

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

INDITEX: Wyniki 2Q26: Solidne wyniki sprzedażowe obciążone wyższą dynamiką kosztów OPEX [lekko negatywne]

INTER CARS: Wyniki za 2Q26: solidne dzięki marży brutto, wsparte one-offem, mocny OCF [neutralne]

WIRTUALNA POLSKA: Wyniki za 2Q26 zbliżone do oczekiwań, w 3Q w travel oczekiwany niski jednocyfrowy wzrost adj. EBITDA, w mediach utrzymanie słabych trendów [lekko pozytywne]

REINO CAPITAL: Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H26

FINANCIALS

XTB: Spółka otworzyła w sierpniu 53,6 tys. rachunków maklerskich w Polsce - KDPW

OIL, GAS & CHEMICALS

GRUPA AZOTY: Odstąpienie od testowania kowenantu ND/EBITDA przez banki [neutralne]

UTILITIES & MINING

KGHM: Podpisanie listu intencyjnego z BHP

ENEA: Przychody z aukcji uzupełniającej w 2027 mogą wynieść 519m PLN [neutralne]

CONSUMER

ŻABKA GROUP: Spółka otworzyła swój 13.000 sklep w warszawskich Domach Towarowych Wars Sawa Junior

ŻABKA GROUP: Zawarcie przedwstępnej umowy sprzedaży centrów logistycznych w Rzgowie oraz w Kątach Wrocławskich

INTER CARS: Przychody ze sprzedaży w sierpniu'26 na poziomie 1,87mld PLN, +15% r/r

GAMING

DRAGO ENTERTAINMENT: Ustalenie daty premiery gry "Airport Contraband" na platformie Steam na dzień 9 października 2026 roku

INDUSTRIALS

NEWAG: PKP Intercity skorzystały z prawa opcji w zamówieniu na lokomotywy

ARLEN: Podpisanie protokołu odbioru końcowego dotyczącego rozbudowy zakładu produkcyjnego spółki w Żyrardowie

THEON: Wyniki 2Q26: zgodne z wcześniejszymi szacunkami, rosnąca ekspozycja na segment dronowy i antydronowy

WB GROUP / KONGSBERG: WB i Kongsberg podpisały umowę o współpracy przy rozwoju systemów bezałogowych

ADVANCED PROTECTION SYSTEMS / WB GROUP: APS i WB Group podpisały MoU dotyczące współpracy przy systemach C-UAS

IONQ / CREOTECH QUANTUM: IonQ podpisał kontrakt quantum-security za 8,2mln USD i wskazuje na skrócenie horyzontu Q-Day

RYNEK DEFENCE / C-UAS: Polska i Słowacja podpisały porozumienie ws. współpracy przy systemie antydronowym SAN i amunicji 155 mm

PGZ / RYNEK DEFENCE: PGZ zaktualizuje strategię do końca 1Q27, skracając horyzont planowania

RYNEK DEFENCE: NCBR przeznaczy 500 mln PLN w ramach STEP na rozwój technologii obronnych

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

MIRBUD: Wartość portfela zamówień na koniec sierpnia wyniosła 8.73 mld PLN

HOCHTIEF: CPB Contractors wybrany przez Main Roads WA do realizacji rozbudowy Kwinana Freeway w Australii Zachodniej

BIOTECH

SCOPE FLUIDICS: PARP warunkowo przyznała Scope Fluidics dofinansowanie dla projektu Edocera w kwocie 12.2mln PLN.

SCOPE FLUIDICS: Spółka ma patent w USA na technologię wykorzystywaną w systemie BACTEROMIC.

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

INDITEX (ITX SS; HOLD; TP EUR 61.5)

Wyniki 2Q26: Solidne wyniki sprzedażowe obciążone wyższą dynamiką kosztów OPEX [lekko negatywne]

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	10,083	9,814	11,693	8,750	11,005	9.1%	25.8%	11,036	10,917
Gross Profit	5,692	6,108	6,411	5,359	6,237	9.6%	16.4%	6,263	6,192
EBITDA	2,721	3,189	2,964	2,568	2,945	8.2%	14.7%	3,018	2,994
EBIT	1,931	2,371	2,054	1,756	2,087	8.1%	18.8%	2,136	2,154
Net profit	1,486	1,831	1,598	1,375	1,605	8.0%	16.7%	1,662	1,685
Revenues growth	1.7%	4.9%	4.3%	5.8%	9.1%			9.5%	
o/w FX impact	-3.9%	-3.2%	-4.2%	-2.8%	-0.4%			-0.5%	
o/w Constant currency growth	5.8%	8.4%	8.9%	8.8%	9.5%			10.0%	
Gross margin	56.5%	62.2%	54.8%	61.2%	56.7%	22bps	-457bps	56.8%	56.7%
EBITDA margin	27.0%	32.5%	25.3%	29.3%	26.8%	-23bps	-259bps	27.4%	27.4%
EBIT margin	19.2%	24.2%	17.6%	20.1%	19.0%	-19bps	-110bps	19.4%	19.7%
Net profit margin	14.7%	18.6%	13.7%	15.7%	14.6%	-16bps	-113bps	15.1%	15.4%
Number of stores, eop	5,528	5,527	5,460	5,444	5,444	-1.5%	0.0%		
Inventories	3,466	4,499	3,249	3,812	3,789	9.3%	-0.6%		
Cash conversion cycle (days)	-141	-169	-83	-174	-146	-5	28		
Net debt	-4,422	-5,812	-5,025	-4,756	-4,201	-	-		
P/E12M trailing	30.9	30.1	28.6	28.9	28.4				
EV/EBITDA 12M trailing	16.4	15.9	15.7	15.5	15.2				

Source: Company, Trigon, BBG for consensus, 2Q26 ends in July

#Trading update

- Wzrost sprzedaży o +9% CC r/r na początku 3Q (01.08-07.09);
- Zarząd ocenia, że kolekcja AW26 została bardzo dobrze przyjęta;

#Guidance

- Podtrzymany guidance roczny odnośnie wzrostu powierzchni brutto (+5%), wpływu FX na przychody (~-1%) oraz stabilnej marży brutto (+/- 50bps)

INTER CARS (CAR PW; BUY; TP PLN 1,100)

Wyniki za 2Q26: solidne dzięki marży brutto, wsparte one-offem, mocny OCF [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	5,336	5,411	5,689	5,428	5,987	12%	10%	6,013	6,020
o/w Poland	2,054	2,029	2,152	2,001	2,198	7%	10%	2,198	
o/w International	3,281	3,383	3,537	3,428	3,789	15%	11%	3,815	
EBITDA	347	399	369	389	471	36%	21%	477	450
EBIT	286	329	297	317	396	39%	25%	397	376
Net profit	187	238	223	211	279	49%	32%	275	262
Gross margin	28.7%	30.6%	29.4%	29.8%	30.3%	1.6pp	0.5pp	29.8%	
SG&A ratio	23.1%	24.0%	23.4%	23.8%	23.9%	0.8pp	0.2pp	23.0%	
EBITDA margin	6.5%	7.4%	6.5%	7.2%	7.9%	1.4pp	0.7pp	7.9%	7.5%
EBIT margin	5.4%	6.1%	5.2%	5.8%	6.6%	1.3pp	0.8pp	6.6%	6.2%
Net profit margin	3.5%	4.4%	3.9%	3.9%	4.7%	1.2pp	0.8pp	4.6%	4.3%
Cash conversion cycle	139	135	138	134	130	-10	-5		
OCF	236	-17	48	813	-48	-	-		
FCF	85	-198	56	788	-148	-	-		
Inventories	5,542	5,806	5,338	5,759	5,997	8%	4%		
Net Debt	2,998	2,998	3,173	2,609	2,855	-5%	9%		
ND/EBITDA	2.3	2.2	2.2	1.7	1.8	-0.5	0.0		
P/E12M trailing	19.5	18.7	17.4	16.3	14.8				
EV/EBITDA 12M trailing	12.9	12.4	12.1	11.1	10.4				

Source: Company, Trigon

#One-off

- Odszkodowanie od ubezpieczyciela w wysokości 23mln PLN w związku ze zniszczeniem magazynu w Dnipro;

- Saldo pozostałej działalności operacyjnej 13 vs. -15mln PLN przed rokiem, saldo działalności finansowej 7% wyższe r/r, w tym różnice kursowe -5 vs. 1mln PLN przed rokiem;

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	156,698	1.3%	3%	47%
WIG20	4,166	1.3%	4%	47%
mWIG40	10,662	1.7%	1%	34%
sWIG80	31,523	0.6%	0%	5%
PX (Prague)	2,805	-0.5%	1%	23%
BUX (Budapest)	148,969	1.0%	0%	45%
BET (Bucharest)	34,338	-0.3%	-3%	67%
BIST30 (Istanbul)	17,104	2.2%	10%	49%
DAX	26,008	0.0%	-1%	10%
FTSE 100	10,812	-0.1%	-1%	17%
STOXX Europe 600	650	0.0%	-2%	18%
S&P 500	7,674	-0.6%	-1%	18%
NASDAQ 100	29,508	-0.1%	-1%	24%
Nikkei 225	65,087	-1.7%	-1%	50%
Shanghai Comp	3,936	0.2%	0%	3%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.6%	-2.0	50.1	71.0
PL 10Y bond yield	6.1%	-3.0	49.0	71.0
CZ 10Y bond yield	5.1%	-0.9	38.0	74.1
HU 10Y bond yield	5.5%	6.0	13.0	-158.0
RO 10Y bond yield	7.1%	1.0	8.8	-43.2
WIBOR 3M	3.8%	2.0	0.0	-91.0
EURIBOR 3M	2.7%	-1.0	19.5	61.6

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.71	-0.1%	-0.6%	2%
EUR/PLN	4.31	0.0%	0.2%	1.5%
EUR/USD	1.16	0.1%	0.8%	-0.6%
GBP/PLN	5.02	0.0%	0.2%	-2.3%
CZK/PLN	0.18	0.0%	-0.5%	-2.1%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.5%	-8.9%
RON/PLN	0.82	0.0%	-0.1%	2.0%
CNY/PLN	0.55	0.1%	0.0%	-7.8%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,402	-0.1%	1%	20%
Silver (USD/toz)	66.6	1%	1%	63%
Copper (USD/t)	14,709	1.4%	4%	48%
Zinc (USD/t)	4,022	1.0%	8%	40%
Molybdenum (USD/lb)	33.5	0.2%	1%	29%
Iron ore (USD/t)	100	-0.8%	5%	-7%
HCC (USD/t)	276	1.1%	25%	30%
HRC EU (EUR/t)	710	0.0%	1%	25%
Brent crude oil (USD/bbl.)	99.0	1.1%	18%	49%
CO2 (EUR/t)	85.4	0.8%	3%	8%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	77.1	5%	40%	133%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	126	2.7%	26%	44%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	550	1.7%	14%	29%
Shanghai Freight Index	3,590	2.3%	12%	148%

WIRTUALNA POLSKA (WPL PW; HOLD; TP PLN 65)

Wyniki za 2Q26 zbliżone do oczekiwań, w 3Q w travel oczekiwany niski jednocyfrowy wzrost adj. EBITDA, w mediach utrzymanie słabych trendów [lekko pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	541	722	579	584	579	7%	-1%	568	571
Advertising and subs.	167	154	198	163	174	4%	7%	176	
Travel	297	490	288	350	336	13%	-4%	307	
Consumer finance	60	61	70	57	55	-8%	-3%	68	
Other	14	14	14	14	14	-2%	-3%	15	
Barter	5	6	11	4	4	-31%	-1%	6	
Eliminations	-3	-3	-3	-3	-3	-	-	-3	
Revenues pro-forma	564	687	545	555	565	0%	2%	568	
Advertising and subs.	167	154	198	163	174	4%	7%	176	
Travel	319	454	255	321	321	0%	0%	307	
adj. EBITDA	122	242	125	99	103	-15%	4%	103	
Advertising and subs.	58	47	71	46	49	-15%	8%	50	
Travel	54	182	44	43	44	-19%	2%	43	
Consumer finance	7	10	9	9	8	15%	-5%	8	
Other	2	2	1	1	2	-28%	22%	2	
adj. EBITDA pro-forma	128	237	121	98	105	-18%	7%	103	102
Advertising and subs.	58	47	71	46	49	-15%	8%	50	
Travel (excl. fluege.de)	60	178	41	42	45	-25%	7%	43	
EBITDA	88	229	-26	91	78	-11%	-14%	98	
EBIT	26	159	-93	19	7	-74%	-65%	28	5
Net profit	-11	98	-131	-17	63	-	-	90	35
adj. Net profit	21	105	25	-8	3	-84%	-	2	
OCF	166	-6	114	145	241				
Capex	-41	-53	-54	-61	-43				
Lease payments	-7	-8	-5	-8	-11				
Interest paid	-27	-31	-29	-26	-28				
Net debt	1,263	1,486	1,482	1,426	1,283				
adj. P/E 12M trailing	10.8	9.1	10.3	11.6	13.2				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	6.0	5.4	5.5	5.3	5.2				
EV/EBITDA adj. trail. pro-for.	4.7	5.0	5.2	5.3	5.3				

Source: Company, Trigon

#Guidance na 3Q26: reklama i subskrypcje

- Oczekiwana podobna dynamika przychodów jak w 1H (było +4% r/r);
- Wciąż widoczny będzie efekt kontynuowanych inwestycji, co przekłada się na niższy poziom marżowości r/r;
- Grupa nie zakłada istotnego dalszego wzrostu bazy kosztowej w 2027 r.;

#Guidance na 3Q26: travel

- Oczekiwany kilkunastoprocentowy wzrost przychodów;
- Spodziewany niski jednocyfrowy wzrost adj. EBITDA pro forma, w tym wysoki jednocyfrowy w turystyce zagranicznej i spadek w turystyce krajowej.

#One-offy

- Różnica między EBITDA i adj. EBITDA to 25mln PLN kosztów głównie związanych ze sprzedażą Fluege.de, wezwaniem na własne akcje i restrukturyzacją zatrudnienia;
- Zysk ze sprzedaży Fluege.de 27,6mln PLN;
- Rozpoznanie ulgi IP BOX za lata 2020-2024 66,8mln PLN;
- Wyniki Fluege.de za okres do końca maja ujęto w działalności kontynuowanej, a dane za 1Q przekształcono (poprzednio w działalności zaniechanej), co podwyższyło przychody raportowane, ale bez wpływu na wyniki pro forma;
- Amortyzacja PPA w kwartale wyniosła 17mln PLN.

#Dług netto

- Net debt spadł do 1,28mld PLN z 1,43mld PLN na koniec marca, a leverage wyniósł 2,3x, mimo wydania 226,7mln PLN na skup akcji; pomogły wpływy 193mln PLN ze sprzedaży Fluege.de i kapitał obrotowy.

REINO CAPITAL

Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H26

- Przychody ze sprzedaży 62,1mln PLN, +190% r/r;
- Zysk operacyjny 4,6mln PLN, +1199% r/r;
- Zysk EBITDA 6,1mln PLN, +435% r/r;
- Zysk netto 2,7mln PLN vs. strata netto 337tys. PLN w 1H25.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	1516	2488.0	2535.4	2463.9	60%
WIG20	1031.4	1996.6	2095.2	2041.7	49%
WIG40	391.1	397.5	359.0	346.8	109%
sWIG80	61.8	56.5	54.0	63.1	115%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	371	TPE	103.1	COG	15.6
DNP	226.1	XTB	70.4	BMC	8.0
PKO	212.5	MIL	30.6	KGH	4.7
PKN	170.9	ASB	23.4	DAD	4.0
CDR	146.4	ACP	22.4	DIG	3.9
PEO	120.1	ENA	22.0	EUR	3.7
PZU	103.2	BFT	16.6	LWB	3.6
TPE	103.1	MDV	16.2	CMP	3.1
LPP	100.3	COG	15.6	UNT	2.4
ALE	93.2	SNT	12.9	SCW	2.3

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
TPE	267%	COG	537%	COG	537%
LPP	176%	ENA	369%	CTX	433%
MBK	156%	TPE	267%	ZEP	363%
KGH	144%	MIL	258%	DAD	360%
KRU	143%	SLV	226%	SNK	318%
CDR	134%	TEN	186%	AGO	283%
PGE	131%	BHW	182%	KGH	249%
DNP	129%	WPL	164%	CMP	247%
EBP	126%	EUR	143%	MSZ	235%
BDX	120%	LWB	137%	SLV	226%

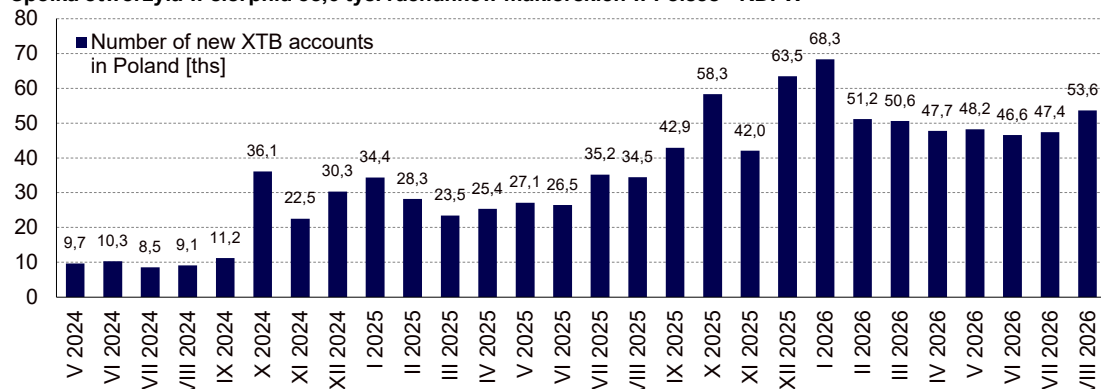
STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20		Worst		
TPE	10	6.1%	MDV	90	-1%
KGH	375	4.7%	KRU	396	-0.4%
PGE	14	4.1%	ALE	46	-0.3%
LPP	22,080	3.8%	PZU	76	-0.3%
DNP	37	3.1%	PCO	42	-0.2%
Best	mWIG40		Worst		
ENA	22.8	10.3%	COG	5.8	-3%
TPE	9.6	6.1%	ASB	137.5	-2.1%
RVU	17.9	3.3%	TXT	41.5	-1.6%
CAR	992.0	2.8%	ATC	6.7	-1.5%
ATT	23.7	2.5%	MDV	90.0	-1.4%
Best	sWIG80		Worst		
DAD	91.8	12.4%	BMC	16.5	-6%
SCW	271.0	8.4%	ICE	61.0	-3.2%
AGO	10.6	7.0%	COG	5.8	-2.5%
SCP	130.0	4.5%	ROB	31.3	-2.3%
CMP	98.1	4.5%	ERB	21.8	-2.0%

FINANCIALS

XTB (XTB PW; HOLD; TP PLN 144)

Spółka otworzyła w sierpniu 53,6 tys. rachunków maklerskich w Polsce - KDPW



OIL, GAS & CHEMICALS

GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)

Odstąpienie od testowania kowenantu ND/EBITDA przez banki [neutralne]

Grupa Azoty uzyskała od 13 instytucji finansujących waiver obejmujący m.in. odstąpienie od testowania kowenantu dług netto/EBITDA na 30 czerwca 2026 r.; pozostałe warunki porozumień są standardowe rynkowo.

UTILITIES & MINING

KGHM (KGH PW; HOLD; TP PLN 325.7)

Podpisanie listu intencyjnego z BHP

KGHM i BHP podpisały list intencyjny ws. potencjalnej współpracy przy projektach eksploracyjnych i rozwojowych oraz wykorzystania wspólnych kompetencji. Rozmowy mogą dotyczyć projektów na całym świecie, ze szczególnym naciskiem na identyfikację nowych możliwości wzrostu w obszarze miedzi.

ENEA (ENA PW; BUY; TP PLN 22.7)

Przychody z aukcji uzupełniającej w 2027 mogą wynieść 519m PLN [neutralne]

Enea zakontraktowała 1,595 GW mocy w aukcji uzupełniającej na 2027 r., co powinno przełożyć się na ok. 519 mln PLN przychodów z rynku mocy (326 PLN/kW)

CONSUMER

ŻABKA GROUP (ZAB PW; HOLD; TP PLN 34)

Spółka otworzyła swój 13.000 sklep w warszawskich Domach Towarowych Wars Sawa Junior

ŻABKA GROUP (ZAB PW; HOLD; TP PLN 34)

Zawarcie przedwstępnej umowy sprzedaży centrów logistycznych w Rzgowie oraz w Kątach Wrocławskich

- Umowa została zawarta z Unicorn (PL) S.r.l., spółką będącą częścią grupy LCN Capital Partners;
- Szacunkowa łączna wartość transakcji wynosi ok. 110mln EUR netto;
- W wyniku transakcji Żabka Group będzie nadal korzystać z obu obiektów w ramach prowadzonej działalności, w oparciu o umowy najmu zawarte na okres minimum 15 lat.

INTER CARS (CAR PW; BUY; TP PLN 1,100)

Przychody ze sprzedaży w sierpniu '26 na poziomie 1,87mld PLN, +15% r/r

- Sprzedaż na polskim rynku +10,9% r/r (YTD +8,1% r/r), sprzedaż zagranicznych spółek +18,7% r/r (YTD +18,1% r/r)
- YTD 15,2mld PLN, +12,8% r/r.

GAMING

DRAGO ENTERTAINMENT

Ustalenie daty premiery gry "Airport Contraband" na platformie Steam na dzień 9 października 2026 roku

INDUSTRIALS

NEWAG

PKP Intercity skorzystały z prawa opcji w zamówieniu na lokomotywy

- Prawo opcji obejmuje dostawy i utrzymanie 32 dodatkowych lokomotyw
- Szacunkowa wartość to 945,6mln PLN netto
- Dostawy lokomotyw w ramach opcji będą realizowane w latach 2028-2029
- Łączna wartość zamówienia podstawowego wraz z prawem opcji na dostawę i utrzymanie 63+32 lokomotyw wyniesie 2,807mld PLN, z czego 2,25mld PLN przypada na dostawę taboru, a reszta kwoty na utrzymanie
- Po zakończeniu wszystkich dostaw w parku taborowym PKP Intercity znajdzie się 110 lokomotyw tej serii Griffin EU200
- Opcja objęta jest mechanizmem waloryzacji
- Dotychczas PK IC odebrał 12 lokomotyw z zamówienia podstawowego, a do końca roku liczba ta wzrośnie do 20, całość zamówienia podstawowego ma być zrealizowana do końca 1Q28
- Lokomotywa wielosystemowa Griffin EU200 pozwala na pracę pod trzema systemami zasilania: 3 kV DC (system polski), 15 kV AC (niemiecki, austriacki, szwedzki, norweski) oraz 25 kV AC (francuski, brytyjski, hiszpański, czeski, słowacki, węgierski)
- Newag zakończył badania homologacyjne i złożył wnioski o wydanie rozszerzeń zezwoleń dla Griffinów EU200 w Czechach i Słowacji, homologacja dla Niemiec i Austrii jest w toku, a dostarczenie kompletu certyfikatów Newag planuje w 2027

ARLEN

Podpisanie protokołu odbioru końcowego dotyczącego rozbudowy zakładu produkcyjnego spółki w Żyrardowie

- Łączna wartość inwestycji wyniosła 4,7mln PLN netto.

THEON

Wyniki 2Q26: zgodne z wcześniejszymi szacunkami, rosnąca ekspozycja na segment dronowy i antydronowy**#Sytuacja rynkowa**

- Popyt na wojskową optoelektronikę pozostaje strukturalnie bardzo mocny, a zarząd oczekuje tradycyjnego przyspieszenia zamówień w 2H26 i domknięcia kilku dużych kontraktów bez oznak ograniczania wydatków przez klientów
- Night Vision Goggles pozostają podstawą biznesu przy szacowanym 50–60% globalnym udziale Theon, ale głównym nowym motorem wzrostu jest platform-based ISR obejmujący gimble dla dronów oraz pasywne rozwiązania counter-drone
- Soft backlog osiągnął 1,46mld EUR, w tym 902mln EUR opcji, podczas gdy order intake w 2Q26 wyniósł 163mln EUR i wzrósł o 225% r/r, co utrzymuje bardzo wysoką widoczność przyszłej sprzedaży
- Zarząd nie traktuje wzrostu znaczenia dronów jako zagrożenia dla tradycyjnego biznesu man-portable, ponieważ rosnące wykorzystanie bezzałogowców zwiększa zapotrzebowanie na ISR i counter-drone, jednocześnie nie eliminuje potrzeby wyposażenia pojedynczego żołnierza
- M&A przesuwa strukturę biznesu w kierunku airborne ISR i counter-drone: Merio wnosi gimble i obecność we Francji, JV z Safranem ma budować pozycję europejskiego lidera w optronice dla dronów, a GHG dodaje pasywne systemy obserwacji i wykrywania zagrożeń

#Koszty i marże

- Duże kontrakty wiążą się z rabatami wolumenowymi, lecz Theon kompensuje niższe ceny jednostkowe skalą zakupów i poprawą efektywności montażu, co dotychczas pozwala utrzymywać marżę EBIT w połowie przedziału 20%
- Kluczowym ryzykiem podaźowym pozostaje strukturalny niedobór image intensifier tubes, który spółka ogranicza poprzez długoterminową umowę z Exosens oraz własne źródło dostaw w Harder Digital
- Nowa fabryka w Koropi ma ruszyć w 2Q27 i będzie ukierunkowana przede wszystkim na rozwój ISR, zapewniając moce potrzebne do realizacji celu ok. 1mld EUR przychodów do 2029

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 pozostaje na poziomie 600mln EUR przychodów i marży EBIT >26%, przy CapEx ok. 30mln EUR.
- Udział nowych produktów cyfrowych i platform electronics ma wzrosnąć w 2026 do 20–25% przychodów, platform-based ISR ma docelowo generować ok. 20% sprzedaży, a w średnim terminie produkty inne niż tradycyjne NVG mają odpowiadać za około połowę przychodów
- Po intensywnym okresie przejść zarząd sygnalizuje 6–12 miesięcy koncentracji na integracji aktywów, co oznacza chwilowe przesunięcie priorytetu z kolejnych transakcji na realizację synergii komercyjnych

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Soft Backlog	622	592	1,414	1,420	1,456	134%	3%	1,414	1,456
Options on Soft Backlog	165	178	856	897	902	445%	1%	856	902
Order Intake	50	65	1,081	70	163	225%	132%	1,314	1,379
Revenue	93	96	164	120	129	38%	7%	444	509
Adjusted EBIT	24	22	47	30	35	49%	17%	116	134
Capex	3	6	6	4	8	132%	103%	19	24
Adj. EBITA margin	25.4%	23.0%	28.4%	25.0%	27.3%	1.9%	2.3%	26.2%	26.3%
Book-to-bill	0.54x	0.68x	6.58x	0.58x	1.26x			2.96x	2.71x

Source: Company,

WB GROUP / KONGSBERG

WB i Kongsberg podpisały umowę o współpracy przy rozwoju systemów bezzałogowych

- Grupa WB i Kongsberg Defence & Aerospace podpisały podczas MSPO umowę o współpracy przy rozwoju systemów bezzałogowych;
- Szczegółowego zakresu technologicznego, harmonogramu ani wartości potencjalnych wspólnych projektów na razie nie ujawniono;
- Prezes WB Piotr Wojciechowski wskazał, że partnerstwo oznacza dla grupy „wejście w nową domenę” i powinno wspierać rozwój eksportu;
- MON wspiera współpracę, podkreślając model lokalizacji produkcji, inwestycji i współtworzenia produktów w Polsce jako warunek współpracy z zagranicznymi spółkami;
- WB rozwija obecnie m.in. morski bezzałogowy StormRider, natomiast Kongsberg posiada szerokie kompetencje w autonomicznych systemach morskich i manned-unmanned teaming;
- Kongsberg już silnie lokalizuje działalność w Polsce: w styczniu pozyskał z PGZ kontrakt SAN za 16 mld NOK i zapowiedział zwiększanie lokalnych mocy produkcyjnych;
- Wojciechowski wiąże poprawę wyników WB z pogłębianiem łańcucha dostaw i rosnącym udziałem własnej produkcji komponentów, grupa nadal rozważa debiut giełdowy.

ADVANCED PROTECTION SYSTEMS / WB GROUP

APS i WB Group podpisały MoU dotyczące współpracy przy systemach C-UAS

- APS i WB Electronics podpisały 8 września MoU dotyczące współpracy przy zwalczaniu bezzałogowych systemów uderzeniowych i rozpoznawczych, także z mobilnych platform naziemnych;
- Współpraca ma obejmować integrację naziemnych radarów z bezzałogowymi efektorami C-UAV, od wykrycia i klasyfikacji celu po jego wstępne naprowadzenie;
- Partnerzy planują rozwijać systemy C-UAV wykorzystujące efektor z napędem elektrycznym, spalinowym, odrzutowym oraz rakietywnym;
- Zakres MoU obejmuje również multisensoryczne i multieffektorowe bezzałogowe platformy naziemne UGV oraz integrację sensorów i efektorów z platformami mobilnymi;
- APS podkreśla, że w odróżnieniu od wcześniejszych porozumień międzynarodowych współpraca z WB ma umożliwić stworzenie w Polsce pełnego łańcucha C-UAS, od radaru po efektor.

IONQ / CREOTECH QUANTUM (CRQ PW; No recommendation)

IonQ podpisał kontrakt quantum-security za 8,2mln USD i wskazuje na skrócenie horyzontu Q-Day

- IonQ podpisał z Congruity360 umowę o wartości 8,18mln USD na wdrożenie sieci quantum-safe wykorzystującej QKD oraz post-quantum cryptography (PQC) do ochrony danych klientów enterprise w USA
- Według spółki jest to jeden z największych dotychczas komercyjnych kontraktów quantum-security w USA;
- Równolegle IonQ opublikował pełny resource estimate dla algorytmu Shora: według modelu ~19,4 tys. fizycznych kubitów wystarczyłoby do złamania podpisu secp256k1 w ~25,7 dnia, a systemy o zbliżonej skali znajdują się na roadmapie IonQ na okolicie 2028 roku, jest to na razie analiza architektury (resource estimate), a nie faktyczne złamanie kryptografii;
- IonQ zaprezentował też platformę Superion 256, której dostawy mają rozpocząć się w 2027 roku, firma rozwija równolegle architekturę 10k qubit i zakłada przejście do integracji CMOS oraz seryjnej produkcji systemów trapped-ion.

RYNEK DEFENCE / C-UAS

Polska i Słowacja podpisały porozumienie ws. współpracy przy systemie antydronowym SAN i amunicji 155 mm

- Ministrowie obrony Polski i Słowacji podpisali list intencyjny o współpracy wojskowo-technicznej w ramach programu SAFE;
- Jednym z głównych obszarów współpracy ma być polski system antydronowy SAN, którym zainteresowana jest Słowacja;
- Słowacja może wnieść własne kompetencje do programu SAN, jednocześnie korzystając z polskich rozwiązań i architektury systemu;
- Słowacki MON szczególnie pozytywnie ocenił rozwijany w SAN system identyfikacji oraz możliwość udziału we wspólnym rozwoju rozwiązania;
- SAN został zamówiony przez Polskę w styczniu 2026 za ~15 mld PLN, z refinansowaniem w ramach SAFE;
- Zamówienie obejmuje 18 baterii i 54 plutony ogniowe, łączące efektor kinetyczne, EW, interceptory, radary i system dowodzenia;
- APS dostarcza radary FieldCTRL Ultra i Follow oraz, wspólnie z PGZ, system dowodzenia obejmujący oprogramowanie SanView;
- Kongsberg odpowiada m.in. za wieżę z armatą 30 mm Bushmaster II, jednym z kilku efektorów kinetycznych systemu;
- Architektura SAN pozostaje otwarta, co umożliwia integrację kolejnych efektorów i zmianę konfiguracji wraz z rozwojem zagrożeń;
- Porozumienie ze Słowacją jest pierwszym wyraźnym krokiem do potencjalnej internacjonalizacji SAN poza polski program zakupowy.

PGZ / RYNEK DEFENCE

PGZ zaktualizuje strategię do końca 1Q27, skracając horyzont planowania

- PGZ zaktualizuje obecną strategię do końca 1Q27, skracając jej horyzont z obecnego 2033 roku do krótszych okresów planistycznych;
- Prezes Adam Leszkiewicz ocenił, że 10-letni horyzont jest zbyt długi przy obecnej dynamice zmian geopolitycznych i rynkowych;
- Nowa strategia ma opierać się na 3-5-letnich okresach planowania i realizacji, preferencyjnie 3-letnich, pierwszy okres może obejmować cztery lata;
- Ewentualne przejęcie pakietu PGZ przez inną spółkę Skarbu Państwa pozostaje decyzją właścicielską i nie jest elementem działań operacyjnych grupy.

RYNEK DEFENCE

NCBR przeznaczy 500 mln PLN w ramach STEP na rozwój technologii obronnych

- Jesienią NCBR planuje uruchomić dwa nabory STEP dla przedsiębiorstw i konsorcjów naukowo-przemysłowych rozwijających technologie obronne, łączny budżet wyniesie 500 mln PLN;
- Uruchomienie konkursów wymaga jeszcze zatwierdzenia przez KE zmian w programie Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki;
- Ścieżka A obejmie granty na innowacyjne rozwiązania defence, natomiast ścieżka B projekty ograniczające strategiczną zależność UE od technologii spoza Europy;
- Finansowanie ma być kierowane do projektów B+R z potencjałem wdrożenia w siłach zbrojnych oraz dalszego rozwoju technologicznego i przemysłowego;
- Wsparciem objęte będą m.in. obrona przeciwlotnicza i przeciwrakietowa, artyleria, amunicja, systemy raketowe oraz technologie dronowe i antydronowe;
- Katalog obejmuje także cyberbezpieczeństwo, AI, walkę radioelektroniczną, mobilność wojskową, technologie morskie, walkę powietrzną oraz rozwiązania medyczne;
- NCBR umożliwi firmom uzyskanie wstępnej opinii ekspertów, czy planowany projekt kwalifikuje się do finansowania w ramach STEP.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

MIRBUD (MRB PW; HOLD; TP PLN 13.5)

Wartość portfela zamówień na koniec sierpnia wyniosła 8.73 mld PLN

- Portfel kontraktów infrastrukturalnych wyniósł ok. 7.44 mld PLN;
- W segmencie budownictwa kubaturowego portfel wyniósł ok. 1.3 mld PLN;
- W segmencie deweloperskim przekazano 340 mieszkań w okresie styczeń-sierpień 2026, a liczba zawartych umów deweloperskich wyniosła 246.

HOCHTIEF

CPB Contractors wybrany przez Main Roads WA do realizacji rozbudowy Kwinana Freeway w Australii Zachodniej

- Kontrakt wygeneruje przychody dla CPB Contractors (spółka budowlana należąca do australijskiej Grupy CIMIC, w 100% kontrolowanej przez HOCHTIEF) w wysokości ok. 250 mln AUD;
- Projekt realizowany będzie wspólnie z McConnell Dowell, Jacobs i Arup;
- Zakres prac obejmuje budowę nowego pasa ruchu o dł. 2.5 km w kierunku południowym wraz z poszerzeniem mostu, 3.3 km pasa w kierunku północnym oraz po 11 km nowego pasa w każdym kierunku na odcinku Russell Road - Mortimer Road;
- Dodatkowo wykonane zostaną m.in. jedenaście nowych skoordynowanych sygnalizacji wjazdowych na jezdni północnej oraz prace przy ekranach akustycznych, barierach ochronnych, nawierzchni i odwodnieniu.

BIOTECH

SCOPE FLUIDICS (SCP PW; BUY TP PLN 228.2)

PARP warunkowo przyznała Scope Fluidics dofinansowanie dla projektu Edocera w kwocie 12.2mln PLN.

- Dofinansowanie zostało przyznane dla projektu "Opracowanie innowacyjnego urządzenia medycznego umożliwiającego profilaktykę oraz bieżącą diagnostykę osób z grupy ryzyka wystąpienia udaru".
- Całkowite koszty projektu zgłoszone we wniosku o dofinansowanie wynoszą 24,5mln PLN.

SCOPE FLUIDICS (SCP PW; BUY TP PLN 228.2)

Spółka ma patent w USA na technologię wykorzystywaną w systemie BACTEROMIC.

- Patent oznacza dla Bacteromic wyłączność na komercyjne wykorzystanie na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki zastrzeganych w nim metod przewidywania wzrostu lub zahamowania wzrostu mikroorganizmów w fenotypowym teście antybiotykooporności, oraz systemów do szybkich testów antybiotykooporności.
- Patent na ww. metody i systemy obowiązuje już w czterech państwach - stronach Konwencji o patencie europejskim.
- Wskazano, że Bacteromic kontynuuje działania zmierzające do uzyskania patentu na ww. rozwiązania w Chinach.

OTHER INFORMATION

BEST: Spółka rozgląda się za nowymi rynkami zagranicznymi, ale na razie nie zdradza szczegółów – prezes

- Na obecnych rynkach spółka chce być nr jeden albo dwa wśród firm windykacyjnych;
- Spółka widzi potencjał inwestycyjny na obecnych trzech rynkach zagranicznych: w Rumunii, Bułgarii oraz we Włoszech;
- Spółka powróciła do inwestycji na rynku rumuńskim, obserwuje pozytywne efekty wprowadzonych zmian na rynku włoskim i liczy, że w 2027 roku powróci tam do aktywnego inwestowania;
- Tegoroczne inwestycje w nowe portfele grupy przekroczą dotychczasowy rekord z 2025 roku;
- W najbliższych miesiącach grupa może wyjść na rynek z kolejną emisją obligacji na dalszy rozwój.

PASSUS: Zawarcie umowy ze spółką należącą do Skarbu Państwa o maksymalnej wartości 4,2mln PLN brutto

- Przedmiotem umowy jest dostawa i wdrożenie rozwiązania do detekcji i reagowania na zagrożenia cyberbezpieczeństwa wraz z 3-letnią gwarancją oraz usługami dodatkowymi.

TRANS POLONIA: Tegorocznym priorytetem spółki jest pełne wykorzystanie potencjału grupy po przejęciu holenderskiej firmy Nijman/Zeetank

- Zarząd zachowuje gotowość do kolejnych przejęć o wartości nawet 1mld PLN.

INSIDER TRADING

ASSECO BS

Renovare Fundacja Rodzinna, podmiot związany z prezesem zarządu, sprzedał 26,5 tys. akcji @ 84 PLN.

SOPHARMA

Industrial Holding AD kupiło 45,8 tys. akcji @ 2,39 EUR.

SOPHARMA

Donev Investments Holding AD sprzedało 2 tys. warrantów @ 0,58 EUR.

SYN2BIO

Insider kupił 1 tys. akcji @ 56,00 PLN.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

GENOMTEC

Zmniejszenie zaangażowania przez 5HT Fundacja Rodzinna z 7,53% do 4,99% kapitału zakładowego i głosów.

SCANWAY

Zmniejszenie zaangażowania przez PGE Ventures sp. z o.o. z 10,82% do 9,64% kapitału zakładowego i głosów

BLOCK TRADES

HIPROMINE

Wolumen: 117,2 tys. @ 46,00
% kapitału: 8,67

POLWAX

Wolumen: 324,9 tys. @ 0,60
% kapitału: 0,53

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

MOSTOSTAL WARSZAWA: Zgłoszenie przez OFE PZU projektu uchwały dotyczącego podwyższenia kapitału zakładowego

- Kapitał zakładowy spółki ma ulec podwyższeniu o kwotę do 100mln PLN w drodze emisji do 100 mln nowych akcji serii VI;
- Emisja z wyłączeniem prawa poboru;
- NWZA jest zwołane na dzień 6 października 2026 roku.

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

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	137.0	15%	17,886	10.8	9.4	8.4	1.4	1.3	1.2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	153.0	18%	22,636	10.8	8.5	7.5	1.2	1.1	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	117.2	9%	15,313	10.9	11.1	10.1	1.6	1.6	1.5	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	455.6	-8%	59,274	14.5	12.5	10.7	2.9	2.7	2.5	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070	1,085	-1%	206,203	12.4	11.6	11.1	1.6	1.6	1.5	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,426.0	-19%	60,673	15.9	13.3	11.4	2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	21.5	-16%	26,118	17.7	11.6	10.3	2.2	1.9	1.7	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	197.0	-12%	100,667	14.7	13.9	13.4	3.1	3.0	2.9	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	45,680	13%	12,790	10.6	9.0	8.6	2.0	1.8	1.6	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	268.6	2%	70,499	12.0	10.6	9.6	2.0	1.9	1.8	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	117.9	3%	147,400	13.4	11.1	10.0	2.4	2.3	2.1	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	754.8	-2%	77,132	14.8	12.4	10.8	2.2	2.1	1.9	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	396.1	39%	7,741	6.5	6.1	5.7	1.3	1.1	1.0	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	76.0	-3%	65,593	10.7	10.2	9.7	1.7	1.7	1.6	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	130.8	7%	316	—	—	14.1	7.1	19.0	5.5	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	153.2	11%	2,681	10.9	11.9	11.8	7.3	7.7	7.5	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17.4	15.6	11%	194	11.0	10.1	8.8	6.0	5.2	4.5	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	45.9	13%	46,704	23.5	18.5	15.5	12.7	10.8	9.3	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.2	21%	459	9.5	9.0	8.9	4.4	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	10.3	-3%	2,270	32.9	12.7	11.5	5.1	5.1	4.9	1%	1%	3%	80
Answear.com	ANR	Buy	25.5	21.2	21%	403	13.2	10.4	8.8	7.0	6.1	5.4	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	50.2	29%	2,937	7.1	6.8	5.2	7.1	6.5	4.8	5%	10%	14%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	20.9	24%	251	11.8	11.8	8.2	8.1	4.2	3.4	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	137.5	-13%	7,631	12.4	9.8	9.1	8.8	7.3	6.6	1%	4%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	157.8	-4%	37,355	77.4	69.8	59.0	33.5	31.1	27.4	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	85.8	10%	2,867	16.9	16.3	14.8	12.1	11.5	10.6	4%	5%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	233.6	-11%	19,389	23.5	22.5	21.2	—	—	—	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	80.8	-7%	4,193	18.6	17.2	15.4	10.7	9.6	8.7	2%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	75.0	55.4	35%	2,397	5.9	5.9	5.8	7.9	7.1	6.7	8%	14%	14%	—
Auto Partner	APR	Buy	33.5	31.2	8%	4,069	15.0	12.6	11.2	10.3	8.8	7.8	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	23.7	—	2,349	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,295.0	10%	17,479	17.8	15.7	14.4	11.2	9.7	8.2	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	77.4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	23.4	71%	451	18.4	15.8	3.2	5.7	4.8	1.3	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	731	23%	18,652	24.6	20.7	17.3	14.8	12.4	10.3	4%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	72.7	60%	462	—	11.7	—	—	6.9	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	239.4	33%	23,919	58.3	37.5	8.9	49.7	29.6	5.7	0%	0%	2%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	21.7	79%	1,170	8.4	120.8	39.1	62.8	18.4	13.1	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,308.9	1,397.0	-6%	751,572	24.1	21.5	27.6	8.6	8.1	8.7	3%	3%	3%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.5	-12%	540	—	8.5	7.7	36.4	3.3	3.3	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671.0	540	24%	388	8.9	11.4	30.1	5.1	5.7	10.2	7%	11%	8%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	702.0	40%	2,460	104.3	47.6	31.5	41.7	23.4	15.0	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	19.58	34%	4,370	26.0	22.7	11.4	6.2	6.0	4.7	7%	7%	7%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	98.1	-4%	1,930	23.7	14.1	12.3	12.3	8.5	7.5	4%	5%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	16.8	37%	16,770	15.7	11.8	9.9	9.5	7.6	6.3	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	13.7	54%	6,696	6.1	3.8	3.6	9.1	6.5	6.6	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	194.0	19%	2,971	36.6	20.6	15.9	16.1	12.0	9.6	1%	1%	1%	88

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.5	16.7	11%	10,684	17.8	13.0	11.2	6.7	6.2	5.8	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	91.8	14%	1,083	29.6	24.4	19.3	17.8	14.9	11.6	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	10.5	10%	4,929	10.4	9.8	9.5	9.3	8.3	8.0	7%	7%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	169.2	16%	5,712	21.0	19.1	18.1	10.7	9.7	9.0	2%	2%	2%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	338.6	-23%	1,546	24.2	19.9	17.5	12.9	11.2	9.9	1%	2%	2%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	37.4	7%	36,638	21.6	17.2	14.5	13.2	10.5	8.8	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	249.5	20%	6,437	9.4	9.0	8.3	7.5	7.4	6.4	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.4	30%	2,229	15.2	7.1	4.3	9.3	6.2	4.1	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	21.8	15%	260	—	40.1	12.7	8.3	4.8	4.6	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	22.8	-1%	12,078	5.2	5.3	6.6	4.2	4.8	5.6	2%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	51.4	40%	902	—	14.1	12.9	4.4	4.0	3.9	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review	-	5.7	—	793	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.3	14%	73	12.2	9.9	9.2	6.9	5.8	5.3	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	12,580.0	5%	2,344,596	8.1	7.6	6.0	5.5	4.7	3.5	4%	4%	5%	75
GPW	GPW	Sell	78	93	-17%	3,899	16.3	15.2	14.9	13.1	11.9	11.4	4%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	57	-5%	3,913	14.7	13.9	13.2	10.4	9.6	8.9	5%	6%	6%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.5	21%	1,418	—	94.2	19.9	50.2	24.9	20.4	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	21.2	34%	949	4.2	4.9	5.7	2.0	2.4	2.8	23%	21%	18%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	169.8	-26%	271,409	21.3	20.1	18.9	8.2	8.1	7.8	5%	5%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	56.5	9%	176,153	24.4	22.3	20.4	13.6	12.4	11.4	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.6	0%	33,550	44.8	35.9	27.3	10.4	9.0	7.8	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	992.0	11%	14,055	13.4	11.5	10.2	9.4	8.2	7.2	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	18.4	19%	11,592	17.5	13.7	12.5	6.2	5.6	5.3	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Sell	23.1	38.9	-41%	4,567	58.8	12.0	7.0	2.3	1.7	1.2	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,257.0	11%	12,394	17.4	15.3	12.5	11.2	10.3	9.0	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	374.7	-13%	74,940	9.7	10.4	12.0	5.7	6.0	6.6	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	22,080.0	15%	41,040	15.2	13.7	12.1	7.7	6.7	5.9	4%	4%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	11.0	44%	3,258	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	149	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	238	14%	3,293	33.8	28.6	24.4	11.0	9.9	9.0	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	61.0	17%	638	5.4	7.7	—	3.7	4.8	—	7%	7%	0%	—
Mirbud	MRB	Hold	13.5	12.0	13%	1,321	10.5	10.6	9.1	6.8	7.0	5.7	2%	2%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	120.0	119.5	0%	2,867	10.3	6.9	5.3	11.2	9.5	7.9	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387.7	414.0	-6%	1,454	15.0	13.5	13.0	10.0	8.9	8.5	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	90.0	2%	6,932	26.0	16.0	12.0	7.3	5.9	4.9	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	5,065.0	-11%	3,807	8.8	7.6	7.0	4.3	4.0	3.6	6%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	11.6	6.4	82%	158	3.3	3.0	—	1.5	1.0	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	37.2	41%	1,518	6.0	5.7	5.3	6.5	6.2	5.7	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	130	28%	15,546	25.5	18.2	14.7	6.3	5.5	4.4	3%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	770.0	12%	3,575	17.0	15.1	13.7	9.2	8.2	7.4	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8.2	8.5	-3%	461	31.9	28.5	23.0	8.9	7.5	6.5	4%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	103.6	54%	1,170	12.8	11.4	10.3	8.0	7.5	6.8	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	14.2	14%	18,655	16.9	15.1	13.0	5.3	5.2	4.8	4%	5%	6%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	158.6	-1%	184,125	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	-	3.7	—	171	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220.0	155.5	41%	77,750	5.2	4.3	4.0	4.4	4.4	4.9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	8.6	—	212	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	41.9	9%	24,172	15.8	14.3	12.9	7.2	6.6	6.1	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	13.7	-13%	30,739	5.5	7.9	7.9	4.1	5.5	5.4	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	237.0	65%	1,580	9.4	9.1	8.1	5.6	5.2	4.7	7%	11%	11%	0
Polenergia	PEP	Hold	64.6	55.8	16%	4,309	42.8	40.8	24.8	13.2	12.7	5.7	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	7.2	60%	1,849	11.8	10.0	9.1	4.7	3.2	2.5	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	23.2	57%	137	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195.0	144.0	35%	2,095	9.1	9.3	8.9	6.2	6.1	5.3	5%	5%	6%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,048.4	62%	49,054	32.0	22.4	16.4	17.8	12.5	9.2	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.9	17.9	89%	414	—	14.3	33.4	—	6.8	11.0	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	577.9	30%	314,021	36.9	26.7	21.3	20.2	15.5	12.4	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	130.0	76%	412	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	26.7	46%	505	—	30.2	16.7	11.1	8.2	6.1	0%	0%	0%	—
Shoper	SHO	Buy	52.5	41.1	28%	1,185	21.6	17.0	13.5	12.4	10.0	7.9	1%	3%	4%	—
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	85.0	18%	1,073	12.6	10.8	10.6	7.5	6.5	6.2	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	338.0	18%	2,883	16.4	14.7	12.7	11.4	9.7	8.2	3%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	9.6	13%	16,803	7.3	6.9	7.2	5.7	5.7	6.0	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	106.5	-8%	690	12.6	9.2	8.6	8.2	5.9	5.4	9%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	69.9	22%	1,606	17.1	11.6	7.6	8.8	5.1	2.8	5%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	11.0	9%	814	8.9	8.2	7.4	7.1	6.6	5.9	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	305.0	31%	420,900	4.9	4.6	4.3	4.2	3.7	3.4	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	186.0	-7%	1,460	5.0	15.5	11.9	4.2	7.1	6.1	3%	2%	2%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	127.0	24%	2,822	24.0	18.6	15.0	17.3	13.3	10.7	2%	3%	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	143.4	-9%	1,506	17.9	14.7	13.3	8.7	7.0	6.1	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5.3	—	1,243	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	63.4	3%	1,888	10.8	16.2	14.2	6.1	5.5	5.2	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	13.3	-32%	246	16.2	15.1	15.4	4.8	5.0	4.8	4%	0%	5%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	10.5	14%	1,090	—	29.6	13.1	5.1	4.6	4.4	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144.0	156.2	-8%	18,362	11.4	13.4	11.5	7.8	8.8	7.3	3%	7%	6%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	81.8	47%	241	—	40.0	11.1	—	16.3	6.5	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	31.6	8%	31,704	25.1	19.5	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.