

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS**PGE:** Wyniki za 2Q26 [neutralne]**DIGITAL NETWORK:** Wyniki za 2Q zgodne ze wstępnyymi [neutralne]**CAPTOR THERAPEUTICS:** Wyniki 2Q26: wyższy cash burn wraz z przyspieszeniem wydatków klinicznych; płynność zabezpieczona emisją akcji [neutralne]**TRAKCJA:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H26**FINANCIALS****GPW:** Niezależne testy potwierdzają gotowość funkcjonalną systemu WATS**OIL, GAS & CHEMICALS****ORLEN:** Rząd przyjął projekt ustawy windfall tax 2.0. bez retroaktywności. Krytyka ze strony Kancelarii Prezydenta [pozytywne]**ORLEN:** Orlen zwiększa zakupy spotowe po anulowaniu części dostaw z Arabii Saudyjskiej. USA o timingu restartu East-West [lekko negatywne]**MOL:** Zabezpieczone dostawy ropy z dyskontem do Brent. Pair-trade vs. PKN [pozytywne]**CONSUMER****AUTO PARTNER:** Zawarcie umowy najmu powierzchni magazynowych w Niemczech**ZALANDO:** Zmiany celne mogą wyrównać warunki konkurencji z platformami spoza UE – dlahandlu.pl**INFLACJA CPI:** Inflacja CPI za sierpień'26: +3,4% r/r vs. konsensus +3,1% r/r, +0,3% m/m vs. konsensus +0,1% m/m**LOGISTICS & TRANSPORT****PKP CARGO:** Spółka złożyła zmienione propozycje układowe w toczącym się postępowaniu sanacyjnym**GAMING****GAMES OPERATORS:** Zawarcie umowy licencyjnej dotyczącej mobilnej wersji gry "Infection Free Zone"**INDUSTRIALS****GRUPA KĘTY:** Podsumowanie konferencji poświęconej przejęciu Grupy METRA [lekko pozytywne]**CREOTECH INSTRUMENTS / PHOENIX SYSTEMS:** Powstaje Polish SatCom Alliance - projekt polskiego systemu satelitarnej łączności IoT**MO-BRUK:** Spółka chce na koniec 2028 roku zwiększyć w grupie łączny maksymalny pułap mocy przetwórczych do ok. 550 tys. ton rocznie**PHOENIX SYSTEMS / RYNEK DEFENCE:** Podsumowanie Phoenix-EVENT 2026**RYNEK STALI:** Huta Częstochowa i Hyundai Rotem podpisały MoU dotyczące możliwej dostawy stali pancernej dla sprzętu wojskowego w Polsce**RYNEK DEFENCE:** Niemcy i USA podpisały Lol o pogłębieniu współpracy przemysłów obronnych - Reuters**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****BUDIMEX:** Budimex zainteresowany przejęciem OHLA ZS na rynku czeskim – media**ARCHICOM:** Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [neutralnie]**MURAPOL:** Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [lekko pozytywne]**ATAL:** Wprowadzenie do sprzedaży 72 mieszkań w ramach II etapu inwestycji ATAL Jasieny w Gdańsku**UNIBEP:** Podpisanie umowy o wartości 4.24 mld PLN netto z PKP PLK**SKANSKA:** Inwestycja 66 mln EUR w pierwszy etap projektu biurowego Nowy Format w Krakowie**BIOTECH****MABION:** 2026 pozostaje kolejnym okresem przejściowym; kluczowa konwersja pipeline'u CDMO w 2027 oraz regulatory de-risking MabionCD20- podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

PGE (PGE PW; BUY; TP PLN 11.9)

Wyniki za 2Q26 [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26P	2Q26E	Cons.
Revenues	13 804	13 785	16 678	17 453	15 263	11%	-13%	-	15 824	15 202
EBITDA	3 336	2 644	1 137	4 081	4 114	23%	1%	4 114	3 582	3 566
EBITDA adj.	3 269	2 957	2 332	4 137	3 963	21%	-4%	3 963	3 582	3 566
Coal generation	-522	212	-243	281	629	-	124%	629	420	
Heating	345	207	880	1 122	382	11%	-66%	382	350	
RES	523	402	317	450	487	-7%	8%	487	512	
Distribution	1 305	1 300	1 390	1 477	1 292	-1%	-13%	1 292	1 290	
Trading	481	283	-206	389	407	-15%	5%	407	370	
Energy Railway Services	306	295	345	329	345	13%	5%	345	320	
Gas-fired generation	133	182	65	179	396	198%	121%	396	320	
Others	698	76	-216	-90	25	-96%	-	25	0	
EBIT	-6 782	1 498	-436	3 032	2 654	-	-12%	-	2 482	2 569
Financials	48	-712	114	-386	-419	-	-	-	-339	
EBT	-6 736	787	-322	2 645	2 242	-	-15%	-	2 143	
Income tax	-2 859	-243	3 492	-609	-231	-	-	-	-407	
Net profit	-9 606	552	3 141	1 938	2 015	-	4%	2 064	1 736	1 786
OCF	7 395	1 315	38	1 179	7 698	4%	553%	-	2 328	
CF inv. outflows	-2 290	-2 971	-4 235	-3 783	-2 395	5%	-37%	-	-4 000	
Capex (company)	-3 198	-2 666	-3 463	-1 657	-3 267	2%	97%	-3 267	-4 000	
Net debt	-992	368	4 207	7 136	1 753	-	-75%	1 753	8 808	
Economic Net debt	14 650	15 506	15 809	15 280	14 173	-3%	-7%	14 173	16 952	
EBITDA margin	24%	19%	7%	23%	27%	-	-	-	23%	
EBIT margin	-	11%	-	17%	17%	-	-	-	16%	
Net profit margin	-	4%	19%	11%	13%	-	-	-	11%	
P/E 12M trailing	-	-	-	-	4.1	-	-	-	-	
EV/EBITDA adj. 12M trailing	3.3	3.3	3.7	3.8	3.5	-	-	-	-	

Source: Company, Trigon DM

KPI	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q
Net energy generation (TWh)	11.4	12.6	15.1	16.5	13.5	18%	-18%
Lignite	6.0	7.0	7.0	7.7	7.1	17%	-8%
Hard coal	2.7	2.9	4.4	4.6	3.8	39%	-19%
Gas	1.9	2.0	2.8	3.3	1.8	-6%	-46%
Hydro+Wind	0.7	0.6	0.5	0.8	0.7	3%	-7%
Others	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	7%	23%
Sales of heat (PJ)	7.5	3.5	18.1	23.7	7.6	2%	-68%
Sales in trading (TWh)	7.7	7.7	8.3	8.1	7.4	-5%	-9%
Distribution (incl. PKP) (TWh)	9.4	9.7	11.0	11.5	9.8	4%	-15%
Real. el. price in conv. gen.(PLN/MWh)	509	487	491	528	496	-3%	-6%
CO2 cost (PLN/t)	320	318	323	338	332	4%	-2%

Source: Company, Trigon DM

- **Wyniki za 2Q26 są zgodne z wcześniejszymi szacunkami Spółki.** EBITDA adj. wyniosła 3.96 mld, a **zysk netto** 2 mld PLN. Saldo finansowe wyniosło -0.42 mld, a stopa podatkowa 10%.

- **OCF** wyniósł aż 7.7 mld, co wynika jednak z zmiany stanu uprawnień do emisji **CO2** (+5.1 mld), przy negatywnym wpływie zmiany stanu rezerw na -1.7 mld PLN. **Capex** wyniósł -3.3 mld, a **ekonomiczny dług netto** (zgodnie z wynikami wstępnymi) spadł o 1.1 mld q/q do 14.17 mld PLN. Raportowany ND/EBITDA adj. LTM wynosi 0.13x (vs. 0.56x w 1Q26), a ekonomiczny ND/EBITDA adj. LTM 1.1x.

- EBITDA adj. w **energetyce węglowej** wyniosła 0.63 mld PLN, przy pozytywnym efekcie zmiany stanu rezerw na umowy rodzące obciążenia (300m PLN; +971m r/r), przy wyższych przychodach z usług systemowych.

- W **cieple** EBITDA adj. wyniosła 0.38 mld PLN, przy wzroście wolumenu sprzedaży o 2% r/r, wyższych przychodach z rynku mocy i dot. wsparcia kogeneracji.

- W **OZE** EBITDA adj. spadła o 7% r/r do 0.49 mld PLN, przy istotnym wzroście wolumenów w elektrowni szczytowo-pompowych (+50% r/r), słabszej wodzie (-30% r/r) i wietrze (-16% r/r).

- W **dystrybucji** EBITDA adj. wyniosła 1.29 mld PLN. Porównywalny wynik r/r, przy niższym WACC, wyższym RAB i wyższych wolumenach o 4% r/r (+66m PLN r/r).

- EBITDA adj. w **tradingu** wyniosła 0.4 mld PLN (-15% r/r), przy słabszym wyniku na taryfie G. Efekt r/r na marży na energii elektrycznej wyniósł -222m PLN r/r, na wolumenie +48m r/r, na rezerwach -96m r/r.

- W **energetyce kolejowej** EBITDA adj. wyniosła 0.34 mld PLN (+13% r/r), przy wyższych wolumenach (+11% r/r).

- W segmencie **gazowym** EBITDA adj. wyniosła 0.4 mld PLN (+121% q/q), przy wyniku na obrocie gazem w kwocie 0.25 mld PLN, negatywnym efekcie wolumenowym (-80m PLN r/r) i pozytywnym na cenie (+0.2 mld PLN r/r).

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	153,698	-0.3%	0%	45%
WIG20	4,121	0.0%	2%	46%
mWIG40	10,199	-1.2%	-5%	29%
sWIG80	30,462	-1.5%	-4%	2%
PX (Prague)	2,752	-0.3%	-1%	21%
BUX (Budapest)	153,518	1.2%	2%	54%
BET (Bucharest)	32,698	-1.0%	-9%	58%
BIST30 (Istanbul)	16,645	-2.2%	4%	35%
DAX	25,402	-0.2%	-4%	9%
FTSE 100	10,658	-0.4%	-1%	16%
STOXX Europe 600	634	-0.3%	-4%	15%
S&P 500	7,586	-0.4%	-3%	15%
NASDAQ 100	28,938	-0.6%	-4%	19%
Nikkei 225	63,699	0.0%	-7%	42%
Shanghai Comp	3,882	-0.5%	-1%	1%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.9%	1.3	69.0	104.8
PL 10Y bond yield	6.4%	-0.7	56.5	92.5
CZ 10Y bond yield	5.4%	8.3	56.0	105.2
HU 10Y bond yield	5.7%	8.0	16.0	-141.0
RO 10Y bond yield	7.2%	7.5	26.9	-6.4
WIBOR 3M	3.9%	1.0	2.0	-89.0
EURIBOR 3M	2.7%	1.7	15.6	66.4

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.76	-0.1%	0.9%	5%
EUR/PLN	4.34	0.0%	0.6%	2.1%
EUR/USD	1.15	0.0%	-0.3%	-2.7%
GBP/PLN	5.07	0.0%	-0.5%	-3.6%
CZK/PLN	0.18	0.0%	-0.1%	-2.1%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.1%	-8.2%
RON/PLN	0.82	0.0%	-0.2%	1.8%
CNY/PLN	0.56	0.0%	-1.2%	-10.2%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,334	0.8%	-1%	17%
Silver (USD/toz)	64.7	2%	-2%	52%
Copper (USD/t)	14,084	0.6%	-1%	38%
Zinc (USD/t)	3,824	0.8%	2%	28%
Molybdenum (USD/lb)	33.8	0.0%	1%	32%
Iron ore (USD/t)	97	-0.1%	1%	-9%
HCC (USD/t)	271	0.0%	16%	28%
HRC EU (EUR/t)	735	3.5%	4%	28%
Brent crude oil (USD/bbl.)	108.0	-0.7%	22%	58%
CO2 (EUR/t)	85.6	-2.7%	5%	9%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	79.5	-3%	31%	148%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	136	2.7%	28%	57%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	568	-3.1%	15%	33%
Shanghai Freight Index	3,662	2.0%	12%	154%

DIGITAL NETWORK (DIG PW; SELL; TP PLN 260)

Wyniki za 2Q zgodne ze wstępnymi [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26	prel.
Revenues	20.5	20.9	56.2	42.9	60.8	197%	42%	55.7	60.9
EBITDA	12.9	13.5	31.9	22.6	38.2	196%	69%	32.7	38.2
EBIT	9.8	10.5	24.7	13.0	25.5	160%	96%	23.0	25.5
Net profit b.m.	8.1	8.9	18.1	7.0	13.6	68%	93%	16.0	13.6
Net profit	7.5	8.3	17.2	6.7	13.0	74%	94%	15.4	13.0
OCF	11.3	6.9	26.7	16.3	30.3				
Lease payments	-2.5	-2.5	-7.5	-9.1	-12.1				
Capex	-0.3	-1.5	-4.0	-7.0	-5.3				
FCF (OCF - Lease - Capex)	8.5	2.9	15.2	0.2	12.8				
Net debt	1.4	-4.9	181.5	178.5	177.4				
Net debt ex-leases	-19.4	-26.6	51.6	52.7	23.0				
P/E 12M trailing	58.8	55.5	45.4	43.1	37.8				
EV/EBITDA 12M trailing	34.5	32.9	28.2	23.3	17.7				
Revenues y/y	25%	12%	106%	179%	197%				
EBITDA margin	63%	65%	57%	53%	63%				
EBIT margin	48%	50%	44%	30%	42%				
Net profit margin	37%	40%	31%	16%	21%				

Source: Company, Trigon

- Cash flow jako suma przepływów operacyjnych, leasingu (z odsetkami) oraz capexu wzrósł o 52% r/r do 12,8mln PLN;
- 16mln PLN wpływu z tytułu sprzedaży akcji własnych w cenie 220 PLN za akcję, co pomogło obniżyć dług netto bez leasingu do 23mln PLN;
- Efektywna stopa podatkowa 33% (w przypadku przyjęcia stopy 19% wynik netto byłby wyższy o 2,8mln PLN);
- Rozwój sieci w 1H26: flagowy ekran Warsaw Stage w Warszawie, 27 mniejszych ekranów na stacjach BP, sieć indoor w kawiarniach Costa Coffee (250 lokalizacji), nośniki wewnątrz biurów, nowy ekran (125m2 na CH Milenium Hall w Rzeszowie), ekrany na dworcach w Łodzi, Szczecinie i Warszawie.

CAPTOR THERAPEUTICS (CTX PW; BUY; TP PLN 116.3)

Wyniki 2Q26: wyższy cash burn wraz z przyspieszeniem wydatków klinicznych; płynność zabezpieczona emisją akcji [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	2.0	0.0	0.0	0.3	1.6	-19%	398%	0.4	0.7
R&D cooperation	2.0	0.0	0.0	0.3	1.6	-19%	398%	0.4	
Partnerings	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Profit from R&D activity	-0.6	2.0	0.0	0.3	1.5	-	345%	0.3	
Operating costs	14.5	16.1	12.3	12.5	16.0	10%	28%	-12.8	
Grants	4.4	2.3	2.0	0.9	1.6	-63%	84%	1.0	
Other operating costs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
EBITDA	-9.4	-10.8	-9.5	-10.4	-12.0	-	-	-12.4	
D&A	1.3	1.0	0.8	0.9	0.9	-33%	-2%	1.0	
EBIT	-10.7	-11.8	-10.3	-11.3	-12.9	-	-	-11.4	-12.9
Income tax	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Net profit	-9.8	-11.5	-10.0	-11.3	-11.4	-	-	-10.4	
adj. Net profit	-9.8	-11.5	-10.0	-11.3	-11.4	-	-	-10.4	-11.5
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	-1.2	-	0.2	-	0.1				
R&D costs	10.2	14.7	9.8	10.6	13.8				
SG&A	4.4	1.4	2.5	1.9	2.2				
OCF	-10.6	-11.5	-38.3	-12.6	-12.0				
Cash and equivalents	48.7	36.0	32.1	17.9	71.5				

Source: Company, Trigon DM

- **Przychody** były związane z umową współpracy badawczej i opcji licencyjnej zawartą w listopadzie 2025 oraz z nową umową współpracy badawczej podpisaną w 1H26 (partnerzy nieujawnieni). CTX nie rozpoznał w kwartale przychodów z nowych transakcji partneringowych.
- **Dotacje:** ok. PLN 1.4m w 2Q26 vs PLN 4.4m rok wcześniej i PLN 0.9m w 1Q26. Łącznie w 1H26 przychody z dotacji wyniosły PLN 2.3m i dotyczyły głównie projektów viadrudomide/CT-01 oraz vratitoclax/CT-03, finansowanych m.in. przez NCBR i EIC Accelerator.
- **Koszty operacyjne:** ok. PLN 16.0m (+10% r/r; +28% q/q), w tym koszty projektów R&D ok. PLN 13.7m (+35% r/r; +30% q/q) oraz SG&A ok. PLN 2.3m (-48% r/r; +20% q/q). Wzrost kosztów prac badawczych

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2303	2546.4	2558.6	2504.2	90%
WIG20	1836.0	2041.0	2108.9	2074.0	87%
WIG40	357.3	407.6	358.7	353.0	100%
sWIG80	50.2	59.7	54.9	63.8	91%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	378	XTB	77.2	ELT	11.9
KGH	336.0	BFT	53.3	EUR	4.4
PZU	311.5	ASB	45.7	DIG	4.1
PKN	262.3	ACP	35.1	COG	3.5
ALE	231.5	TPE	32.0	UNT	3.3
PEO	207.4	MDV	27.8	BMC	3.1
DNP	160.3	GPW	24.5	AST	2.2
KTY	136.2	DOM	16.4	CMP	1.8
ZAB	79.0	MIL	14.5	LWB	1.7
PGE	67.2	DVL	11.5	VGO	1.6

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KTY	516%	DOM	475%	REX	777%
ALR	229%	DVL	448%	AST	609%
PZU	169%	GPW	184%	ELT	534%
MDV	151%	BFT	181%	TAR	344%
PKO	145%	CAR	161%	AMB	298%
ALE	141%	ATC	154%	SKA	247%
PEO	134%	APR	154%	ARH	199%
PKN	132%	MDV	151%	QRS	194%
EBP	129%	EUR	133%	MCI	193%
LPP	115%	HUG	130%	BRS	180%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
KTY	1,264	9.7%	PKN	159	-2%
MDV	88	2.8%	KGH	327	-2.0%
PCO	42	1.6%	BDX	703	-1.3%
TPE	9	1.5%	KRU	382	-1.1%
DNP	36	1.4%	MBK	1,446	-0.9%
Best			mWIG40		
MDV	87.8	2.8%	BFT	4,816.0	-4%
ASB	148.7	2.6%	COG	5.3	-4.2%
HUG	21.8	2.1%	SLV	26.1	-3.0%
APR	30.0	2.0%	ACP	219.6	-2.6%
WPL	60.0	1.7%	ENA	20.0	-2.3%
Best			sWIG80		
BRS	5.0	3.5%	ELT	58.2	-15%
IMC	31.0	2.3%	REX	11.3	-9.4%
HUG	21.8	2.1%	AST	36.6	-7.6%
DIG	374.0	1.6%	UNT	191.2	-4.3%
DAT	118.8	1.5%	COG	5.3	-4.2%

wynikał przede wszystkim z wyższych kosztów usług obcych związanych z badaniem klinicznym CT-01 oraz przygotowaniem do badania klinicznego CT-03. Jednocześnie koszty utrzymania organizacji i platformy badawczej oraz koszty ogólnego zarządu pozostawały niższe o ok. 40% r/r.

- **OCF / cash burn:** OCF w 2Q26 wyniósł ok. -PLN 12.0m, a w całym 1H26 -PLN 24.6m. Na przepływy operacyjne wpływały m.in. wzrost należności oraz rozliczeń międzyokresowych związanych z prowadzonymi projektami.

- **Cash position:** raportowane środki pieniężne na koniec 06.2026 wynosiły PLN 2.4m, jednak dodatkowo Captor posiadał PLN 69.1m innych aktywów finansowych (PLN 58.4m w funduszach inwestycyjnych oraz PLN 10.7m w obligacjach). W marcu 2026 spółka pozyskała dodatkowo PLN 65.6m brutto z emisji akcji.

- **Partnering:** Captor prowadzi zaawansowane rozmowy dotyczące potencjalnych umów dla NEK7 / CT-02B i CT-02S, a także nie wyklucza partneringu CT-01 oraz CT-03. W 1H26 podpisano również nową współpracę badawczą z nieujawnionym partnerem; obecnie jej skala finansowa pozostaje nieistotna, ale może zostać rozszerzona.

- Status projektów R&D: **CT-01 / viadrudomide:** projekt znajduje się w rozwoju klinicznym; wzrost kosztów w 1H26 obejmował wydatki związane bezpośrednio z prowadzonym badaniem klinicznym. Projekt pozostaje również potencjalnym przedmiotem transakcji partneringowej.

- **CT-03 / vratitoclast:** spółka ponosiła w 1H26 koszty przygotowania programu do badania klinicznego. Projekt korzysta z finansowania EIC Accelerator; na koniec czerwca nierozliczona część dotacji EIC wynosiła ok. PLN 3.6m.

- **CT-02 / NEK7:** projekty CT-02B i CT-02S pozostają jednym z głównych obszarów potencjalnego partneringu; zarząd wskazuje na zaawansowane rozmowy z potencjalnymi partnerami.

TRAKCJA

Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1H26

- Przychody ze sprzedaży 891,5mln PLN, -3% r/r;
- Zysk brutto ze sprzedaży 60,3mln PLN, +102% r/r;
- EBITDA 47,8mln PLN;
- Zysk brutto 20,7mln PLN vs. strata brutto 5,4mln PLN w 1H25.

FINANCIALS

GPW (GPW PW; SELL; TP PLN 78)

Niezależne testy potwierdzają gotowość funkcjonalną systemu WATS

- Testy przeprowadzone przez Exactpro potwierdziły gotowość rozwiązania w objętym nimi zakresie i stanowią jeden z końcowych etapów przygotowań do migracji.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)

Rząd przyjął projekt ustawy windfall tax 2.0. bez retroaktywności. Krytyka ze strony Kancelarii Prezydenta [pozytywne]

- Rząd przyjął projekt ustawy o podatku od nadzwyczajnych zysków firm paliwowych, który w dużej mierze powiela założenia ustawy skierowanej w lipcu przez prezydenta do Trybunału Konstytucyjnego. Rząd zakłada, że w tym i przyszłym roku danina przyniesie łącznie 4 mld PLN wpływów do budżetu. Wbrew wcześniejszym zapowiedziom projekt przewiduje działanie podatku wstecz – obejmie on część przychodów ze sprzedaży paliw ciekłych osiągniętych od marca do grudnia 2026r. Rząd uznaje takie rozwiązanie za zgodne z dotychczasowym orzecznictwem Trybunału Konstytucyjnego. Projektem ma dziś zająć się Sejm, a głosowanie zaplanowano na piątek. Ustawa ma wejść w życie 1 listopada 2026r.

- Szef Kancelarii Prezydenta RP Zbigniew Bogucki ocenia, że wejście w życie ustawy, która ma opodatkować nadzwyczajne zyski koncernów paliwowych, spowoduje, że firmy przerzucą te koszty na innych. Przypomniał, że główne zarzuty do ustawy skierowanej przez prezydenta do TK to: prawo działające wstecz, podatki zmieniające się w trakcie roku oraz brak odpowiedniej procedury uchwalenia tej ustawy ([LINK](#))

ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)

Orlen zwiększa zakupy spotowe po anulowaniu części dostaw z Arabii Saudyjskiej. USA o timingu restartu East-West [lekko negatywne]

- **Arabia Saudyjska** powiadomiła europejskich klientów o **anulowaniu części dostaw ropy na wrzesień**.

- Według źródeł Orlen dokonał w piątek i poniedziałek kilku zakupów ropy na rynku spotowym. Dwa źródła wskazały, że spółka zakontraktowała gatunki z Morza Północnego, w tym Grane, Johan Sverdrup i Johan Castberg. Z kolei dwa inne źródła podały, że Orlen analizował również dostawy bardziej odległych gatunków, m.in. amerykańskiej WTI Midland oraz kazachskiej CPC Blend. We wtorek spółka ogłosiła kolejny przetarg na zakup ropy z Morza Północnego lub Algierii z dostawą w październiku, a także ropy z Gujany z dostawą w listopadzie – podał jeden z traderów. Wyniki przetargu nie były jednak od razu dostępne ([LINK](#))

- Wg. źródeł ([LINK](#)) **nie doszło do skutku co najmniej pięć kontraktów** na transport ropy naftowej z terminalu w Sidi Kerir w Egipcie do Gdańska, planowanych na wrzesień.

- Sekretarz energii USA Chris Wright powiedział 15 września CNBC, że spodziewa się **wznowienia przepływu przez East-West Pipeline „w ciągu kilku dni”** ([LINK](#))

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

Zabezpieczone dostawy ropy z dyskontem do Brent. Pair-trade vs. PKN [pozytywne]

CONSUMER

AUTO PARTNER (APR PW; BUY; TP PLN 33.5)

Zawarcie umowy najmu powierzchni magazynowych w Niemczech

- W oparciu o podpisaną umowę zostanie stworzone centrum logistyczno-magazynowe o powierzchni ok. 24,3 tys. m2;
- Prace związane z uruchomieniem centrum logistyczno-magazynowego zakończą się najpóźniej w 1Q28.

ZALANDO

Zmiany celne mogą wyrównać warunki konkurencji z platformami spoza UE – dla handlu.pl

- Od 1 lipca 2026 zniesiono zwolnienie z cła dla przesyłek spoza UE o wartości do 150 EUR, obejmując je stałym cłem 3 EUR, a od listopada 2026 dojdzie opłata 2 EUR za obsługę każdej takiej przesyłki;
- Według KE w 2025 do UE trafiło ok. 5,9mld przesyłek niskiej wartości;
- Według francuskiej administracji celnej w lipcu import towarów o wartości poniżej 150 EUR spadł o 30-40% m/m;
- Dyrektor ds. public affairs CEE w Zalando Kamil Mirowski wskazał na pierwsze sygnały spadku importu przesyłek niskiej wartości do Polski. Dalsze efekty reform mogą być widoczne po wdrożeniu kolejnych opłat.

INFLACJA CPI

Inflacja CPI za sierpień'26: +3,4% r/r vs. konsensus +3,1% r/r, +0,3% m/m vs. konsensus +0,1% m/m

	Aug 25	Sep 25	Oct 25	Nov 25	Dec 25	Jan 26	Feb 26	Mar 26	Apr 26	May 26	Jun 26	Jul 26	Aug 26	Cons.	Weight
y/y															
Total - CPI	2.9%	2.9%	2.8%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	3.0%	3.2%	3.1%	2.5%	3.0%	3.4%	3.1%	
Food and non-alcoholic beverages	4.9%	4.2%	3.4%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%	2.1%	1.9%	0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.9%		25.9%
Residential use and energy carriers	4.2%	4.1%	4.2%	4.1%	4.1%	3.8%	4.3%	4.3%	4.8%	5.0%	4.9%	4.5%	4.6%		20.4%
Transport	-5.4%	-3.8%	-2.3%	-2.3%	-3.2%	-5.8%	-5.7%	3.1%	3.5%	5.6%	1.3%	7.0%	11.2%		10.2%
Alcoholic bev. and tobacco products	6.6%	6.8%	7.0%	7.1%	7.9%	6.9%	6.9%	6.7%	6.7%	6.4%	6.5%	6.9%	6.6%		4.8%
Restaurants and hotels	5.7%	5.4%	5.5%	5.5%	5.2%	5.1%	4.6%	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%	4.2%	4.2%		5.6%
Clothing and footwear	-1.5%	-0.8%	-1.1%	-2.1%	-2.2%	-2.7%	-3.4%	-3.2%	-2.8%	-3.4%	-3.1%	-3.6%	-2.9%		3.8%
m/m															
Total - CPI	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.7%	0.3%	1.1%	0.6%	-0.3%	-0.5%	0.8%	0.3%	0.1%	
Food and non-alcoholic beverages	-0.1%	-0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	1.4%	0.3%	0.0%	0.6%	-1.0%	-0.7%	-0.8%	-0.7%		25.9%
Residential use and energy carriers	0.2%	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	1.6%	0.7%	0.1%	0.6%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.3%		20.4%
Transport	-0.4%	-1.3%	0.3%	1.1%	-0.1%	-2.2%	-0.4%	8.2%	0.0%	-0.5%	-4.4%	7.4%	3.5%		10.2%
Alcoholic bev. and tobacco products	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%	0.1%	0.7%	1.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.0%		4.8%
Restaurants and hotels	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	0.5%	0.2%	0.3%		5.6%
Clothing and footwear	-1.5%	2.7%	3.2%	-0.5%	-1.7%	-4.1%	-2.5%	4.7%	2.5%	-0.9%	-1.7%	-4.1%	-0.7%		3.8%

Source: Statistics Poland, PAP, Trigon

LOGISTICS & TRANSPORT

PKP CARGO

Spółka złożyła zmienione propozycje układowe w toczącym się postępowaniu sanacyjnym

- Zmiany względem poprzedniej wersji dotyczą wprowadzenia mechanizmu dodatkowego zaspokojenia wierzycieli.

GAMING

GAMES OPERATORS

Zawarcie umowy licencyjnej dotyczącej mobilnej wersji gry "Infection Free Zone"

INDUSTRIALS

GRUPA KĘTY (KTY PW; BUY; PLN 1,400)

Podsumowanie konferencji poświęconej przejęciu Grupy METRA [lekko pozytywne]

#METRA

- 145 tys. ton mocy przerobowych w wyciskaniu, z czego ok. 35% w Europie.
- 55% przychodów w Europie, reszta Ameryka Północna.
- Wszystkie segmenty produktowe, tj. Industry, Buildings oraz Rail prowadzą działalność w Europie.

#Building

- Biznes architektoniczny, zdaniem Prezesa, jest zbliżony do biznesu Aluprofu.
- Produkty fasadowe METRA posiadają globalną pulę klientów.

#Rail/Industry

- Grupa specjalizuje się w zaawansowanej obróbce profili aluminiowych, dodatkowo posiada know-how w zakresie produkcji dużych, wysoko zaawansowanych profili aluminiowych.
- METRA posiada 2 prasy na ponad 14 cali, z raptem kilkunastu dostępnych na całym świecie.

#Ameryka Północna

- W ostatnich latach Aluprof koncentrował się na podejściu projektowym na tym rynku, przejęcie METRA pozwala zbudować również operacyjny biznes na tamtym rynku.
- M&A wpisuje się również w politykę celną prowadzoną przez USA w ostatnich latach (tj. lokalny footprint produkcyjny, zakłady zarówno prowadzące ekstruzję oraz obróbkę na terenie USA).

#Parametry

- Closing transakcji planowany jest na 1Q27E, zamknięcie uwarunkowane jest zgodami regulacyjnymi na rynkach, na których obecna jest METRA.
- Zarząd szacuje, że zannualizowane przychody METRA wynoszą obecnie ok. 600mln EUR, na oczyszczonej o koszty transakcyjne marży EBITDA 15%.
- Kredyt pomostowy (do 2mld PLN, wypłacone w PLN lub EUR) jest dostępny na okres 24 miesiące, ponadto Zarząd planuje przeprowadzić emisję obligacji w celu zrefinansowania ww. finansowania (program emisji obligacji ma być przygotowany do końca 1Q27E).
- Finalizacja transakcji nie wpłynie na kowenanty zapisane w umowach kredytowych.

#Q&A

- Grupa METRA produkuje własne wlewki ze złomu, analogicznie jak Grupa Kęty (ilościowo jest to zbliżony potencjał).
- Pod kątem technologii biznes METRA jest zbliżony do połączonego SWW + ZZPA.
- Tegoroczne wyniki (EBITDA skor. 90mln EUR) są oczyszczone o koszty integracji przejmowanych podmiotów oraz koszty transakcyjne.
- Wykorzystanie mocy w METRA jest „dobre”, zdaniem Prezesa, Grupa posiada wolne capacity, które może zostać wykorzystane.
- Zdaniem Zarządu czynniki rynkowe nie miały materialnego pozytywnego przełożenia na tegoroczne wyniki METRA (brak mocnego efektu FIFO).
- Zarząd wskazuje, że rozważa sprzedaż produktów ochrony przeciwsłonecznej na rynku włoskim oraz amerykańskim.
- Koszty transakcyjne związane z doradztwem mogą wynieść kilkanaście mln PLN.
- Prezes wskazuje, że kadra menadżerska METRA jest na „wysokim poziomie”, docelowo mają oni „dodać dużą wartość” do kadry zarządzającej Kęt. Kluczowi menadżerzy są objęci programami bonusowymi.
- Zarząd wskazuje, że METRA posiada relacje biznesowe ze wszystkimi producentami taboru kolejowego w Europie, a samo wejście do segmentu kolejowego jest „ciekawą alternatywą” dla europejskiego automotive, a dodatkowo dobrze wpisuje się projekty infra (CPK) oraz budowę transportu niskoemisyjnego.
- Produkty METRA w segmencie Rail dotyczą konstrukcji samego taboru (wysokie bariery wejścia i certyfikacje), a nie wyposażenia wewnętrznego taboru.
- Docelowo kluczowi menadżerowie METRA zostaną włączeni do programu motywacyjnego w Grupie Kęty.
- Na obecnym etapie Zarząd „nie chce przesądzać”, czy Grupa będzie przeprowadzać kolejne przejęcia w najbliższym czasie, przez najbliższy rok-dwa kluczowe będą prace nad integracją przejętego podmiotu.
- Biorąc pod uwagę strukturę geograficzną sprzedaży METRA Zarząd nie dostrzega większej kanibalizacji, brand METRA ma pomóc w budowie footprint na rynkach południa Europy.

CREOTECH INSTRUMENTS (CRI PW; BUY; TP PLN 980) / PHOENIX SYSTEMS**Powstaje Polish SatCom Alliance - projekt polskiego systemu satelitarnej łączności IoT**

- Exatel, Energa-Operator, Creotech Instruments i Phoenix Systems podpisały MoU dotyczące rozwoju krajowych usług telekomunikacji satelitarnej;
- Partnerzy przygotowują koncepcję europejskiego systemu satelitarnego dostępu do internetu, przeznaczonego początkowo przede wszystkim dla użytkowników w Polsce;
- Pierwszym obszarem będą satelitarne usługi IoT dla energetyki i infrastruktury krytycznej, m.in. jako niezależny kanał transmisji podczas awarii sieci naziemnych;
- System ma również wspierać administrację, bezpieczeństwo państwa, zarządzanie kryzysowe oraz zastosowania przemysłowe, transportowe, logistyczne i środowiskowe;
- Założenia techniczne przewidują wykorzystanie standardów sieci nienaziemnych i satelitów LEO, z możliwością późniejszego rozszerzania zakresu świadczonych usług;
- Trwa studium konsolidacyjne z udziałem europejskiego sektora telekomunikacyjnego, obejmujące konfigurację konstelacji, segment kosmiczny i naziemny, terminale, software oraz cyberbezpieczeństwo;
- Analizowane są również model usługowy, kwestie regulacyjne i częstotliwościowe oraz interoperacyjność z infrastrukturą zagranicznych partnerów;
- Exatel ma odpowiadać za obszar usługowy, operowanie konstelacją, integrację z infrastrukturą telekomunikacyjną, cyberbezpieczeństwo i organizację operacji;
- Energa-Operator będzie kluczowym użytkownikiem, definiującym i weryfikującym zastosowania w energetyce, jej sieć obejmuje >200 tys. km i 3,4 mln klientów;
- Creotech ma pełnić funkcję głównego wykonawcy misji i producenta satelitów, wykorzystując docelowo fabrykę o zdolności >40 satelitów rocznie;
- Phoenix Systems odpowiadać ma za kluczowe oprogramowanie satelitów i komunikację IoT, Phoenix-RTOS działa już w >1,7 mln urządzeń infrastruktury krytycznej UE;
- Alliance zaprasza kolejnych dostawców m.in. payloadów telekomunikacyjnych, anten, segmentu naziemnego, cyberbezpieczeństwa, oprogramowania, technologii kwantowych i integracji systemowej;
- Analizowana jest również integracja/interoperacyjność z IRIS², podczas konferencji Phoenix Event 2026 wskazywano low-LEO i komunikację IoT jako obszar, w którym polski przemysł może mieć relatywnie największe możliwości udziału;
- Na obecnym etapie nie podano budżetu przedsięwzięcia, docelowej liczby satelitów ani harmonogramu komercyjnego wdrożenia.

MO-BRUK (MBR PW; HOLD; TP PLN 387.7)**Spółka chce na koniec 2028 roku zwiększyć w grupie łączny maksymalny pułap mocy przetwórczych do ok. 550 tys. ton rocznie**

- Kolejny cykl inwestycji organicznych ma być skromniejszy i wynieść ok. 100-150mln PLN w perspektywie 2-3 lat;
- Spółka prowadzi intensywne rozmowy w sprawie kolejnych przejęć, trwają prace nad siedmioma tematami akwizycyjnymi;
- Jedna z transakcji przejęć może zostać sfinalizowana w tym roku.

PHOENIX SYSTEMS / RYNEK DEFENCE

Podsumowanie Phoenix-EVENT 2026

#Suwerenność technologiczna / deep-tech

- Głównym wnioskiem konferencji była potrzeba przesunięcia europejskiej polityki z finansowania pojedynczych projektów R&D w stronę komercjalizacji, skalowania i tworzenia lokalnego popytu;
- Paneliści wskazywali, że Europa posiada kompetencje, IP i talent technologiczny, ale nadal w dużej mierze kupuje technologie amerykańskie i chińskie zamiast tworzyć rynek dla własnych rozwiązań;
- Istotną barierą pozostają długie procesy finansowania publicznego, jako przykład wskazywano IPCEI, gdzie uruchomienie projektów może trwać kilka lat;
- Powtarzającym się postulatem było wykorzystanie państwa i spółek publicznych jako pierwszego klienta technologii, zamiast opierania rozwoju deep-tech głównie na grantach, zdaniem przedstawicieli pierwszy klient może być ważniejszy niż pierwszy inwestor;

#Creotech Instruments

- Podczas panelu przedstawiciele sektora wskazywali, że polski przemysł ma kompetencje do udziału w warstwach LEO i low-LEO, a w space coraz większe znaczenie będzie miała budowa całych konstelacji zamiast pojedynczych satelitów;
- Creotech podkreślał również znaczenie utrzymania krajowej kontroli nad technologią i IP, rozwój spółki był wolniejszy niż przy potencjalnym wejściu dużego kapitału zagranicznego, ale pozwolił zachować centrum decyzyjne w Polsce;

#Phoenix Systems / Phoenix-RTOS

- Phoenix pozycjonuje Phoenix-RTOS jako wspólny fundament technologiczny dla Smart Grid, Defence i Space;
- System działa już w >1,7 mln urządzeń infrastruktury krytycznej w UE, przede wszystkim w energetyce i gazownictwie;
- Strategia produktowa zakłada przenoszenie jak największej części funkcjonalności ze sprzętu do software'u, co ma ułatwiać rozwój nowych funkcji, aktualizacje i adaptację urządzeń do nowych zastosowań;

#Phoenix-PILOT / UAV

- Phoenix-PILOT jest rozwijany jako software-defined autopilot, integrujący sterowanie pojazdem, przetwarzanie obrazu i aplikacje AI na jednym procesorze zamiast na oddzielnych komputerach misji i lotu;
- Portfolio obejmuje wersje Zero, Basic i Advanced, od prostego kontrolera lotu po platformę z rozbudowanym przetwarzaniem obrazu, AI i redundancją;
- Phoenix-RTOS był kwalifikowany do zgodności z normą DO-178C, a Phoenix-PILOT przeszedł już testy poligonowe w ramach testów dla MON;
- Docelowo rozwiązanie ma zostać rozszerzone z UAV również na platformy lądowe i morskie, tworząc europejski wielodomenowy autopilot;

#Defence / dual-use

- Jednym z głównych wniosków panelu UAV była rosnąca rola software'u, autonomii i szybkości iteracji produktu, szczególnie wobec tempa zmian obserwowanego na Ukrainie;
- Przedstawiciele branży wskazywali, że przewagę daje coraz mniej sam parametr platformy, a coraz bardziej możliwość szybkiego wdrażania zmian wynikających z feedbacku użytkownika końcowego;
- FlyFocus wskazywał, że doświadczenia z wdrożeń w Siłach Zbrojnych RP i Ukrainy są wykorzystywane do kolejnych modyfikacji produktów;
- Paneliści zwracali uwagę, że zdolności do masowej produkcji UAV nie można zbudować dopiero w momencie gwałtownego wzrostu potrzeb, utrzymanie przemysłowego capacity wymaga wcześniejszych zamówień i bieżącej współpracy wojska z producentami;
- W przypadku większych systemów UAV podkreślano znaczenie integracji z całym systemem dowodzenia i interoperacyjności NATO, a nie wyłącznie zdolności do zbudowania samej platformy;
- Systemy C-UAS, szczególnie detekcji i ochrony obiektowej, wskazywano jako perspektywiczny obszar również poza wojskiem, m.in. dla lotnisk oraz rozproszonej infrastruktury krytycznej;
- FlyFocus rozwija dla potrzeb Wojsk Specjalnych bezzałogowy śmigłowiec transportowy KURIER klasy ~600 kg i udźwigu >200 kg, projekt wskazywano jako przykład technologii potencjalnie dual-use, z możliwymi zastosowaniami cywilnymi m.in. w logistyce w trudno dostępnych lokalizacjach;

#Phoenix-SAT

- Phoenix-SAT ma być software-defined platformą satelitarną, w ramach której Phoenix chce dostarczać klientowi kompletny stack: hardware, flight software i oprogramowanie naziemne;
- Pierwsza platforma referencyjna bazuje na standardzie CubeSat i ma wspierać dwa podstawowe profile: obserwację Ziemi oraz komunikację IoT;
- W pierwszej misji Phoenix celuje w kamerę o rozdzielczości ok. 5 m/pixel oraz radio o przepustowości ok. 5 Mbps;
- Komputer pokładowy został opracowany wspólnie z CBK PAN, platforma ma wspierać edge-AI, a po przeprowadzonych testach Phoenix planuje wykorzystać w misji w 2027 roku akcelerator Axelera AI (podpisane partnerstwo na ewencie);
- Długoterminowo spółka chce rozszerzać kompatybilność m.in. z europejskimi procesorami odpornymi radiacyjnie i standardami ECSS;

#SensorBox / Industrial IoT

- Phoenix zaprezentował SensorBox: komputer Edge-IoT do retrofitowania istniejących maszyn i infrastruktury bez konieczności wymiany całych urządzeń;
- Dane mogą być analizowane lokalnie przy maszynie, co ogranicza latency (opóźnienie czasowe), koszty transmisji i ryzyko wynoszenia danych poza zakład;
- Przykładowe zastosowania obejmują predictive maintenance maszyn oraz monitoring rozproszonej infrastruktury krytycznej, m.in. stacji transformatorowych, gazowniczych czy węzłów ciepłowniczych.

RYNEK STALI

Huta Częstochowa i Hyundai Rotem podpisały MoU dotyczące możliwej dostawy stali pancernej dla sprzętu wojskowego w Polsce

- W pierwszym kroku firmy dokonają oceny czy stal pancerna Huty Częstochowej spełnia niezbędne wymagania techniczne i standardy jakości do produkcji czołgów K2PL, pojazdów wsparcia i innych platform wojskowych
- W ramach drugiego kontraktu wdrożeniowego w Polsce ma zostać wyprodukowanych 61 czołgów K2PL oraz ponad 80 specjalistycznych pojazdów wsparcia

RYNEK DEFENCE

Niemcy i USA podpisały Lol o pogłębieniu współpracy przemysłów obronnych - Reuters

- Niemcy i USA podpisały list intencyjny dotyczący pogłębienia współpracy między przemysłami obronnymi obu krajów i zwiększania zdolności produkcyjnych;
- Porozumienie ma odpowiadać na niski poziom zapasów uzbrojenia oraz rosnącą potrzebę szybkiego zwiększania mocy produkcyjnych po obu stronach Atlantyku;
- Szczegółowy zakres współpracy pozostaje do uzgodnienia, podobnie jak planowany przez Niemcy zakup amerykańskich pocisków manewrujących Tomahawk;
- Boris Pistorius podkreślił, że współpraca z USA ma poprawiać wzajemną równowagę i wykorzystywać komplementarne kompetencje przemysłowe, a nie zwiększać zależność Niemiec;
- Według Pistoriusa USA pozytywnie oceniają przyspieszenie niemieckich wydatków obronnych oraz zwiększanie liczebności sił zbrojnych.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Budimex zainteresowany przejęciem OHLA ZS na rynku czeskim – media

- Hiszpańska Grupa budowlana OHLA rozważa sprzedaż swojej czeskiej Spółki, OHLA ZS.
- Wg doniesień czeskiej prasy Grupa OHLA planuje redukcję zatrudnienia i restrukturyzację biznesu.
- Portal e15.cz podaje, że zainteresowanymi przejęciem są m.in. Eurovia CZ, Metrostav, Swietelsky, Porr, Enteria, Dna, Talentis oraz Budimex.
- Czeskie media szacują wartość OHLA ZS na ~200mln EUR. W FY25 Grupa wygenerowała ok. 500mln EUR przychodu oraz niecałe 30mln EUR EBITDA,

ARCHICOM (ARH PW; BUY; TP PLN 65)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [neutralnie]

#Sprzedaż, bank ziemi

- Oferta na koniec czerwca obejmowała 3,162 mieszkań (-2% kw./kw.), z czego 80 sztuk pochodziło z portfela Echo (Fuzja Lofty w Łodzi oraz Modern Mokotów w Warszawie).
- Segment popularny stanowił ok. 50% sprzedaży w 1H26 vs. 40% w FY25.
- W ostatnim czasie Grupa wprowadziła projekty w segmencie popularnym m.in. we Wrocławiu (Moje Iwiny) czy Osiedle Kolektyw (Poznań).
- W 1H26 Grupa wprowadziła do sprzedaży 1,225 lokali (Łódź, Poznań, Warszawa, Wrocław). W 3Q26E planowane jest rozpoczęcie sprzedaży 1,285 lokali (Łódź, Wrocław, Poznań, Warszawa).
- Bank ziemi na koniec czerwca opiewał na 13,173 lokali (vs. 11,590kwartał temu), z czego 5,280 stanowiły lokale zabezpieczone.
- Na koniec czerwca Grupa posiadała 6,109 lokali w realizacji, z czego 54% było już sprzedane (vs. 5,782/50% kwartał temu).
- Na koniec czerwca Grupa posiadała 29 projektów w budowie.
- W 1H26 Grupa wydała na grunty 140mln PLN, jednocześnie w trakcie negocjacji znajdują się umowy zakupu gruntów o wartości 500mln PLN.
- Wg danych na koniec 1H26 Grupa była największym deweloperem w Poznaniu i Łodzi. Docelowo Grupa planuje być w TOP3 na każdym z rynków.
- Obecnie Grupa przygotowuje 3 projekty w formule Lex Developer, łącznie pozwalające na wybudowanie ~1.5 tys. lokali na 2 rynkach (Warszawa oraz Wrocław).
- Nowy Rytm Kabaty powinien wejść do sprzedaży w najbliższych tygodniach.
- Grupa koncentruje się na utrzymaniu harmonogramu 80/20 w modelu sprzedaży, tj. 80% mieszkań sprzedanych do momentu zakończenia budowy, a pozostałe 20% w ciągu 6 miesięcy od uzyskania PnU.

#Outlook

- W FY26E Grupa planuje sprzedać 3,200 – 3,500 lokali (+12-23% r./r., bez zmian), z czego segment popularny powinien stanowić ok. 50%.
- Sprzedaż w 3Q26E powinna wynieść ~800 lokali, natomiast w 4Q26E >1,100 lokali.
- W FY26E Grupa planuje przekazać 3,000 – 3,200 lokali (+40-50% r./r., bez zmian).
- Grupa rozpoczęła przekazywać pierwsze lokale na projekcie Flare, do końca miesiąca powinno rozpocząć się przekazywanie lokali na projekcie Apartamenty M7.
- Powtarzalna marża brutto na nowouruchomionych projektach w segmencie popularnym wynosi obecnie bliżej 30%.

MURAPOL (MUR PW; BUY; TP PLN 52.5)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [lekko pozytywne]

#Sprzedaż, bank ziemi

- Oferta na koniec czerwca wyniosła 4,051 lokali (+6% kw./kw.).
- Zarząd wskazuje, że w miastach regionalnych mieszkania sprzedają się na wyraźnie późniejszym etapie zaawansowania budowy, co powinno wspierać wolumeny kontraktacji w najbliższych miesiącach.
- Zarząd przyznaje, że w kwietniu i maju „uciekło” ok. 100-200 umów z klientami, w perspektywie 3Q26E Zarząd zakłada, że stratę uda się odrobić.
- Bank ziemi na koniec czerwca opiewał na 19,151 lokali (-7% kw./kw.).
- Średnia cena sprzedanego przez Grupę lokalu w 1H26 wzrosła o ok. 7% r./r. (10.34tys. PLN za m2, nominalnie 467 tys. PLN).
- Na koniec czerwca Grupa posiadała 6,541 lokali dla klientów detalicznych w realizacji (vs. 5,929 kwartał temu).
- Od początku roku Grupa wprowadziła do oferty 1,023 lokali (-9% r./r.) na 5 rynkach (Warszawa, Łódź, Wrocław, Toruń, Siewierz).
- Klienci kredytowi odpowiadali za 57% sprzedaży w 1H26 (vs. 61% w 1Q26).
- Obecnie Grupa nie oferuje harmonogramów sprzedaży „20/80” czy „10/90”.
- W strukturze lokali sprzedanych w 1H26 dominowały Gdańsk (192 lokali), Warszawa (169 lokali) oraz Bielsko-Biała (131 lokali).

#Outlook, guidance

- W FY26E Grupa planuje sprzedać 3,000 lokali samymi umowami deweloperskimi (bez zmian), z czego 3Q26E powinien być dużo lepszy r./r.
- Potencjał przekazań w FY26E wynosi 4,097 lokali, natomiast Zarząd planuje przekazać ok. 3,000 lokali.
- W FY26E Grupa planuje wprowadzić do sprzedaży ok. 3,000 lokali, z czego projekty w aglomeracjach powinny stanowić ponad 70%.
- Przez ostatni rok Grupa nie zakontraktowała żadnego projektu dla PRS, w perspektywie 3Q26E planowana jest sprzedaż ponad 500 lokali dla jednego z funduszy zarządzanych przez ARES.
- W FY26E nakłady na grunty powinny zamknąć się w 250-300mln PLN.
- Grupa koncentruje się na pozyskiwaniu szybko rotujących gruntów (np. z pozwoleniami na budowę lub pozwoleniami zamiennymi), Grupa planuje kupować 4-6 takich projektów rocznie z 15-20 projektów kupowanych co roku przez Grupę.
- Koszty budowy są stabilne, sam efekt wojny na Bliskim Wschodzie można skwantyfikować jako dodatkowe ca. 100PLN więcej per PUM kosztów budowy.

ATAL (1AT PW; BUY; TP PLN 80)**Wprowadzenie do sprzedaży 72 mieszkań w ramach II etapu inwestycji ATAL Jasiony w Gdańsku**

- Zakończenie budowy planowane jest na połowę 2028 roku.

UNIBEP**Podpisanie umowy o wartości 4.24 mld PLN netto z PKP PLK**

- Umowę podpisało konsorcjum Track Tec Construction, INTOP Infrastruktura, INTOP, Unibep i PPM-T; kontrakt dotyczy modernizacji ok. 100 km linii Rail Baltica na odcinku Białystok - Elk;
- Kolejna najniższa nieodrzucona oferta, konsorcjum Intercor/Trakcja, wynosiła 4.51 mld PLN netto, co daje odchylenie o ok. 6%;
- Niższe oferty Torpol/Mirbud (3.71 mld PLN netto) oraz Budimex/Budimex Kolejnictwo/PORR (4.05 mld PLN netto) zostały odrzucone w wyniku postępowań przed KIO;
- Wartość umowy za zakres podstawowy wynosi 2.49 mld PLN;
- Budżet zamawiającego dla zakresu podstawowego wynosił ok. 3.07 mld PLN netto;
- Udział Unibepu w kontrakcie wynosi ok. 1.06 mld PLN netto i około 621 mln PLN za zakres podstawowy, a termin realizacji to 46 msc.

SKANSKA**Inwestycja 66 mln EUR w pierwszy etap projektu biurowego Nowy Format w Krakowie**

- Skanska zainwestuje ok. 66 mln EUR (ok. 720 mln SEK) w pierwszy budynek kompleksu, Nowy Format A1;
- Wartość kontraktu budowlanego wynosi ok. 140 mln PLN (ok. 360 mln SEK) i zostanie ujęta w portfelu zamówień segmentu europejskiego w 3Q26;
- 9-kondygnacyjny budynek zaoferuje 21.4 tys. m2 GLA, a docelowo kompleks obejmie trzy budynki o łącznej GLA ok. 48 tys. m2;
- Projekt powstaje w centrum Krakowa na terenie dawnej drukarni; w ramach inwestycji powstanie m.in. ogród o powierzchni 1.8 tys. m2 oraz ponad 300 m2 zielonych tarasów;
- Budynek ma działać bez przyłącza do miejskiej sieci ciepłowniczej (m.in. pompy ciepła), będzie w 100% zasilany energią z OZE i ma uzyskać certyfikaty LEED i WELL Core & Shell oraz Obiekt bez barier;
- Rozpoczęcie budowy zaplanowano na 4Q26, a jej zakończenie na 3Q28.

BIOTECH**MABION (MAB PW; Under Review)****2026 pozostaje kolejnym okresem przejściowym; kluczowa konwersja pipeline'u CDMO w 2027 oraz regulatory de-risking MabionCD20- podsumowanie konferencji wynikowej 2Q26**

- **Wyniki / koszty:** 2Q26 nadal odzwierciedla niski poziom wykorzystania istniejącej infrastruktury – przychody kształtują się płasko q/q; raportowany EBIT w kwocie PLN -13.8m zawierał istotny one-off związany z odpisem ok. PLN 8.0m niewykorzystywanych linii technologicznych. Jednocześnie spółka kontynuuje redukcję kosztów – SG&A spadło do PLN 6.9m z PLN 9.1m r/r.
- **Novavax / CDMO:** współpraca z Novavax została przedłużona do końca 2029 r. i obejmuje obecnie szerszy zakres usług analitycznych, w tym analitykę DS/DP, badania stabilności, rozwój metod analitycznych oraz prace dotyczące projektu CIC. Najnowszy SOW#12 rozszerza współpracę również o wsparcie projektów z early-stage pipeline Novavax; wynagrodzenie za dalsze rutynowe analizy i badania stabilności będzie zależne od liczby przekazywanych próbek.
- **Outlook 2026/27:** 2026 pozostaje okresem budowania portfela zleceń i zwiększania wykorzystania istniejącej infrastruktury. Skala wyników w 2027 r. będzie w dużej mierze zależna od tempa konwersji podpisywanych SOW oraz nowych kontraktów na przychody. Istotnymi KPI pozostają wartość podpisanego backlogu, harmonogram jego realizacji, wykorzystanie mocy oraz przełożenie wyższej skali działalności na gross margin i EBITDA.
- **USA / ADC:** Mabion rozpoczął due diligence potencjalnego zakładu w USA działającego w obszarze leków biologicznych, w tym mAbs i ADC. Potencjalna transakcja mogłaby rozszerzyć obecność spółki na rynku amerykańskim i zwiększyć możliwości świadczenia usług dla klientów z sektora Big Pharma. Decyzja dotycząca ewentualnej akwizycji oraz struktura jej finansowania nie zostały jeszcze określone.
- **FDA / CDMO:** w dniach 9, 10 i 12 listopada 2026 r. planowana jest inspekcja FDA laboratoriów analitycznych i kontroli jakości Mabionu. Jej przedmiotem będzie m.in. zgodność działalności laboratoriów z wymaganiami cGMP oraz jakość i wiarygodność generowanych danych. Wynik inspekcji będzie istotny z punktu widzenia możliwości świadczenia usług dla projektów biologicznych i ADC rozwijanych na rynek amerykański.
- **FDA / MabionCD20:** projekt jest obecnie rozwijany w kierunku wskazania ITP. (immunologicznej trombocytopenii). Spotkanie Type B Pre-IND z FDA zostało wyznaczone na 5 października 2026 r., a wymagany meeting package został już złożony. Rozmowy mają dotyczyć m.in. strategii klinicznej, pakietu CMC oraz ścieżki regulacyjnej. Spółka wskazuje potencjalny termin wejścia produktu na rynek w latach 2030–2031, przy założeniu pomyślnej realizacji dalszych etapów rozwoju i uzyskania wymaganych zgód.
- **Finansowanie:** przy obecnej skali działalności istotnym elementem pozostaje zapewnienie finansowania dalszego rozwoju biznesu CDMO, projektu MabionCD20 oraz potencjalnej ekspansji w USA. Zapotrzebowanie kapitałowe będzie zależne m.in. od tempa wzrostu backlogu, konwersji nowych kontraktów na przepływy operacyjne oraz ostatecznego zakresu planowanych inwestycji.

OTHER INFORMATION

IMS: Prognoza wyników finansowych na rok 2026

- Przychody ze sprzedaży 80mln PLN, +21% r/r;
- EBITDA 23mln PLN, +22% r/r.

NOCTILUCA: Zawarcie term sheet z NCBR Investment Fund ASI oraz ASI IGS Investment ws. Inwestycji w spółkę o łącznej wartości ok. 20mln PLN

TENDERHUT: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w sierpniu'26 na poziomie 2,95mln PLN, -9,2% r/r

- YTD 27,2mln PLN, -9,8% r/r.

INSIDER TRADING

DADELO

Zawieruszyński Fundacja Rodzinna, podmiot związany z prezesem zarządu, kupił 3,3 tys. akcji @ 97,51 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

EQUUNICO SE

Rezygnacja p. Sergiusza Pietrosza z pełnienia funkcji członka RN.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

KRAKCHEMIA

Zmniejszenie zaangażowania przez p. Sebastiana Dzirbę z 5,02% do 0,000011% kapitału zakładowego i głosów.

BLOCK TRADES

CYBER_FOLKS

Wolumen: 4 tys. @ 198,00
% kapitału: 0,02

DINO POLSKA

Wolumen: 4,8 mln @ 34,60
% kapitału: 0,49

EUROCASH

Wolumen: 3,3 mln @ 5,33
% kapitału: 2,35

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

BUMECH: Uchwały NWZA w sprawie zmian w składzie RN

- Z pełnienia funkcji członka RN odwołano p. Jarosława Kraszewskiego i powołano p. Waldemara Tevnella
- Ponadto akcjonariusze zdecydowali o zmianach w statucie spółki.

TRAKCJA: Zwołanie NWZA na dzień 12 października 2026 roku

- Przedmiotem uchwał ma być m.in. głosowanie w sprawie wyrażenia zgody na ustanowienie ograniczonych praw rzeczowych na aktywach spółki w związku z nowym finansowaniem.

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	MBK, JMT	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	132.0	20%	17,233	10.4	9.1	8.1	1.3	1.2	1.2	13%	14%	15%	17
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	150.2	21%	22,222	10.6	8.4	7.4	1.1	1.0	1.0	11%	13%	14%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	118.5	5%	48,646	12.4	11.0	10.3	1.8	1.7	1.5	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128.0	118.4	8%	15,470	11.0	11.2	10.2	1.6	1.6	1.5	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	443.2	-5%	57,660	14.1	12.2	10.4	2.8	2.6	2.4	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070	1,068	0%	202,973	12.2	11.4	11.0	1.6	1.6	1.5	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,446.0	-20%	61,524	16.1	13.5	11.6	2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18.0	22.0	-18%	26,725	18.1	11.9	10.5	2.2	1.9	1.8	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	196.0	-12%	100,156	14.7	13.8	13.3	3.1	3.0	2.9	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714	46,940	10%	13,143	10.8	9.2	8.8	2.0	1.8	1.7	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	270.0	1%	70,867	12.1	10.7	9.7	2.0	1.9	1.8	17%	18%	18%	72
PKO BP	PKO	Hold	122.0	120.3	1%	150,375	13.7	11.3	10.2	2.5	2.3	2.1	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	755.0	-2%	77,153	14.8	12.4	10.8	2.2	2.1	1.9	15%	17%	18%	—
Kruk	KRU	Buy	550.0	382.1	44%	7,468	6.2	5.9	5.5	1.2	1.1	1.0	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	77.0	-4%	66,491	10.8	10.3	9.8	1.8	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	129.1	8%	312	—	—	14.0	7.0	18.7	5.4	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	147.0	16%	2,573	10.5	11.5	11.3	7.0	7.4	7.1	—	—	—	45
Aïlleron	ALL	Buy	17.4	15.2	15%	188	10.7	9.8	8.5	5.9	5.2	4.5	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	46.1	13%	46,943	23.6	18.6	15.6	12.8	10.8	9.4	3%	4%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	18.2	21%	460	9.6	9.1	8.9	4.4	4.2	3.9	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	10.1	-1%	2,209	31.8	12.3	11.1	5.1	5.0	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	49.9	30%	2,919	7.1	6.8	5.2	7.0	6.5	4.8	5%	10%	14%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	21.9	18%	265	12.4	12.5	8.7	8.6	4.5	3.6	0%	0%	8%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	148.7	-19%	8,253	13.2	10.4	9.7	9.4	7.8	7.0	1%	4%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	165.9	-9%	39,272	80.2	72.4	61.2	34.7	32.2	28.4	0%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	80.0	18%	2,673	15.8	15.2	13.8	11.3	10.7	9.9	5%	6%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	219.6	-5%	18,227	22.0	21.2	19.9	—	—	—	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	72.7	3%	3,773	16.8	15.4	13.9	9.7	8.6	7.7	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	80.0	59.0	36%	2,552	5.8	5.7	5.3	7.5	6.6	6.0	8%	14%	14%	—
Auto Partner	APR	Buy	33.5	30.0	12%	3,919	14.4	12.2	10.8	9.9	8.5	7.6	0%	0%	0%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	19.8	—	1,964	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	4,816.0	21%	15,898	16.2	14.3	13.1	10.3	8.9	7.6	2%	2%	3%	59
Biocellix	BCX	Buy	128.4	75.6	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	22.9	75%	442	18.1	15.5	3.2	5.6	4.7	1.2	0%	0%	5%	—
Budimex	BDX	Buy	900	703	28%	17,953	23.7	19.9	16.6	14.2	11.9	9.8	5%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	72.5	60%	461	—	11.7	—	—	6.9	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	319.0	236.0	35%	23,579	57.5	37.0	8.8	49.0	29.2	5.6	0%	0%	2%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	21.8	78%	1,175	8.4	121.4	39.2	63.1	18.4	13.1	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,308.9	1,377.0	-5%	740,812	23.7	21.2	27.2	8.5	8.0	8.6	3%	3%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.4	-10%	530	—	8.3	7.5	35.8	3.2	3.2	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671.0	473	42%	340	7.8	10.0	26.3	4.2	4.8	8.7	8%	12%	10%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	700.0	40%	2,453	104.0	47.5	31.5	41.5	23.3	14.9	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.30	19.22	37%	4,290	25.5	22.2	11.2	6.1	5.9	4.6	7%	7%	8%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	92.5	2%	1,820	22.4	13.3	11.6	11.6	8.0	7.1	4%	5%	6%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	15.9	44%	15,918	14.9	11.2	9.4	9.1	7.2	6.0	—	—	—	—
CTP	CTPNV	Buy	21.0	13.1	60%	6,431	5.9	3.6	3.5	8.9	6.4	6.5	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	197.4	17%	3,658	45.0	25.3	19.6	18.1	13.6	10.9	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	16.5	12%	10,549	17.5	12.8	11.0	6.6	6.1	5.7	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	98.0	7%	1,156	31.6	26.0	20.6	18.9	15.7	12.3	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	9.9	17%	4,629	9.8	9.2	8.9	8.8	7.9	7.5	7%	8%	8%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	197.0	158.6	24%	5,354	19.7	17.9	17.0	10.1	9.2	8.5	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	374.0	-30%	1,708	26.7	22.0	19.3	14.1	12.3	10.9	1%	2%	2%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	35.5	13%	34,804	20.5	16.4	13.8	12.5	10.0	8.4	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Hold	300.0	233.0	29%	6,011	8.7	8.4	7.8	7.0	6.9	6.0	6%	8%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.1	37%	2,105	14.4	6.7	4.0	9.0	6.0	4.0	16%	16%	16%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	20.7	21%	247	—	38.1	12.1	8.1	4.7	4.5	0%	4%	2%	—
Enea	ENA	Buy	22.7	20.0	14%	10,584	4.5	4.7	5.8	3.9	4.6	5.3	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	49.0	47%	860	—	13.4	12.3	4.3	3.9	3.8	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review	-	5.4	—	751	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.0	15%	72	12.0	9.8	9.1	6.8	5.7	5.2	10%	10%	10%	—
Ferro	FRO	Buy	40.0	30.0	33%	637	10.3	8.6	7.6	7.0	6.0	5.3	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171.0	12,660.0	4%	2,359,506	8.1	7.7	6.1	5.5	4.8	3.5	4%	4%	5%	75
GPW	GPW	Sell	78	90	-14%	3,777	15.7	14.8	14.5	12.6	11.5	11.0	4%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54	54	0%	3,721	14.0	13.2	12.6	9.9	9.1	8.4	6%	6%	6%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.4	27%	1,361	—	89.8	19.0	49.8	24.7	20.3	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	21.8	31%	973	4.3	4.9	5.8	2.0	2.4	2.9	23%	21%	18%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	164.9	-24%	263,654	20.7	19.5	18.4	8.0	7.9	7.6	5%	5%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	52.6	17%	163,874	22.7	20.8	18.9	12.6	11.5	10.5	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.6	0%	33,771	45.1	36.1	27.5	10.5	9.0	7.9	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	889.0	24%	12,595	12.0	10.3	9.1	8.6	7.5	6.5	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	17.8	24%	11,195	16.9	13.2	12.1	6.0	5.5	5.2	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Sell	23.1	37.7	-39%	4,429	57.0	11.6	6.8	2.2	1.6	1.1	0%	0%	0%	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,264.0	11%	12,463	17.5	15.3	12.6	11.2	10.3	9.0	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	327.0	0%	65,390	8.5	9.1	10.5	5.0	5.3	5.7	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Buy	25,500.0	21,960.0	16%	40,817	15.1	13.6	12.0	7.6	6.7	5.9	4%	4%	5%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	15.8	10.4	52%	3,020	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	-	8	—	147	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	271	243	12%	3,323	34.1	28.8	24.6	11.0	10.0	9.0	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	57.4	24%	600	5.1	7.2	—	3.5	4.4	—	7%	7%	0%	—
Mirbud	MRB	Hold	13.5	11.5	18%	1,261	10.0	10.1	8.7	6.5	6.7	5.5	2%	2%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	120.0	111.5	8%	2,675	9.6	6.4	5.0	10.9	9.2	7.7	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Hold	387.7	402.0	-4%	1,412	14.6	13.1	12.7	9.7	8.7	8.2	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	87.8	5%	6,760	25.3	15.6	11.7	7.2	5.8	4.8	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	5,170.0	-12%	3,886	9.0	7.7	7.1	4.4	4.0	3.6	6%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	11.6	7.6	52%	189	3.9	3.6	—	2.0	1.5	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	37.1	42%	1,514	6.0	5.7	5.3	6.5	6.2	5.7	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	166	135	23%	16,133	26.5	18.9	15.3	6.5	5.7	4.6	3%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	756.0	14%	3,510	16.7	14.9	13.4	9.1	8.1	7.3	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8.2	8.2	1%	444	30.7	27.5	22.2	8.5	7.1	6.2	4%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	102.4	56%	1,157	12.6	11.3	10.2	7.9	7.4	6.8	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	13.9	17%	18,242	16.5	14.7	12.7	5.2	5.1	4.8	4%	5%	6%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	158.6	-1%	184,079	6.8	8.1	9.3	3.6	4.1	4.8	5%	5%	5%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	64.3	22%	1,303	12.4	11.0	9.4	5.4	4.4	3.9	3%	5%	6%	—
PCF Group	PCF	Under Review	-	3.7	—	172	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Hold	220.0	150.0	47%	75,000	5.0	4.1	3.9	4.4	4.4	4.9	0%	0%	0%	60
Pekabex	PBX	Under Review	-	8.2	—	203	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	41.7	9%	24,080	15.6	14.1	12.8	7.1	6.5	6.0	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	13.9	-15%	31,266	5.6	8.0	8.0	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	228.0	71%	1,520	9.0	8.7	7.8	5.4	5.0	4.5	8%	11%	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	6.9	66%	1,779	11.4	9.6	8.8	4.4	3.0	2.2	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	21.9	67%	130	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195.0	136.6	43%	1,988	8.7	8.8	8.4	5.8	5.7	5.0	5%	6%	6%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,027.8	65%	48,090	31.4	22.0	16.1	17.4	12.3	9.0	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.9	16.7	103%	386	—	13.3	31.2	—	6.3	10.2	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	584.8	28%	317,771	37.3	27.0	21.5	20.5	15.7	12.6	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	126.2	81%	400	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	26.1	49%	494	—	29.6	16.3	10.9	8.0	6.0	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	82.2	22%	1,037	12.2	10.5	10.2	7.3	6.3	6.0	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	398.0	331.8	20%	2,830	16.1	14.5	12.4	11.2	9.5	8.0	3%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	9.3	17%	16,215	7.0	6.7	7.0	5.6	5.6	5.9	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	101.5	-3%	657	12.0	8.8	8.2	7.7	5.6	5.1	10%	8%	12%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	67.1	27%	1,541	16.5	11.1	7.3	8.3	4.7	2.6	5%	3%	5%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	10.5	14%	779	8.5	7.9	7.0	6.9	6.4	5.7	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Buy	400.0	285.3	40%	393,645	4.6	4.3	4.0	4.1	3.5	3.3	0%	0%	0%	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	191.2	-9%	1,501	5.1	16.0	12.3	4.3	7.2	6.2	3%	2%	2%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	123.0	28%	2,734	23.3	18.0	14.6	16.8	12.9	10.3	2%	3%	3%	—
Vigo Photonics	VGO	Buy	700.0	494.0	42%	497	49.4	25.3	14.1	16.8	13.3	8.3	0%	0%	0%	—
Voxel	VOX	Buy	130.0	141.8	-8%	1,489	17.7	14.5	13.2	8.6	6.9	6.0	2%	3%	4%	—
VRG	VRG	Under Review	-	5.4	—	1,271	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	60.0	8%	1,787	10.2	15.4	13.5	5.9	5.3	5.0	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	13.2	-32%	244	16.0	15.0	15.3	4.8	5.0	4.8	4%	0%	5%	—
Wizz Air	WIZZ	Hold	12.0	9.3	29%	964	—	26.2	11.6	5.0	4.5	4.3	0%	0%	0%	67
XTB	XTB	Hold	144.0	143.3	0%	16,850	10.5	12.3	10.5	7.0	7.9	6.5	3%	7%	6%	32
XTPL	XTP	Buy	120.0	79.0	52%	233	—	38.6	10.7	—	15.7	6.2	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	31.5	8%	31,594	25.0	19.4	15.5	8.8	7.6	6.6	—	—	—	—

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

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
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.