).

ARTIFEX MUNDI (ART PW; BUY; TP PLN 25.8)**Przychody i koszty UA w sierpniu '26: Bez przełomu [neutralne]**

- Przychody grupy na poziomie 5.3 mln PLN (-5% m/m, -29% r/r), koszty UA na poziomie 2.1 mln PLN, stabilnie m/m);
- Aplikacja „Unsolved” (segment gier Adventure) wygenerowała 5.1 mln PLN przychodu. Pierwsza marża Unsolved na poziomie 3.0 mln PLN.
- Gra „Unsolved” wygenerowała 5,1mln PLN przychodów oraz 3mln PLN pierwszej marży, przy kosztach akwizycji graczy na poziomie 2,1mln PLN.

INDUSTRIALS**RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 1700)****Kontrakt od Kongsberg na komponenty wież MCT-30 dla programu USMC ACV-30**

- American Rheinmetall otrzymał od Kongsberg Defence & Aerospace kontrakt wart ~710 tys. USD na produkcję obrabianych komponentów do wież MCT-30;
- Komponenty będą wykorzystywane w wariantcie bojowego wozu piechoty ACV-30 dla Korpusu Piechoty Morskiej USA;
- Produkcja będzie realizowana w zakładach Rheinmetall w Lapeer i Lansing w Michigan, a dostawy zaplanowano na lata 2026-2027;
- Rheinmetall będzie podwykonawcą Kongsberg, jest to pierwsze zamówienie norweskiej spółki dla amerykańskich zakładów Rheinmetall w Michigan;
- Kontrakt rozszerza dotychczasową współpracę obu firm, obejmującą wcześniej zakład Rheinmetall w Maine wspierający program zdalnie sterowanych stanowisk CROWS.

APATOR**Podsumowanie konferencji wynikowej [lekko negatywne]**

- 2H26-2027 guidance: 1) 2H26 może być trochę słabsze przez normalizację w gazie – 2Q był mocny dzięki kontraktowi z PSG i wydatkowaniu KPO, a kontrakt kończy się we wrześniu; 2) zarząd spodziewa się większej presji kosztowej przez wzrost cen miedzi, srebra i mosiądzu oraz droższy transport w związku z sytuacją na Bliskim Wschodzie. Tego jeszcze nie widać w wynikach energii elektrycznej. Spółka stara się zabezpieczać komponenty z wyprzedzeniem i stopniowo przerzucać wyższe koszty na klientów.
- M&A: Spółka dostrzega spore bariery wejścia na rynki europejskie – klienci preferują lokalnych dostawców/produkty. Dlatego najbardziej sensowne byłoby przejęcia lokalnych spółek handlowych
- Defence: rozmowy z MON idą mozolnie. Na razie bez większych update'ów ws. współpracy z Flyfocus.

SCANWAY (SCW PW; No recommendation)**Spółka planuje misję demonstracyjną technologii adaptive optics do końca 2028 roku - COO**

- Scanway zakończył ważne etapy prac nad autorską technologią adaptive optics, która ma umożliwić wejście w segment teleskopów Very High Resolution;
- Spółka zweryfikowała laboratoryjnie model AI analizujący obrazy, identyfikujący niedoskonałości i wyznaczający korekty ustawienia elementów optycznych;
- Kolejnym etapem będzie budowa docelowego układu optomechanicznego i mechanizmów korekcji oraz testy środowiskowe rozwiązania;
- Kluczowym kamieniem milowym ma być demonstracja technologii na orbicie do końca 2028 roku, potwierdzająca jej funkcjonalność i potencjał komercyjny;
- System ma umożliwiać autokalibrację na orbicie i kompensować zaburzenia powstałe podczas startu oraz późniejszej pracy satelity w zmiennych warunkach termicznych;
- Scanway chce poprawić rozdzielczość swoich instrumentów z obecnych ~0,85 m/piksel do ~0,5 m/piksel z orbity LEO;
- Technologia ma otworzyć dostęp do niszowego segmentu wykorzystywanego m.in. w obserwacji Ziemi, defence i dual-use, gdzie według spółki działa kilka firm globalnie;
- Według COO, teleskopy tej klasy mogą istotnie zwiększyć wartość jednostkową i marżowość kontraktów, których wartość może wynosić od 0,5 mln do 20 mln EUR.

CREOTECH QUANTUM (CRQ PW; No recommendation)**Podsumowanie wywiadu z prezes zarządu Anną Kamińską**

- Creotech Quantum opracował i wprowadza na rynek pierwszy własny system kwantowej dystrybucji klucza QKD, zabezpieczający komunikację przed przyszłymi komputerami kwantowymi;
- Spółka prowadzi rozmowy z klientami prywatnymi i publicznymi, jednak nie podpisała jeszcze kontraktów komercyjnych, zainteresowanie rozwiązaniami QKD określa jako duże;
- Kolejnym krokiem mają być pilotażowe wdrożenia i testy w rzeczywistej infrastrukturze, podobne do przeprowadzonych ostatnio z Poznańskim Centrum Superkomputerowo-Sieciowym;
- Creotech Quantum chce rozwijać w Polsce możliwości niezależnego testowania i certyfikacji QKD, potencjalnie we współpracy z NASK i zgodnie z metodologią programu Nostradamus;
- Spółka uczestniczy również w europejskim projekcie dużego komputera kwantowego opartego na jonach, dostarczając elektronikę sterującą procesorami kwantowymi dla Alpine Quantum Technologies;
- Zespół Creotech Quantum liczy obecnie ~50 osób, głównie inżynierów, a kluczową kompetencją pozostaje projektowanie i industrializacja zaawansowanego hardware'u kwantowego;
- Montaż elektroniki nadal odbywa się m.in. w zakładach Creotech Instruments w Piasecznie, natomiast Creotech Quantum odpowiada za integrację, procesy specjalne i testowanie urządzeń;
- Obecne moce pozwalają na R&D i pilotażową produkcję, a szersze wdrożenie QKD miałoby uzasadniać dalszą rozbudowę zdolności produkcyjnych;
- Długoterminowo spółka zakłada przejście w stronę bardziej skalowalnych i tańszych rozwiązań opartych na zintegrowanej fotonice oraz dedykowanych układach ASIC/PIC.

RYNEK DEFENCE / DRONY**Ukraina i Niemcy finalizują umowę o wspólnym rozwoju dronów, rakiet i software'u - Reuters**

- Ukraina i Niemcy finalizują umowę dotyczącą wspólnego rozwoju różnych typów dronów, rakiet oraz powiązanego oprogramowania;
- Porozumienie ma zwiększyć zdolności obronne obu państw i rozszerzyć istniejącą współpracę przemysłową w obszarze systemów bezzałogowych;
- Niemcy finansują już program dostaw ~15 tys. dronów przechwytyjących Strila, przeznaczonych do zwalczania rosyjskich dronów Shahed;
- W kwietniu Quantum Systems i ukraiński WIY Drones utworzyły JV Quantum WIY Industries, rozwijające produkcję interceptorów i powiązanych technologii obrony powietrznej;
- Niemcy finansują również zakup 50 tys. dronów uderzeniowych Shrike od ukraińskiego SkyFall, jedno z największych zachodnich zamówień dronowych dla Kijowa;
- Zełenski i kanclerz Merz omawiali także nowe niemieckie wsparcie w zakresie obrony powietrznej oraz plany bezpośredniego spotkania.

RYNEK SPACE**ESA rozważa zwiększenie liczby startów Ariane 6 i Vega-C wobec rosnącego popytu na wyniesienia - Reuters**

- ESA analizuje zwiększenie częstotliwości startów Ariane 6 i Vega-C, aby uniknąć potencjalnego wąskiego gardła przy rosnącym popycie na wyniesienia satelitów;
- Według ESA popyt na usługi launchowe może osiągnąć szczyt około 2030 roku., dlatego decyzje o rozbudowie mocy powinny zostać podjęte relatywnie szybko;
- Arianespace zakłada obecnie 9-10 startów Ariane 6 rocznie od 2027 r., jednak prognozowany popyt przewyższa obecnie planowaną zdolność operacyjną;
- Dodatkowy popyt mają generować europejskie misje instytucjonalne oraz klienci komercyjni, Amazon zakontraktował już 18 startów;
- ESA analizuje również możliwość wnoszenia europejskich astronautów europejskimi raketami zamiast korzystania z pojazdów amerykańskich, program mógłby zwiększyć budżet ESA o ~10%;
- Aschbacher zasugerował także aktywną rolę ESA w utrzymaniu konkurencji na europejskim rynku satelitarnym po planowanej konsolidacji Airbus-Thales-Leonardo w ramach Project Bromo;
- ESA, odpowiadająca za ~60% publicznych wydatków na satelity w Europie, może wykorzystać politykę przemysłową m.in. do ochrony konkurencji i łańcucha dostaw;
- OHB ostrzega, że konsolidacja Airbus-Thales-Leonardo może osłabić jego łańcuch dostaw, podczas gdy partnerzy Bromo argumentują za oceną konkurencji w skali globalnej.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE**DEVELIA (DVL PW; HOLD; TP PLN 11.5)**

Dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego 6,1 mln akcji serii K z dniem 10 września 2026 roku

PEKABEX (PBX PW; Under Review)

Zawarcie transakcji zabezpieczających ryzyko kursowe w łącznej kwocie 5mln EUR

GRODNO

Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w sierpniu 2026 roku na poziomie 119,4mln PLN, +26% r/r

- W okresie kwiecień-sierpień 2026 roku skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 617,9mln PLN, +24 r/r.

OTHER INFORMATION

MOVIE GAMES: Decyzja sądu o udzieleniu zabezpieczenia kwoty 5,2mln PLN

- Spór dotyczy pozwu p. Rafała Pęcherzewskiego, który domaga się od spółki zapłaty kwoty 6,5mln PLN.

INSIDER TRADING

INTERBUD-LUBLIN

Prezes zarządu kupił 298 akcji @ 1,55-1,68 PLN oraz objął 132 tys. akcji serii H @ 2,50 PLN.

INTERBUD-LUBLIN

Członek zarządu objął 68 tys. akcji serii H @ 2,50 PLN.

KERNEL HOLDING

Namsen Limited kupił 1,2 mln akcji @ 19,93 PLN.

OPONEO.PL

Członek zarządu sprzedał 1,5 tys. akcji @ 101,40-105,00 PLN.

OPONEO.PL

Braemar Fundacja Rodzinna, podmiot związany z członkiem RN, sprzedał 951 akcji @ 106,40-107,20 PLN.

SOPHARMA

Spółka sprzedała 752,5 tys. akcji @ 2,20 EUR.

SOPHARMA

Insider kupił 30,4 tys. akcji @ 2,20 EUR.

SOPHARMA

Insider sprzedał 3,5 tys. akcji @ 2,27 EUR.

SOPHARMA

Insider kupił 1 tys. akcji @ 2,27 EUR.

SOPHARMA

Insider sprzedał 156,6 tys. warrantów @ 0,29 EUR.

SOPHARMA

Insider kupił 200,2 tys. akcji @ 2,21 EUR.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

BUMECH DEFENCE PARTNERS

Powołanie p. Jerzego Guta na stanowisko członka RN.

NIEWIADÓW PGM

Rezygnacja p. Jacka Bartosiaka z pełnienia funkcji członka RN.

ZPC OTMUCHÓW

Rada nadzorcza odwołała p. Arda Nal z pełnienia funkcji członka zarządu.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

GENOMTEC

Zwiększenie zaangażowania przez p. Mirona Tokarskiego z 0,88% do 7,83% kapitału zakładowego i głosów.

NIEWIADÓW PGM

Zwiększenie zaangażowania przez porozumienie akcjonariuszy z 80,22% do 81,23% kapitału zakładowego i głosów.

BLOCK TRADES

4 MASS

Wolumen: 110 tys. @ 3,50
% kapitału: 0,46

ALIOR BANK

Wolumen: 12 tys. @ 132,50
% kapitału: 0,01

EQUINICO SE

Wolumen: 95,7 tys. @ 1,56
% kapitału: 0,03

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

BUMECH: Zwołanie NWZA na dzień 29 września 2026 roku w sprawie wyrażenia zgody na zbycie zorganizowanej części przedsiębiorstwa oraz zmian w RN

DECORA: Zwołanie NWZA na dzień 30 września 2026 roku w sprawie m.in. umorzenia 26,6 tys. akcji własnych

- Akcjonariusze mają zdecydować o obniżeniu kapitału zakładowego o kwotę 1,3tys. PLN do kwoty 526tys. PLN oraz o zmianach w statucie spółki.

KOMPUTRONIK: Zwołanie ZWZA na dzień 29 września 2026 roku w sprawie m.in. przeznaczenia zysku netto za rok obrotowy 2025/26 w kwocie 2,9mln PLN na kapitał zapasowy

PEPCO GROUP: Akcjonariusze upoważnili zarząd do nabycia przez spółkę do 10% akcji własnych

FINANCIAL RESULTS

SEPTEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-04			CDR, CBF, SHO		TOR
07-11			TPE, ART, ITX	ATT, CAR, DIA, 1AT, ENA, 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
NOVEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
02-06			MCOVB	DNP, PKO, ASB, BHW, BNP, ATC, MTGB, RHM	ICE, MOL
09-13	TEN	RIGHT	ART	CEZ, OTP, WIZZ	MLG, STP
16-20	CBF, GPW, ERB, OND, SHO	CAR, WPL, ANR, DAD, INPST, MAB, OPN	KGH, CPS, ENA, TPE, CLN, UNT	PKN, PZU, APR, ATT, BFT, DOM, DVL, EUR, GPP, MBR, NEU, PEP, CTX, FRO, MFO, MGT, PBX, RVU, SLV	NWG, XTB, AMC, CMP, SEL
23-27	GTC, PXM	CDR, PGE, HUG, JSW, ARH, ARL, BLO, CRJ	11B, MUR, SKA, XTP	ACP, DIA, MRB, RBW, VOX, 1AT, CIG, CRI, ECH, ENT, FAB, PCF, VRG, WLT, WTN	MDV, ACG, BCX, PLW, RWL, TOR, VGO
30	LBW, DIG, GEA, SCP				

Order: **WIG20** / mWIG40 / Trigon DM Coverage*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			P/BV			ROE			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Alior	ALR	Hold	158,0	133,4	18%	17 409	10,5	9,2	8,2	1,3	1,3	1,2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181,0	148,0	22%	21 896	10,4	8,2	7,3	1,1	1,0	1,0	11%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124,2	121,8	2%	50 001	12,7	11,4	10,6	1,9	1,7	1,6	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128,0	117,6	9%	15 366	10,9	11,1	10,2	1,6	1,6	1,5	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420,0	443,8	-5%	57 738	14,2	12,2	10,4	2,8	2,6	2,4	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1 070	1 073	0%	203 923	12,2	11,4	11,0	1,6	1,6	1,5	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1 150,0	1 404,5	-18%	59 759	15,6	13,1	11,2	2,4	2,1	1,9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18,0	21,2	-15%	25 694	17,4	11,5	10,1	2,2	1,9	1,7	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173,0	196,2	-12%	100 258	14,7	13,8	13,3	3,1	3,0	2,9	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51 714	44 380	17%	12 426	10,3	8,7	8,3	1,9	1,7	1,6	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274,0	257,2	7%	67 507	11,5	10,2	9,2	1,9	1,8	1,7	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122,0	114,2	7%	142 800	13,0	10,7	9,7	2,4	2,2	2,0	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740,0	726,6	2%	74 251	14,2	11,9	10,4	2,1	2,0	1,8	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550,0	397,9	38%	7 776	6,5	6,1	5,8	1,3	1,1	1,0	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74,0	74,3	0%	64 160	10,4	9,9	9,5	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	128,1	9%	310	—	—	13,8	6,9	18,5	5,4	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170,0	152,6	11%	2 671	10,9	11,9	11,8	7,3	7,7	7,4	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17,4	15,0	16%	187	10,6	9,8	8,5	5,9	5,1	4,4	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52,0	44,8	16%	45 559	22,9	18,0	15,2	12,4	10,5	9,1	4%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22,0	18,4	20%	463	9,6	9,1	9,0	4,4	4,2	3,9	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10,0	10,6	-6%	2 327	33,6	12,9	11,8	5,1	5,1	4,9	1%	1%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25,5	21,1	21%	401	13,1	10,3	8,7	6,9	6,1	5,4	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65,0	50,8	28%	2 972	7,2	6,9	5,3	7,1	6,6	4,9	5%	10%	14%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25,8	20,4	26%	245	11,5	11,5	8,0	7,9	4,1	3,3	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Hold	120,0	135,6	-12%	7 526	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151,0	152,9	-1%	36 195	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Asseco BS	ABS	Hold	94,0	84,8	11%	2 834	16,7	16,2	14,6	12,0	11,3	10,5	4%	5%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208,0	231,1	-10%	19 181	23,2	22,3	20,9	—	—	—	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75,0	79,0	-5%	4 100	18,2	16,8	15,1	10,5	9,4	8,5	2%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75,0	55,2	36%	2 388	5,9	5,9	5,7	7,9	7,0	6,7	8%	14%	14%	—
Auto Partner	APR	Buy	33,5	30,7	9%	4 004	14,7	12,4	11,0	10,1	8,7	7,7	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	24,9	—	2 468	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5 850,0	5 310,0	10%	17 529	17,9	15,8	14,5	11,3	9,7	8,3	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128,4	79,4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40,0	23,7	69%	458	18,7	16,0	3,3	5,8	4,9	1,3	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	692	30%	17 667	23,3	19,6	16,4	13,9	11,6	9,6	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	231,2	38%	23 099	56,3	36,2	8,6	47,9	28,6	5,5	0%	0%	2%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38,8	22,3	74%	1 200	8,6	123,9	40,0	64,3	18,8	13,4	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1 308,9	1 367,0	-4%	735 432	23,5	21,0	27,0	8,4	7,9	8,5	3%	3%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2,2	2,5	-12%	543	—	8,5	7,7	36,6	3,3	3,3	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671,0	544	23%	391	8,9	11,5	30,3	5,1	5,8	10,3	7%	11%	8%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980,0	695,0	41%	2 436	103,3	47,2	31,2	41,2	23,1	14,8	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26,30	19,47	35%	4 346	25,9	22,5	11,4	6,2	6,0	4,7	7%	7%	7%	—
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	17,3	33%	17 268	16,2	12,1	10,2	9,7	7,8	6,5	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21,0	14,0	50%	6 882	6,3	3,9	3,7	9,2	6,5	6,6	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230,0	190,8	21%	2 922	36,0	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%	10 150	16,9	12,3	10,6	6,5	6,0	5,6	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105,0	82,0	28%	967	26,4	21,8	17,2	16,3	13,6	10,6	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11,5	10,4	10%	4 892	10,3	9,7	9,4	9,3	8,3	7,9	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	281,2	-8%	1 284	20,1	16,6	14,5	10,9	9,5	8,4	2%	2%	3%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40,0	35,6	12%	34 873	20,5	16,4	13,8	12,6	10,0	8,4	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300,0	240,0	25%	6 192	9,0	8,7	8,0	7,2	7,1	6,2	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7,0	5,3	32%	2 196	15,0	7,0	4,2	9,2	6,1	4,1	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	25,0	23,1	8%	275	—	42,4	13,4	8,5	4,9	4,8	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22,7	19,8	14%	10 499	4,5	4,6	5,7	3,9	4,6	5,3	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72,0	51,6	40%	905	—	14,1	12,9	4,4	4,0	3,9	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review	-	5,3	—	735	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30,0	25,5	18%	71	11,8	9,6	8,9	6,6	5,6	5,1	10%	10%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	40,0	35,7	12%	758	12,2	10,3	9,1	8,1	7,0	6,2	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13 171,0	12 800,0	3%	2 385 598	8,2	7,8	6,1	5,6	4,8	3,6	4%	4%	5%	75
GPW	GPW	Sell	78	97	-20%	4 057	16,9	15,9	15,5	13,7	12,4	12,0	4%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	57	-4%	3 893	14,7	13,8	13,2	10,3	9,5	8,8	5%	6%	6%	—
GTC	GTC	Hold	3,0	2,6	16%	1 482	—	98,1	20,7	50,5	25,0	20,5	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28,5	20,8	37%	931	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5
H&M	HMB	Sell	126,0	171,9	-27%	274 766	21,5	20,3	19,2	8,3	8,2	7,9	5%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61,5	56,2	10%	175 031	24,3	22,2	20,2	13,5	12,3	11,3	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15,6	15,5	0%	33 636	44,9	36,0	27,4	10,4	9,0	7,8	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1 100,0	978,0	12%	13 856	13,2	11,3	10,0	9,3	8,1	7,1	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22,0	18,2	21%	11 428	17,2	13,5	12,3	6,1	5,6	5,3	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Sell	23,1	34,5	-33%	4 053	52,2	10,7	6,2	2,0	1,5	1,0	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1 400,0	1 214,0	15%	11 970	16,8	14,7	12,1	10,8	9,9	8,7	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	325,7	344,2	-5%	68 830	8,9	9,6	11,0	5,3	5,5	6,0	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25 500,0	20 900,0	22%	38 847	14,4	12,9	11,5	7,3	6,4	5,7	4%	5%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15,8	10,9	45%	3 244	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	143	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	244	11%	3 383	34,8	29,3	25,0	11,2	10,1	9,1	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71,2	69,7	2%	728	6,2	8,8	—	4,3	5,7	—	6%	6%	0%	—
Mirbud	MRB	Under Review	-	12,8	—	1 408	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MLP Group	MLG	Buy	120,0	121,5	-1%	2 915	10,4	7,0	5,4	11,3	9,5	7,9	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387,7	398,0	-3%	1 398	14,5	12,9	12,5	9,6	8,6	8,1	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92,0	85,9	7%	6 618	24,8	15,3	11,5	7,1	5,7	4,8	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4 527,0	4 990,0	-9%	3 750	8,7	7,5	6,9	4,3	3,9	3,5	6%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	11,6	6,4	81%	158	3,3	3,0	—	1,5	1,0	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52,5	37,4	40%	1 526	6,0	5,7	5,3	6,6	6,2	5,7	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	132	25%	15 822	25,9	18,6	15,0	6,4	5,6	4,5	3%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860,0	773,0	11%	3 589	17,1	15,2	13,7	9,2	8,3	7,4	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8,2	8,5	-3%	462	32,0	28,6	23,1	8,9	7,5	6,5	4%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160,0	103,2	55%	1 166	12,7	11,4	10,3	8,0	7,5	6,8	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16,2	13,9	16%	18 261	16,5	14,8	12,7	5,2	5,1	4,8	4%	5%	6%	61
Orlen	PKN	Hold	156,5	158,0	-1%	183 429	6,8	8,1	9,3	3,6	4,1	4,8	5%	5%	5%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78,3	66,0	19%	1 337	12,7	11,3	9,7	5,5	4,5	4,0	3%	5%	5%	—
PCF Group	PCF	Under Review	-	3,8	—	173	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220,0	149,0	48%	74 500	5,0	4,1	3,8	4,4	4,4	4,9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	8,6	—	214	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45,6	43,1	6%	24 859	16,2	14,6	13,2	7,3	6,7	6,2	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11,9	11,9	0%	26 588	4,8	6,8	6,8	3,8	5,1	5,0	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	240,0	63%	1 600	9,5	9,2	8,2	5,7	5,3	4,7	7%	10%	11%	0
Polenergia	PEP	Hold	64,6	53,6	21%	4 139	41,1	39,2	23,8	12,8	12,4	5,5	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11,5	7,2	60%	1 843	11,8	10,0	9,1	4,7	3,2	2,4	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36,5	23,1	58%	137	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195,0	145,3	34%	2 114	9,2	9,4	8,9	6,2	6,1	5,4	5%	5%	5%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1 700,0	1 090,6	56%	51 029	33,3	23,3	17,1	18,4	12,9	9,5	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33,9	17,4	95%	401	—	13,8	32,4	—	6,6	10,6	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750,0	610,0	23%	331 464	38,9	28,2	22,5	21,4	16,3	13,2	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228,2	130,0	76%	412	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39,0	26,6	47%	502	—	30,1	16,6	11,0	8,1	6,1	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	86,0	16%	1 085	12,8	11,0	10,7	7,6	6,6	6,2	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398,0	324,8	23%	2 770	15,7	14,2	12,2	11,0	9,3	7,8	3%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	10,8	8,5	27%	14 907	6,4	6,1	6,4	5,4	5,5	5,7	2%	3%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98,3	101,8	-3%	659	12,1	8,8	8,2	7,7	5,6	5,1	10%	8%	12%	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	10,9	10%	808	8,8	8,2	7,3	7,1	6,6	5,9	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400,0	291,5	37%	402 270	4,7	4,4	4,1	4,1	3,6	3,3	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173,8	178,8	-3%	1 403	4,8	14,9	11,5	4,1	6,9	6,0	4%	2%	2%	—
Vercom	VRC	Buy	158,0	130,0	22%	2 889	24,6	19,0	15,4	17,8	13,7	10,9	2%	2%	3%	—
Vigo Photonics	VGO	Buy	700,0	500,0	40%	437	43,4	22,3	12,4	14,8	11,8	7,3	0%	0%	0%	—
Voxel	VOX	Buy	130,0	136,4	-5%	1 433	17,0	14,0	12,7	8,3	6,7	5,8	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5,4	—	1 257	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65,0	61,4	6%	1 828	10,5	15,7	13,8	6,0	5,4	5,1	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9,0	13,5	-33%	250	16,4	15,3	15,6	4,9	5,1	4,9	4%	0%	5%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12,0	10,7	12%	1 107	—	30,1	13,3	5,1	4,6	4,4	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144,0	174,3	-17%	20 492	12,7	15,0	12,8	8,9	10,1	8,4	2%	6%	5%	32
XTPL	XTP	Buy	120,0	68,0	76%	201	—	33,3	9,2	—	13,5	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
repcja@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 Kosior, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra Aerospace & Defence, Deep tech, Consumer	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. 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.