

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS**LW BOGDANKA:** Szacunkowe wyniki za 3Q26 [lekko negatywne]**MOSTOSTAL WARSZAWA:** Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1-3Q26**FINANCIALS****ERSTE BANK POLSKA:** Erste TFI wychodzi z pełnej konsolidacji: one-off zostanie ujęty w 4Q26**MBANK / UNICREDIT / COMMERZBANK:** UniCredit ze zgodą EBC na przejęcie kontroli nad Commerzbankiem**GPW:** Poszerzenie oferty dla inwestorów o dwa nowe produkty ETN**GOSPODARKA WĘGIER:** Węgry odzyskują dostęp do Funduszy Norweskich i EOG: EUR 254mln w perspektywie do 2028 roku**OIL, GAS & CHEMICALS****ORLEN:** Litwa sceptyczna wobec windfall tax na Orlen Lietuva [neutralne]**PCC ROKITA:** Emisja 4.03m akcji za aport MCAA [neutralne]**UTILITIES & MINING****PGE:** Porozumienie z NASK ws. budowy centrów danych**CONSUMER****MONNARI TRADE:** Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w 3Q26 na poziomie 84,8mln PLN, +0,3% r/r**RYNEK APTECZNY:** Wartość rynku aptecznego we wrześniu'26: 5,5mld PLN, +3,5% r/r**RYNEK E-COMMERCE:** Shoper rozpoczął publikację barometru rynku Shoper Trends, we wrześniu wzrost GMV o 13% r/r**RYNEK DETALICZNY:** Średnia cena koszyka zakupowego we wrześniu wzrosła o 0,21% m/m i wyniosła 320,10 PLN – ASM SFA**RYNEK OPON:** Wolumeny sell-in dla rynku europejskiego we wrześniu -4% r/r, -1% r/r YTD – Michelin**RYNEK TYTONIOWY:** Prezydent podpisał ustawę podnoszącą akcyzę na e-papierosy i urządzenia do waporyzacji od 1 stycznia 2027**GAMING****ASMODEE:** 2Q26/27E Results Preview [lekko pozytywne]**INDUSTRIALS****SAAB:** Zamówienie FMV o wartości 1,3mld SEK na nową generację komputera sterowania lotem Gripena**APS / RYNEK DEFENCE:** Podsumowanie wywiadu z prezesem spółki Advanced Protection Systems Maciejem Klemmem - PAP**ARES SHIELD AI / RYNEK SPACE:** Plan debiutu na NewConnect w 1Q27 i pozyskania 10mln PLN na rozwój systemu ochrony satelitów - PB**KP LABS / RYNEK SPACE:** Zwiększenie produkcji do 60-70 komputerów rocznie i ekspansja w Ameryce i Azji do końca 2028 - PB**VAT GROUP/ SEMI EQUIPMENT:** Wyniki 3Q26: Popyt przyspiesza znacznie mocniej niż oczekiwano, rok 2027 zapowiada się rekordowo**AQ GROUP/ ELECTRONICS MAN. SERV.:** Wyniki 3Q26: data centers i sektor obronny w Europie w dalszym ciągu napędzają nowe zamówienia**ERICSSON / TMT EQUIPMENT:** Wyniki 3Q26: Wzrost kosztów komponentów, 2027 rokiem przejściowym dla marż**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****DOM DEVELOPMENT:** Wprowadzenie do sprzedaży 196 mieszkań na warszawskiej Białoleśce w ramach nowej części Osiedla Palladium**PORR:** Podpisanie umowy o wartości 439 mln PLN netto z Rejonowym Zarządem Infrastruktury we Wrocławiu**UNIBEP:** Zawarcie z PGB Energetyka 14 umowy na biogazownię rolniczą za 30mln PLN netto**RYNEK KOLEJOWY:** Portfele zamówień Spółek z Grupy PLK**BIOTECH****DIAGNOSTYKA:** Perspektywy 2027–28: programy profilaktyczne wspierają B2B, optymalizacja laboratoriów i rozwój B2C w DI kluczowe dla poprawy marż– podsumowanie spotkania w ramach konferencji Trigon Investor Week [neutralne]**SYNEKTIK:** Perspektywy po KPO: nowe źródła finansowania inwestycji szpitalnych, ekspansja zagraniczna i rosnąca monetyzacja zainstalowanej bazy da Vinci -podsumowanie spotkania w ramach konferencji Trigon Investor Week [lekko pozytywne]**CELON PHARMA:** Semaglutyd: złożenie wniosków rejestracyjnych w kilkunastu krajach UE [pozytywne]**SCOPE FLUIDICS:** Edocera osiągnęła II kamień milowy projektu, niższe nakłady na R&D [lekko pozytywne]**RYVU THERAPEUTICS:** Spółka zaprezentowała podczas World ADC Congress 2026 dane in vivo proof-of-concept dla RVU602

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS**CORPORATE CALENDAR****FINANCIAL RESULTS**

FINANCIAL RESULTS

LW BOGDANKA (LWB PW; No Recommendation)
Szacunkowe wyniki za 3Q26 [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E
Revenues	487	845	703	662	683	40%	3%	680
Coal production (m tonnes)	1.3	2.4	2.0	2.3	2.0	49%	-16%	1.9
Coal sales (m tonnes)	1.3	2.3	2.1	2.0	2.0	50%	1%	2.0
Impl. sales price (PLN/t)	356	354	326	324	331	-7%	2%	328
Impl. sales price (PLN/GJ)	16.6	16.5	15.2	15.1	15.4	-7%	2%	15.3
EBITDA	-106	241	25	88	82	-	-7%	97
EBIT	-169	-359	-25	32	28	-	-12%	42
Net profit	-135	-289	-22	27	22	-	-20%	39
OCF	-56	124	93	117	-	-	-	48
Capex	-166	-150	-162	-197	-	-	-	-180
Net debt	-846	-825	-752	-678	-	-	-	-546
EBITDA margin	-22%	28%	4%	13%	12%			14%
EBIT margin	-	-	-	5%	4%			6%
Net profit margin	-	-	-	4%	3%			6%
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-			-
EV/EBITDA adj. 12M trailing	0.0	0.1	0.7	0.8	-			0.9

Source: Company, Trigon DM

- Wg. danych szacunkowych, EBITDA w 3Q26 wyniosła 82m PLN (zakładaliśmy 97m), a wynik netto 22m.
- Wolumen produkcji i sprzedaży wyniosły 2m ton, a implikowana cena wzrosła o 2% q/q do 15.4 PLN/GJ.
- Publikacja SF za 3Q26: 18 listopada

MOSTOSTAL WARSZAWA

Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 1-3Q26

- Przychody ze sprzedaży 793mln PLN, -26% r/r;
- Zysk brutto ze sprzedaży 75mln PLN, +6,8% r/r;
- Zysk netto 10,1mln PLN, +241% r/r.

FINANCIALS

ERSTE BANK POLSKA (EBP PW; HOLD; TP PLN 740)

Erste TFI wychodzi z pełnej konsolidacji: one-off zostanie ujęty w 4Q26

- Bank sprzedał jedną akcję Erste TFI na rzecz Erste Asset Management, obniżając udział w głosach na WZA do ok. 49.99%;
- Erste TFI traci status jednostki zależnej i od teraz będzie ujmowany jako jednostka stowarzyszona metodą praw własności;
- Jednorazowy wpływ dotyczy wyłącznie skonsolidowanego wyniku netto i zostanie ujęty według danych bilansowych na 31 października 2026 r.; bank nie podał szczegółów na temat jego skali.

MBANK (MBK PW; SELL; TP PLN 1,150) / UNICREDIT / COMMERZBANK

UniCredit ze zgodą EBC na przejęcie kontroli nad Commerzbankiem

- EBC zezwolił UniCredit na przekroczenie progu 30% w Commerzbanku i dalsze zwiększanie udziału bez górnego limitu: zgoda umożliwia odbiór akcji złożonych w lipcowym wezwaniu (udział ok. 48%);
- UniCredit oczekuje przejęcia kontroli do końca roku z ok. 50% głosów, po domknięciu pozostałych procesów regulacyjnych i warunków wezwania;
- CEO zapowiadał zwołanie NWZ i wymianę rady nadzorczej oraz zarządu bez czekania na WZA w 2027 r.; oczekuje wdrożenia swojej strategii w Commerzbanku od stycznia, a pełną fuzję odłożono na lata 2029-2030;
- Commerzbank kontroluje mBank, więc UniCredit pośrednio przejmie kontrolę także nad polskim bankiem, a przekroczenie 50% w Commerzbanku oznaczałoby obowiązek odkupu akcji od mniejszościowych akcjonariuszy mBanku.

GPW (GPW PW; SELL; TP PLN 77.5)

Poszerzenie oferty dla inwestorów o dwa nowe produkty ETN

- Tym samym oferta spółki HANetf dostępna na warszawskim parkiecie powiększyła się do 12 produktów.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	158,581	-0.1%	3%	47%
WIG20	4,208	0.0%	3%	46%
mWIG40	10,671	-0.2%	3%	36%
sWIG80	30,589	-1.0%	0%	3%
PX (Prague)	2,650	1.3%	-3%	11%
BUX (Budapest)	144,455	0.7%	-6%	40%
BET (Bucharest)	34,492	2.0%	9%	59%
BIST30 (Istanbul)	14,987	-0.4%	-5%	33%
DAX	25,383	0.3%	-1%	5%
FTSE 100	10,840	1.1%	1%	15%
STOXX Europe 600	640	0.4%	0%	12%
S&P 500	7,744	0.3%	3%	17%
NASDAQ 100	29,936	-0.1%	3%	21%
Nikkei 225	65,640	-4.9%	3%	36%
Shanghai Comp	3,722	-1.6%	-4%	-5%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.9%	-8.0	-8.5	105.0
PL 10Y bond yield	6.3%	-10.1	-15.0	85.2
CZ 10Y bond yield	5.3%	-6.9	-16.1	89.6
HU 10Y bond yield	5.4%	-9.0	-43.0	-138.0
RO 10Y bond yield	7.0%	-4.2	-22.2	-11.7
WIBOR 3M	3.9%	-2.0	3.0	-67.0
EURIBOR 3M	2.6%	-0.6	-3.6	60.7

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.89	0.0%	2.3%	7%
EUR/PLN	4.37	0.0%	0.2%	2.8%
EUR/USD	1.12	0.0%	-2.1%	-4.0%
GBP/PLN	5.18	-0.2%	-1.7%	-5.7%
CZK/PLN	0.18	0.0%	-0.1%	-2.6%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.5%	-9.2%
RON/PLN	0.82	-0.1%	1.2%	2.0%
CNY/PLN	0.58	0.0%	-2.6%	-12.4%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,148	1.5%	-4%	-1%
Silver (USD/toz)	57.7	0%	-8%	6%
Copper (USD/t)	14,347	-1.0%	2%	35%
Zinc (USD/t)	3,665	-1.5%	-4%	24%
Molybdenum (USD/lb)	33.2	0.1%	-2%	32%
Iron ore (USD/t)	91	0.7%	-6%	-14%
HCC (USD/t)	266	0.0%	-2%	23%
HRC EU (EUR/t)	745	-0.7%	5%	30%
Brent crude oil (USD/bbl.)	105.4	-0.5%	0%	73%
CO2 (EUR/t)	85.8	-1.5%	0%	7%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	86.6	0%	9%	170%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	145	11.7%	6%	68%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	575	-0.9%	1%	33%
Shanghai Freight Index	3,664	0.0%	2%	229%

GOSPODARKA WĘGIER

Węgry odzyskują dostęp do Funduszy Norweskich i EOG: EUR 254mln w perspektywie do 2028 roku

- Zakończono negocjacje, po których Węgry otrzymają EUR 254.1mln (ponad HUF 92mld), a umowa wdrożeniowa ma zostać podpisana niedługo;
- Program był zawieszony od 2021 r.: z poprzedniej alokacji (ok. HUF 78mld) Węgry nie dostały nic z powodu sporu o Fundusz Obywatelski, którego dystrybucję poprzedni rząd chciał powierzyć instytucji państwowej;
- Rozmowy wznowione w 2024 r. szły opornie, a obecne porozumienie domknął nowy rząd, po negocjacjach, które trwały od września.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; HOLD; TP PLN 156.5)

Litwa sceptyczna wobec windfall tax na Orlen Lietuva [neutralne]

- Litewski minister finansów Taurimas Valys sceptycznie ocenia pomysł wprowadzenia windfall tax dla Orlen Lietuva, wskazując na ryzyko pogorszenia relacji z Polską i niewielkie potencjalne wpływy do budżetu (0–46m EUR).
- Dyskusje są na wczesnym etapie, nie ma konsensusu politycznego i na razie nie są podejmowane żadne działania w tej sprawie.

PCC ROKITA (PCR PW; BUY; TP PLN 78.3)

Emisja 4.03m akcji za aport MCAA [neutralne]

- Spółka podpisała warunkową umowę przejęcia większości udziałów PCC MCAA i 100% akcji MCAA SE od PCC SE w zamian za emisję 4.027 mln nowych akcji po cenie 66.11 PLN/akcję.
- Wartość aportu ustalono na 266.2 mln PLN, wobec wcześniejszych 289.3 mln PLN (-8%).
- Liczba nowych akcji będzie niższa od pierwotnie zakładanych 4.252m.
- Finalizacja transakcji wymaga m.in. zgody WZA do 30 listopada 2026r.
- Termin NWZA ustalono na dzisiaj

UTILITES & MINING

PGE (PGE PW; BUY; TP PLN 11.9)

Porozumienie z NASK ws. budowy centrów danych

- PGE i NASK podpisały porozumienie dotyczące rozwoju centrów danych w Polsce, m.in. na terenach przemysłowych przy elektrociepłowniach PGE.
- Projekt zakłada wykorzystanie istniejącej infrastruktury energetycznej oraz ciepła odpadowego z centrów danych w systemach ciepłowniczych.
- Wg szacunków wykorzystanie infrastruktury PGE może obniżyć koszty inwestycji o ok. 1/3 względem projektów greenfield.
- Nie podano wartości inwestycji ani harmonogramu realizacji.

CONSUMER

MONNARI TRADE

Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w 3Q26 na poziomie 84,8mln PLN, +0,3% r/r

- Monnari – 61,7mln PLN, -0,5% r/r;
- Femestage – 3,5mln PLN, -2,8% r/r;
- 5.10.15 – 11,2mln PLN, -13,6% r/r;
- Quiosque – 4,9mln PLN (3Q25 – 0 PLN).
- Marża brutto na sprzedaży w 3Q26 wyniosła 62,1% vs. 59,1% w analogicznym okresie 2025 roku;
- Na koniec września'26 grupa prowadziła sprzedaż w 360 salonach sprzedaży (+19,2% r/r) o całkowitej powierzchni ok. 65,3 tys. m2 (+18% r/r).

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2120	2615.4	2567.9	2473.0	83%
WIG20	1684.0	2112.8	2088.8	2039.6	81%
WIG40	345.6	386.2	377.2	351.5	92%
sWIG80	50.8	62.3	57.2	61.3	89%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
KGH	337	XTB	94.6	SCW	8.5
PKO	323.2	ASB	90.1	LWB	3.6
ALE	291.2	BFT	48.6	DIG	3.4
PKN	250.3	ACP	31.7	CRQ	3.1
DNP	155.7	TPE	19.1	HUG	3.0
PZU	137.9	MDV	18.3	BCX	1.9
LPP	132.2	MIL	17.0	GNS	1.9
PEO	89.8	SNT	11.0	CMP	1.8
PGE	74.5	APR	10.0	CTX	1.5
CDR	62.3	ENA	8.2	COG	1.3

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KGH	157%	HUG	264%	BCX	471%
ALE	127%	ATC	234%	CTX	303%
PZU	127%	ASB	207%	UNI	267%
PCO	122%	BFT	189%	HUG	264%
PGE	119%	RVU	189%	FTE	254%
DNP	117%	APR	143%	ATC	234%
PKN	115%	TXT	139%	SKA	204%
LPP	104%	11B	131%	APT	202%
BDX	101%	LWB	124%	SCW	195%
KRU	96%	MIL	120%	RVU	189%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			Worst		
DNP	37	2.8%	BDX	679	-2%
PCO	46	2.6%	KGH	324	-2.1%
LPP	26,400	1.9%	MBK	1,405	-1.6%
ALE	54	1.2%	KTY	1,254	-1.2%
PZU	74	0.6%	PKN	154	-1.2%

Best			mWIG40			Worst		
RVU	17.4	3.2%	ASB	173.2	-7%			
XTB	140.1	2.6%	SLV	19.3	-3.5%			
SNT	346.8	2.5%	ACP	224.5	-2.8%			
BFT	5,540.0	1.7%	DVL	8.8	-2.8%			
CAR	1,008.0	1.5%	GPP	53.0	-2.4%			

Best			sWIG80			Worst		
RVU	17.4	3.2%	UNI	14.4	-5%			
AGO	11.5	3.2%	ZEP	19.4	-4.8%			
ROB	30.9	3.0%	DIG	361.2	-4.3%			
IMC	30.2	2.6%	ABS	86.6	-3.8%			
BOS	10.3	1.4%	SLV	19.3	-3.5%			

RYNEK APTECZNY**Wartość rynku aptecznego we wrześniu'26: 5,5mld PLN, +3,5% r/r**

PLNm	Sep 25	Sep 26	Y/Y	I-IX 25	I-IX 26	Y/Y
Pharmacy market value	5,378	5,567	3.5%	45,086	47,227	4.7%
RX sales	1,702	1,729	1.6%	13,389	14,133	5.6%
NON-RX sales	1,494	1,701	13.9%	13,010	14,533	11.7%
OTC sales	2,131	2,081	-2.3%	18,245	18,085	-0.9%
Average price per pack (PLN)	34.8	36.9	5.9%	33.4	35.7	7.0%
Average margin of the pharmacy	25.8%	24.2%	-1.6p.p.	26.1%	26.4%	0.3p.p.
Number of patients in stat. pharmacy	4,530	4,520	-0.2%	40,340	39,360	-2.4%

Source: PEX PharmaSequence, Trigon

RYNEK E-COMMERCE**Shoper rozpoczął publikację barometru rynku Shoper Trends, we wrześniu wzrost GMV o 13% r/r**

- Wzrost drugi miesiąc z rzędu przekroczył 13%, najwyższe dynamiki w tym roku;
- Dynamika 13,1% r/r bazuje na danych dla sklepów obecnych w badaniu we wrześniu 2025 i wrześniu 2026;
- Zmiana barometru Shoper Trends wyniosła 9,6% r/r (suma zmian m/m bazujących na sklepach obecnych w panelu w dwóch kolejnych miesiącach);
- Średnia wartość koszyka 409 PLN, +3,5% r/r;
- Liczba kupujących była wyższa o 8,9% r/r;
- Wolumen zamówień +9,2% r/r, szybciej niż +7,7% w sierpniu i +3,5% w lipcu;
- Najszybciej rosły kategorie: Narzędzia i materiały budowlane (+28% r/r), Meble (+23%), Sztuka i rozrywka (+20%), Dom i ogród (+16%), Żywność, napoje i tytoń (+14%);
- Najniższe dynamiki: Media (-1%), Elektronika (0%), Zdrowie i uroda (+8%);
- Panel obejmuje sklepy działające na Shoperze, bez transakcji z marketplace'ów i innych platform;
- [LINK](#) do pełnej analizy i metodologii badania.

RYNEK DETALICZNY**Średnia cena koszyka zakupowego we wrześniu wzrosła o 0,21% m/m i wyniosła 320,10 PLN – ASM SFA**

- Wartość koszyka spadła r/r o 2,93 PLN, czyli o 0,91%;
- W ujęciu rocznym obniżki objęły 8 z 13 analizowanych sieci handlowych. Największe spadki wartości koszyka odnotowano w sieciach Aldi (6,76%) i Auchan (6,29%). Największą podwyżkę odnotowano w sieci E.Leclers, gdzie wartość koszyka wzrosła o 8,35%.

RYNEK OPON**Wolumeny sell-in dla rynku europejskiego we wrześniu -4% r/r, -1% r/r YTD - Michelin**

- Michelin wskazuje, że na spadek całego rynku sell-in w Europie ma wpływ niższy import opon z Azji do Europy po tym jak przed wprowadzeniem ceł dystrybutorzy budowali zapas opon z Chin;
- [LINK](#) do raportu.

RYNEK TYTONIOWY**Prezydent podpisał ustawę podnoszącą akcyzę na e-papierosy i urządzenia do waporyzacji od 1 stycznia 2027**

- Akcyza na płyny w jednorazowych e-papierosach wzrośnie z 40 do 50 PLN, analogiczna podwyżka obejmie urządzenia do waporyzacji i ich części;
- Stawka na płyny do e-papierosów wielokrotnego użytku ma wzrosnąć o ~53%;
- Celem regulacji jest uszczelnienie opodatkowania, w tym ograniczenie obchodzenia akcyzy poprzez oddzielną sprzedaż elementów urządzeń;
- Ministerstwo Finansów szacuje dodatkowe wpływy budżetowe z podwyżek na 435mln PLN;
- Stowarzyszenie Obrony Praw Przedsiębiorców (SOPP) ostrzega przed ograniczeniem legalnej sprzedaży i rozwojem szarej strefy, której obecny udział w polskim rynku e-papierosów szacuje na 58%;
- Według SOPP zmiany szczególnie obciążą polskie MŚP produkujące płyny w butelkach 10 ml, wzmacniając pozycję międzynarodowych koncernów oferujących gotowe wkłady.

GAMING

ASMDEE (ASMDEEb SS; HOLD; TP SEK 151)**2Q26/27E Results Preview [lekko pozytywne]**

EURm	2Q25/26	3Q25/26	4Q25/26	1Q26/27	2Q26/27E	Y/Y	Q/Q
Revenues	403	524	407	422	480	19%	14%
Self-published	114	154	80	80	129	13%	61%
Partner-published	278	356	316	331	340	23%	3%
Others	11	14	11	11	11	0%	2%
Board Games	141	198	99	103			
Trading Card Games	227	286	277	285			
Other categories	35	41	31	35			
Gross income	181	231	163	174	213		
Gross margin	45.0%	44.1%	40.1%	41.3%	44.4%		
EBITDA	74.2	111.2	48.9	60.6	90.7	22%	50%
adj. EBITDA	76.1	114.5	54.9	61.9	90.7	19%	47%
EBIT	54.3	91.3	6.7	40.5	70.5	30%	74%
Net profit	-6.2	49.1	-13.6	17.0	41.1	+	142%
adj. Net profit	41.9	64.4	27.7	30.5	47.8	+	57%
OCF	-16	82	132	12	-25		
Net Debt	579	508	416	558	602		
P/E 12M trailing adj.	53.1	35.8	25.4	21.9	21.1		
EV/EBITDA adj. 12M trailing	18.3	15.6	14.6	13.5	13.0		
adj. EBITDA margin	18.9%	21.8%	13.5%	14.7%	18.9%		
EBIT margin	13.5%	17.4%	1.6%	9.6%	14.7%		
adj. Net profit margin	10.4%	12.3%	6.8%	7.2%	10.0%		

Source: Company data, Trigon

INDUSTRIALS

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)**Zamówienie FMV o wartości 1,3mld SEK na nową generację komputera sterowania lotem Gripna**

- Saab otrzymał od szwedzkiej agencji zakupów obronnych FMV zamówienie na opracowanie nowej generacji komputera sterowania lotem Gripna;
- Wartość zamówienia wynosi 1,3mld SEK, a dostawy zaplanowano na 2030 rok;
- Nowe rozwiązanie zastąpi obecny komputer, odpowiadając na długoterminowe wymagania dotyczące dostępności, wydajności i bezpieczeństwa dostaw;
- Projekt będzie realizowany w ścisłej współpracy z FMV, według Saab nowy komputer wesprze zdolności i osiągi Gripna przez kolejne dekady.

APS / RYNEK DEFENCE**Podsumowanie wywiadu z prezesem spółki Advanced Protection Systems Maciejem Klemmem - PAP****#Program SAN i outlook**

- Według prezesa zadania APS w programie SAN przebiegają bez opóźnień, pierwsze elementy systemu mają zostać pokazane jeszcze w 2026;
- APS planuje ~300 mln PLN przychodów w 2026, w kolejnych dwóch latach zarząd zapowiada kilkukrotne zwiększenie wyników;
- Połowa kontraktu APS w programie SAN dotyczy systemów dowodzenia i oprogramowania;
- Prezes odrzuca obawy o stabilność finansową APS, pozyskane finansowanie bankowe wspiera rozwój i realizację projektów;

#Moce produkcyjne i inwestycje

- Uruchomiona pod koniec września lokalizacja produkcyjna ma osiągnąć pełną wydajność w ciągu sześciu miesięcy, docelowo umożliwi produkcję blisko tysiąca sensorów radarowych;
- W ramach Zielonego Okręgu Kaszubia APS planuje >100mln PLN inwestycji w zakład produkcyjny i zaplecze R&D w najbliższych 12 miesiącach;
- Od początku roku zatrudniono blisko 100 osób, przez kolejne dwa lata planowane jest >180 nowych etatów, zwiększających zatrudnienie do blisko 400 osób;

#Eksport i infrastruktura krytyczna

- W ostatnich trzech tygodniach APS podpisał dwa kontrakty radarowe z rządami państw NATO, o wartości kilkudziesięciu milionów PLN;
- Według prezesa MON wspiera eksport SAN, zainteresowanie podobnymi rozwiązaniami sygnalizują m.in. Słowacja i Czechy;
- Drugim filarem rozwoju ma być ochrona infrastruktury krytycznej, APS wdraża obecnie rozwiązania w pięciu obiektach w Europie;

#Partner strategiczny, finansowanie i M&A

- APS rozmawia z funduszami i koncernami obronnymi, priorytetem jest dostęp do rynków zagranicznych oraz udział w dużych programach obronnych;
- Rozważane są partnerstwa kapitałowe i rozwiązania giełdowe, w tym potencjalny debiut na GPW, nie wybrano dotychczas kierunku;
- Spółka nie planuje kolejnego finansowania przez co najmniej 12 miesięcy, duże kontrakty eksportowe mogłyby zmienić te założenia;
- APS prowadzi rozmowy z małymi firmami technologicznymi i startupami, potencjalne inwestycje mają wzmacniać kompetencje, przy utrzymaniu priorytetu wzrostu organicznego.

ARES SHIELD AI / RYNEK SPACE

Plan debiutu na NewConnect w 1Q27 i pozyskania 10mln PLN na rozwój systemu ochrony satelitów - PB

- Ares Shield AI przygotowuje debiut na NewConnect w 1Q27, z emisji chce pozyskać 10 mln PLN na rozwój biznesu i technologii;
- Spółkę założył Grzegorz Zwoliński, twórca SatRev, rozwijany system ochrony infrastruktury kosmicznej znajduje się na etapie demonstratora;
- Platforma ma wykrywać, klasyfikować i neutralizować zagrożenia dla satelitów, wykorzystując promieniowanie mikrofalowe wysokiej mocy i sztuczną inteligencję;
- Moduły mają być integrowane z satelitami klientów lub działać jako niezależne węzły konstelacji, według spółki system nie będzie generował odłamków;
- W sierpniu poinformowano o kontrakcie z Lonestar Data Holdings za ~22mln PLN, obejmującym ochronę początkowo trzech satelitów, następnie całej konstelacji;
- Docelowymi odbiorcami rozwiązania mają być państwa NATO oraz operatorzy satelitarni europejskich sił zbrojnych;
- W dwóch rundach finansowania pozyskano dotychczas ~4mln PLN, trzecia runda, o wartości >5mln PLN, jest na etapie zamykania;
- Wpłaty z trzeciej rundy mają nastąpić do końca listopada, szczegóły działalności zostaną przedstawione przed debiutem w memorandum informacyjnym;
- W 2025 roku spółka prowadziła działalność operacyjną przez dwa miesiące, nie osiągnęła przychodów i odnotowała 155 tys. PLN straty netto.

KP LABS / RYNEK SPACE

Zwiększenie produkcji do 60-70 komputerów rocznie i ekspansja w Ameryce i Azji do końca 2028 - PB

- Spółka skaluje działalność do 60-70 jednostek rocznie, dotychczas w 2026 wyprodukowała ~30 komputerów Leopard, głównie dla klientów europejskich;
- Finansowanie przyspieszy rozwój większych jednostek przetwarzania danych, ważących do 15 kg, przeznaczonych dla satelitów o masie ~1 tys. kg;
- Nowe urządzenia mają obsługiwać misje wartości 50-200mln EUR, wobec kilku milionów EUR dla misji wykorzystujących komputery Leopard;
- Do końca 2028 spółka chce zwiększyć sprzedaż w Ameryce i Azji, obecnie koncentruje się na Europie, nie planuje nowych biur zagranicznych;
- Według prezesa zapotrzebowanie na przetwarzanie danych na orbicie dotyczy już co trzeciego-czwartego satelity, wobec wcześniejszych szacunków co trzydziestego-czterdziestego;
- Sprzęt KP Labs uczestniczył w 10 misjach kosmicznych, z produktów korzystają m.in. ESA, NASA, Airbus Defence and Space oraz Thales Alenia Space;
- Zespół liczy >100 osób, komputery i algorytmy AI spółki przetwarzają dane na orbicie, ograniczając obciążenie łącz komunikacyjnych;
- KP Labs pozyskał 19,4mln PLN od Momentum Capital Partners na zwiększenie produkcji, rozwój R&D i ekspansję zagraniczną.

VAT GROUP/ SEMI EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: Popyt przyspiesza znacznie mocniej niż oczekiwano, rok 2027 zapowiada się rekordowo

#Sytuacja rynkowa

- Popyt w semiconductors wszedł w nową fazę wzrostu, wspieraną nie tylko AI/data centers, ale również przejściem na gate-all-around, technologie sub-2nm oraz przyspieszaniem projektów nowych fabów, a spółka wskazuje ok. 150 fabów planowanych lub budowanych w kolejnych trzech latach
- Order intake w 3Q potroił się r/r i ustanowił kolejny rekord, wyraźnie powyżej wcześniejszego oczekiwania płaskiego kw/kw poziomu zamówień, przy czym zarząd podkreśla, że nie widzi „double booking”, a zamówienia odzwierciedlają realne zapotrzebowanie na moce produkcyjne czołowych producentów
- Widoczność popytu istotnie się poprawiła: lead time zamówień wydłużył się z ok. trzech miesięcy na początku roku do ok. dziewięciu miesięcy lub więcej, klienci komunikują widoczność na 6-8 kwartałów, a spółka oczekuje utrzymania niedoboru zaawansowanych półprzewodników do końca 2027
- Semiconductor unit pozostaje głównym źródłem wzrostu, z zamówieniami +37% kw/kw i +270% r/r oraz sprzedażą +39% kw/kw i +70% r/r, podczas gdy Advanced Industrials pozostaje mieszany z poprawą scientific instruments/analytical i ekspozycji semiconductor oraz płaskim popytem w coatings i industrials
- Global Service również wyraźnie przyspieszył, zamówienia wzrosły +52% kw/kw i +88% r/r dzięki consumables, repairs i retrofits, natomiast sprzedaż rosła wolniej, ponieważ wysokie wykorzystanie fabów ogranicza możliwość wyłączania narzędzi na serwis i modernizację
- Chiny rozwijają się zgodnie z oczekiwaniami, ich udział w zamówieniach był nieco powyżej 30% udziału w sprzedaży, a spółka nadal koncentruje się na wspólnym rozwoju technologii z OEM-ami

#Koszty i marże

- VAT zatrudnił dodatkowo ok. 450 FTE w kwartale i buduje zasoby z wyprzedzeniem względem wzrostu, co krótkoterminowo obciąża produktywność, ale wraz z dojrzeniem ramp-upu wydajność nowych pracowników powinna rosnąć, a równolegle kontynuowane są programy efektywnościowe
- Wykorzystanie linii montażowych w Szwajcarii przekroczyło 75%, Malezja 1A działa powyżej 90%, a Malezja 1B ma wejść do produkcji w 1Q27, podczas gdy Rumunia jest przekształcana w pełnoprawny zakład produkcyjny zwiększający potencjalny output grupy o ok. 200-300mln CHF
- Obecny footprint zapewnia ok. 2,4-2,7mld CHF mocy, lecz przyspieszenie rynku oznacza konieczność wcześniejszej decyzji o kolejnej ekspansji poza obecne budynki, przy lead time nowych mocy poza Szwajcarią rzędu 12 miesięcy plus kwalifikacja, łącznie do ok. 18 miesięcy
- Marża brutto wzrosła do ok. 65-66% mimo negatywnych efektów ramp-upu, a zarząd oczekuje utrzymania ok. 66% dzięki większemu udziałowi produkcji poza Szwajcarią oraz podwyżkom cen kompensującym inflację materiałów, pracy, transportu i energii
- Pricing nie jest automatycznie podnoszony wraz z cenami klientów, natomiast inflacja inputów jest przenoszona na odbiorców, a coroczne zmiany cen katalogowych są zwykle komunikowane jesienią i obowiązują od początku kolejnego roku

#Outlook/guidance

- Guidance na 4Q zakłada sprzedaż 420-450mln CHF, natomiast na cały 2026 spółka oczekuje kolejnych rekordów w zamówieniach, sprzedaży i FCF oraz wyższej marży EBITDA i zysku netto r/r
- Najważniejsza zmiana dotyczy 2027, ponieważ VAT przygotowuje się obecnie na sprzedaż znacząco powyżej wcześniejszego guidance 1,5-1,7mld CHF

- Zarząd oczekuje normalizacji order intake w 4Q do ok. 500-600mln CHF

- WFE (Wafer Fab Equipment) na 2027 jest obecnie zakładane przez VAT na ok. 200mld USD, a wewnętrzny scenariusz na 2028 wynosi ok. 250-260mld USD, istotnie powyżej wcześniejszych założeń spółki

CHFm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order backlog	259	304	431	648	980	278%	51%	1,196	2,363
Order intake	238	306	356	500	697	193%	39%	1,033	1,858
organic y/y	-2%	25%	67%	111%	188%				
Valves	184	237	304	434	596	223%	37%	821	1,570
Global Service	54	69	53	66	101	88%	52%	212	288
Book-to-bill	0.92	1.19	1.61	1.72	1.85			3.86	1.62
Valves	0.90	1.16	1.78	1.84	1.86			3.78	1.69
Global Service	0.99	1.27	1.04	1.20	1.79			4.23	1.34
Net sales	258	258	221	291	376	46%	29%	1,074	1,146
organic y/y	32%	-1%	-9%	8%	44%				
Valves	204	204	170	236	320	57%	36%	875	930
Global Service	54	54	51	55	56	4%	2%	199	216
EBITDA*	-	157	-	148	-	-	-	-	-
Valves	-	284	-	121	-	-	-	-	-
Global Service	-	91	-	50	-	-	-	-	-
Net income*	-	109	-	99	-	-	-	-	-
Capex*	-	26	-	21	-	-	-	-	-
Free cash flow *	-	180	-	42	-	-	-	-	-
EBITDA margin*	-	30.4%	-	29.0%	-	-	-	-	-
Valves	-	69.8%	-	29.8%	-	-	-	-	-
Global Service	-	83.9%	-	47.2%	-	-	-	-	-
Net margin*	-	21.1%	-	19.3%	-	-	-	-	-

Source: Company, Trigon, * Half year results

AQ GROUP/ ELECTRONICS MAN. SERV.

Wyniki 3Q26: data centers i sektor obronny w Europie w dalszym ciągu napędzają nowe zamówienia

#Sytuacja rynkowa

- Organiczny wzrost w 3Q wyniósł ok. 17%, a największymi motorami były data centers, power grid electrification i defense, przy czym data centers rosną zdecydowanie najszybciej i momentum obejmuje kilku klientów, a nie pojedynczy projekt
- Największe dynamiki wzrostu dotyczyły klientów końcowych zlokalizowanych w USA i Azji
- Inductive Components dla electrification, obejmujące data centers, wzrosły o ok. 60% r/r, wszystkie fabryki data center pracują na wysokim obciążeniu, a spółka twierdzi, że w USA wygrywa praktycznie każde zapytanie ofertowe na inductive components
- Power grid momentum poprawiło się w 3Q i zarząd oczekuje dalszego przyspieszenia w 4Q, natomiast defence pozostaje silny przede wszystkim w Europie Północnej, w tym Szwecji, Norwegii i Wielkiej Brytanii
- Poza trzema głównymi obszarami wszystkie segmenty również rosną, przeważnie w tempie jednocyfrowym, co oznacza bardziej szeroką poprawę popytu niż we wcześniejszych kwartałach
- Popyt jest oceniany jako rzeczywisty, a nie efekt cenowy lub budowania zapasów, spółka nie obserwuje obecnie istotnych ograniczeń komponentowych ani spowolnienia klientów z powodu niedoborów
- AQ rozwija również ekspozycję na przyszłe architektury data centers, wykonując prototyp solid-state transformer dla konwersji medium voltage do 800V DC, którego potencjalne wdrożenie komercyjne przez klienta może rozpocząć się w 2027-28

#Koszty i marże

- Marża brutto obniżyła się głównie przez mix produktowy, ponieważ szybciej rosną transformatory o wysokim udziale miedzi, aluminium i stali elektrotechnicznej, natomiast marża EBIT osiągnęła docelowe 10%
- Potencjał dalszej poprawy marż pozostaje znaczący, ponieważ AQ wskazuje problemy z jakością i produktywnością w Indiach, niskie utilization w wire harness w Meksyku i Nowym Jorku, słabszą egzekucję Time24 (przejęta w maju br.)

#Outlook/guidance

- Zarząd oczekuje dalszego wzrostu przy obecnym momentum i zakłada odrobienie w 4Q opóźnionych dostaw dla data centers i defense, przy czym zaległości są określane jako zauważalne, ale nie duże
- W UPS (systemy zasilania awaryjnego) dla data centers AQ dostarczył w kwartale więcej niż wcześniej deklarowana miesięczna zdolność, a zarząd oczekuje dalszego wzrostu wolumenów w 2027
- Długoterminowym celem pozostaje podwojenie EPS w okresie 2026-31, po zrealizowaniu analogicznego celu w latach 2021-26

SEKm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Net sales	2,344	2,114	2,323	2,358	2,577	2,566	21%	0%	9,139	9,824
Organic growth	0%	5%	9%	6%	9%	18%	13%	9%		
M&A growth	8%	7%	5%	1%	1%	2%	-5%	1%		
EBITDA	300	278	302	309	342	352	27%	3%	1,189	1,305
EBIT	218	191	216	225	255	259	36%	2%	850	955
Net profit	188	154	169	179	202	205	33%	1%	690	755
Net debt/(cash)	-219	-429	-427	-697	-413	-467	-	-	-697	-467
EBITDA margin	12.8%	13.2%	13.0%	13.1%	13.3%	13.7%	0.6%	0.4%	13.0%	13.3%
EBIT margin	9.3%	9.0%	9.3%	9.5%	9.9%	10.1%	1.1%	0.2%	9.3%	9.7%
Net margin	8.0%	7.3%	7.3%	7.6%	7.8%	8.0%	0.7%	0.2%	7.6%	7.7%

Source: Company, Trigon

ERICSSON / TMT EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: Wzrost kosztów komponentów, 2027 rokiem przejściowym dla marż

#Sytuacja rynkowa

- Globalny RAN (Radio Access Network) pozostaje zasadniczo płaski, Ericsson rośnie m.in. dzięki wzrostom udziału w wybranych strategicznych rynkach (np. Japonii)
- Networks wzrosło organicznie o 9% r/r w 3Q i ok. 4% YTD, przy czym część kwartalnego wzrostu wynikała z przyspieszenia zakupów przez klientów przed oczekiwanymi podwyżkami cen, lecz zarząd określa ten efekt jako widoczny, ale niematerialny dla obrazu 2027
- Regionalnie wzrost napędzały Japonia, Indie, Wietnam i Bliski Wschód, Ameryki spadły lekko przez Amerykę Łacińską mimo niewielkiego wzrostu w Ameryce Północnej
- Enterprise 5G private networks pokazuje dobre momentum, ale cały Enterprise pozostaje obszarem wymagającym poprawy rentowności, szczególnie Vonage
- Zarząd widzi strukturalne wsparcie popytu ze strony AI, ponieważ rosnące wykorzystanie aplikacji AI zwiększy wymagania wobec niezawodności, przepustowości i inteligencji sieci mobilnych, choć nie przekłada się to jeszcze na szeroki wzrost rynku RAN
- Satelity są postrzegane bardziej jako uzupełnienie niż substytut sieci naziemnych, a Ericsson spodziewa się dalszego zapotrzebowania na seamless indoor/outdoor connectivity

#Koszty i marże

- Najważniejszym nowym wyzwaniem są rosnące koszty komponentów związane z boomem AI, przede wszystkim pamięci i innych podzespołów, wpływ finansowy będzie narastał w kolejnych kwartałach i bez działań mitygujących miałby znaczący negatywny wpływ na marżę brutto
- Krótkoterminowe działania obejmują upselling, product substitution i kierowanie sprzedaży w stronę nowych produktów z lepszą strukturą kosztową i cenową, co dotychczas skutecznie amortyzowało presję
- Długoterminowo Ericsson podnosi ceny w nowych ofertach i przy odnawianiu wieloletnich kontraktów, optymalizuje portfolio, supply chain i efektywność kosztową, lecz z uwagi na 3-5-letnie umowy z klientami pełne przełożenie tych działań na P&L wymaga czasu
- Zarząd uważa, że wyższe koszty komponentów są strukturalne i ostatecznie muszą zostać przeniesione na operatorów, jednak 2027 może być okresem przejściowym, w którym działania efektywnościowe wygasają zanim efekt podwyżek cen w pełni pojawi się w wynikach

#Outlook/guidance

- Na 4Q spółka oczekuje wzrostu sprzedaży w Networks i Cloud Software and Services zasadniczo zgodnego ze średnią sezonowością z ostatnich trzech lat, a marża brutto Networks ma wynieść 49-51%
- Dla 2027 zarząd nie zmienił oceny samego rynku RAN i nadal zakłada raczej płaskie otoczenie
- 2027 jest wyraźnie sygnalizowany jako potencjalny rok przejściowej presji na marżę, ponieważ wzrost cen komponentów pojawi się szybciej niż pełne strukturalne podwyżki cen dla klientów
- Nowy CEO wskazuje, że największym długoterminowym wyzwaniem jest znalezienie nowych źródeł wzrostu poza płaskim RAN, m.in. mission-critical networks, defense, sensing, enterprise i network APIs
- W 6G Ericsson oczekuje częściowego wykorzystania obecnego hardware oraz dodatkowych inwestycji głównie w nowe pasma radiowe, więc przyszły cykl nie powinien mieć charakteru wyłącznie software'owego

SEKm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenues	56,239	69,285	49,332	52,691	59,478	6%	13%	#####	#####
Networks	35,424	44,200	32,937	33,047	38,696	9%	17%	#####	#####
Cloud Software and Service	15,346	20,031	11,833	14,732	15,829	3%	7%	62,715	62,425
Enterprise	5,058	4,578	4,168	4,490	4,560	-10%	2%	21,117	17,796
Americas	19,837	22,928	17,077	18,821	19,817	0%	5%	83,433	78,643
EMEA	16,730	23,350	14,298	16,261	17,452	4%	7%	70,747	71,361
SouthEastAsia,Oceania&Inc	7,097	8,986	6,946	5,407	8,788	24%	63%	28,813	30,126
NorthEastAsia	3,825	5,205	3,122	3,734	4,540	19%	22%	16,010	16,601
Other	8,750	8,816	7,888	8,467	8,881	1%	5%	37,676	34,053
Gross profit	26,777	32,705	23,299	24,122	27,990	5%	16%	#####	#####
Networks	17,705	21,648	16,359	15,975	19,272	9%	21%	75,102	73,254
Cloud Software and Service	6,463	8,636	4,907	5,868	6,707	4%	14%	26,133	26,119
Enterprise	2,609	2,386	2,039	2,276	2,280	-13%	0%	11,378	8,981
EBIT	15,151	11,161	1,443	5,919	8,864	-41%	50%	38,634	27,387
Net income	11,149	8,563	888	4,046	5,806	-48%	43%	28,428	19,303
OCF	7,939	16,507	7,403	1,932	6,469	-19%	235%	32,954	32,311
CAPEX	-491	-849	-620	-637	-846	-	-	-2,630	-2,952
Gross margin	47.6%	47.2%	47.2%	45.8%	47.1%	-0.6%	1.3%	47.6%	46.8%
Networks	50.0%	49.0%	49.7%	48.3%	49.8%	-0.2%	1.5%	49.7%	49.2%
Cloud Software and Service	42.1%	43.1%	41.5%	39.8%	42.4%	0.3%	2.5%	41.7%	41.8%
Enterprise	51.6%	52.1%	48.9%	50.7%	50.0%	-1.6%	-0.7%	53.9%	50.5%
EBIT margin	26.9%	16.1%	2.9%	11.2%	14.9%	-12.0%	3.7%	16.3%	11.9%
Net margin	19.8%	12.4%	1.8%	7.7%	9.8%	-10.1%	2.1%	12.0%	8.4%

Source: Company, Trigon

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

DOM DEVELOPMENT (DOM PW; BUY; TP PLN 285)

Wprowadzenie do sprzedaży 196 mieszkań na warszawskiej Białoleśce w ramach nowej części Osiedla Palladium

- Łącznie na osiedlu powstanie siedem budynków;
- Zakończenie realizacji pierwszych dwóch obiektów zaplanowano na 3Q28.

PORR

Podpisanie umowy o wartości 439 mln PLN netto z Rejonowym Zarządem Infrastruktury we Wrocławiu

- Umowa dotyczy budowy infrastruktury wojskowej na lotnisku Wrocław – Starachowice i obejmuje realizację 5 z 20 planowanych zadań w ramach bazy przeładunkowo-załadunkowej dla amerykańskich sił powietrznych.
- Zakończenie prac planowane jest do 2029 roku.

UNIBEP

Zawarcie z PGB Energetyka 14 umowy na biogazownię rolniczą za 30mln PLN netto

- Rozpoczęcie realizacji inwestycji nastąpi w 4Q26, a zakończenie planowane jest w 3Q27.

RYNEK KOLEJOWY

Portfele zamówień Spółek z Grupy PLK

- Wartość planowanych na ten rok inwestycji infrastrukturalnych PKP PLK wynosi 15 mld PLN (12 mld PLN w FY25);
- Według prezesa PLK, Piotra Wyborskiego, ok. 20% kontraktów w przetargach zdobywają spółki z grupy PLK, a pozostała część trafia do wykonawców zewnętrznych;
- Portfel zamówień Trakcji wynosi 7.6 mld PLN brutto (5.4 mld PLN na koniec FY25);
- Portfel PNUIK wynosi 2.1 mld PLN (2.5 mld PLN w FY25), a w ciągu ostatnich trzech lat wzrósł dwukrotnie;
- Portfel PPM-T wynosi 2.23 mld PLN, ok. 35x więcej niż w FY23 - ok. połowę portfela stanowi kontrakt na modernizację linii Rail Baltica Ełk-Białystok, realizowany w konsorcjum, którego liderem jest Track Tec. Spółka bierze udział w ośmiu postępowaniach o łącznej wartości ponad 11 mld PLN;
- Portfel ZRK-DOM wynosi 1.67 mld PLN; Prezes Spółki prognozuje jego wzrost do 2 mld PLN i utrzymanie na tym poziomie w kolejnych latach;
- PLK przygotowują się do przejęcia od PKP zasobów telekomunikacyjnych spółki Telkol. Analizy zostały zakończone, trwają prace nad sposobem sfinansowania transakcji.

BIOTECH

DIAGNOSTYKA (DIA PW; HOLD; TP PLN 181)

Perspektywy 2027–28: programy profilaktyczne wspierają B2B, optymalizacja laboratoriów i rozwój B2C w DI kluczowe dla poprawy marż – podsumowanie spotkania w ramach konferencji Trigon Investor Week [neutralne]

- **Outlook 2027–28:** Popyt na usługi diagnostyczne pozostaje wspierany przez profilaktykę zdrowotną, outsourcing badań laboratoryjnych i rozwój diagnostyki obrazowej. Po wysokich dynamikach ostatnich lat wzrost wolumenów MLT powinien stopniowo się normalizować, natomiast większego znaczenia nabiorą pricing, mix badań specjalistycznych i efektywność operacyjna. Kluczowym obszarem dla wyników 2027 r. będzie przełożenie wzrostu przychodów na poprawę recurring EBITDA i FCF, po okresie podwyższonych kosztów wdrożeń i optymalizacji w 2026 r.

- **MLT – wpływ programu „Moje Zdrowie”:** Program zwiększa dostępność badań profilaktycznych wykonywanych na zlecenie placówek POZ, wspierając wolumeny i wykorzystanie laboratoriów w kanale B2B. Wpływ na średni przychód na test zależy od struktury realizowanych pakietów: badania podstawowe zwiększają skalę działalności, natomiast szerszy zakres diagnostyczny może poprawiać price/mix. W perspektywie 2027 r. istotne będzie tempo wzrostu liczby pacjentów objętych programem oraz udział badań o wyższej wartości jednostkowej.

- **MLT – cytologia i diagnostyka molekularna:** poprawę mixu B2B stanowi rozwój badań wykonywanych w ramach programu profilaktyki raka szyjki macicy, w szczególności testów HPV HR oraz cytologii na podłożu płynnym (LBC) wykonywanej przy dodatnim wyniku HPV.

- **B2B – wolumeny vs pricing:** W 2Q26 wolumeny badań MLT wzrosły o 4,2% r/r, podczas gdy średni przychód na test zwiększył się do PLN15,0 (+12% r/r), wskazując na rosnące znaczenie ceny i mixu. Wzrost liczby badań finansowanych ze środków publicznych powinien wspierać absorpcję kosztów stałych laboratoriów, jednak jego wpływ na marżę będzie uzależniony od struktury kontraktów i udziału badań wysokospecjalistycznych. Istotne pozostaną także indeksacja cen w umowach outsourcingowych i kontrola kosztu wykonania pojedynczego badania.

- **DI – rozwój kanału B2C:** jednym z kierunków zwiększania rentowności pozostaje rozwój sprzedaży badań prywatnych, szczególnie TK, MR oraz wybranych procedur wysokospecjalistycznych. Kanał B2C daje większą elastyczność cenową i pozwala zwiększać wykorzystanie infrastruktury niezależnie od limitów kontraktów publicznych. Istotna dla perspektyw 2027 r. będzie zdolność zwiększania udziału pacjentów prywatnych bez istotnego wzrostu kosztów pozyskania klienta i rozbudowy infrastruktury.

- **DI – refundacja nadlimitów:** nowe zasady rozliczania wybranych badań TK/MR wpływają na liczbę realizowanych wolumenów, DIA utrzymuje realizację na badaniach ponad limit na poziomie możliwie najniższym dla utrzymania kontraktów. Widoczne są ponowne zmiany rozliczenia badań przez NFZ- do badań nielimitowanych wraca szersza pula pacjentów onkologicznych, na badania obrazowe ze wskazaniem onkologicznym mogą kierować lekarze pierwszego kontaktu. Czynniki te rozwijają segment DI DIA.

- **Marże EBITDA – 2027 rokiem odbudowy rentowności:** Recurring EBITDA margin w 2Q26 spadła do 19,8% wobec 26,0% rok wcześniej, pod wpływem kosztów materiałów, usług obcych, wynagrodzeń i wdrożeń operacyjnych. Podstawowymi czynnikami odbudowy marż w kolejnych kwartałach będą stabilizacja kosztu materiałowego na test, wzrost udziału badań specjalistycznych, normalizacja kosztów ERP i optymalizacji oraz poprawa rentowności DI. W dalszym ciągu czynnikiem ryzyka pozostaje przewaga dynamiki niższej marżowych przychodów B2B nad B2C.

- **M&A:** Spółka pozostaje aktywna w konsolidacji rynku MLT & DI, jednak z perspektywy dalszego wzrostu wartości istotniejsza od samej skali przejść będzie ich integracja, poprawa wykorzystania aktywów i zwrot z zaangażowanego kapitału.

SYNEKTIK (SNT PW; HOLD; TP PLN 398)

Perspektywy po KPO: nowe źródła finansowania inwestycji szpitalnych, ekspansja zagraniczna i rosnąca monetyzacja zainstalowanej bazy da Vinci -podsumowanie spotkania w ramach konferencji Trigon Investor Week [lekko pozytywne]

- **Zamówienia – zakończenie szczytowego cyklu KPO:** W kalendarzowym 3Q26 wartość pozyskanych zamówień na sprzęt medyczny wyniosła ok. PLN70m (-52% r/r), przy backlogu PLN43,3m (-43% r/r) i wzroście aktywnych ofert do PLN200,1m (+24% q/q). Jednocześnie całoroczna wartość zamówień w FY2025/26 osiągnęła rekordowe PLN493m (+26% r/r). Po zakończeniu intensywnej realizacji projektów KPO istotne znaczenie dla sprzedaży sprzętu będzie miało uruchamianie kolejnych przetargów oraz harmonogram wykorzystania nowych źródeł finansowania.

- **Finansowanie inwestycji po KPO:** Kolejnymi źródłami zamówień mogą być FEnKS, Fundusz Medyczny, Narodowa Strategia Onkologiczna oraz standardowe budżety inwestycyjne szpitali. W odróżnieniu od skoncentrowanego w czasie cyklu KPO realizacja projektów może być bardziej rozłożona na lata 2027–29 i zależna od indywidualnych harmonogramów placówek. Oznacza to potencjalnie większe rozproszenie przetargów pomiędzy ośrodkami i kwartałami. Tempo konwersji aktywnych ofert w podpisane umowy pozostaje najważniejszym wskaźnikiem odbudowy zamówień.

- **Da Vinci – rozwój installed base i rynek wymiany systemów:** oprócz nowych instalacji (w tym dV 5) coraz większe znaczenie może mieć wymiana starszych modeli na da Vinci 5, rozwój kolejnych wskazań chirurgicznych oraz zwiększanie wykorzystania robotów w istniejących ośrodkach. Zarząd ocenia efekt dostaw kilku dodatkowych systemów/rok od FY26.

- **Ekspansja geograficzna – kraje bałtyckie i Ukraina.** Rozwój działalności poza Polską, Czechami i Słowacją zwiększa dostępny rynek dla nowych instalacji da Vinci. W krajach bałtyckich pierwsze kontrakty stanowią podstawę do budowy infrastruktury serwisowej i relacji z kolejnymi ośrodkami. Perspektywy zależą od lokalnych programów modernizacji szpitali, środków unijnych i krajowych, finansowania zabiegów oraz tempa szkolenia zespołów chirurgicznych. Ukraina stanowi dodatkową możliwość wzrostu, obciążoną jednak większą niepewnością dotyczącą finansowania i harmonogramów inwestycji.

- **Recurring revenues – monetyzacja zainstalowanej bazy:** Rosnąca liczba aktywnych systemów oraz wykonywanych zabiegów zwiększa bazę przychodów z instrumentarium, akcesoriów i usług serwisowych. Udział przychodów powtarzalnych w segmencie Medical Equipment & IT powinien wzrosnąć do wysokich kilkudziesięciu procent w 2028E. Dalsza dynamika będzie zależała zarówno od nowych instalacji, jak i liczby zabiegów wykonywanych na pojedynczym systemie.

- **Pozostały sprzęt medyczny – wykorzystanie istniejącego portfolio:** Po wyjątkowo wysokiej sprzedaży sprzętu związanej z KPO istotne będzie pozyskiwanie kolejnych kontraktów w obszarach diagnostyki obrazowej, onkologii i specjalistycznych technologii medycznych. Portfolio obejmujące m.in. Hologic oraz ZAP-X pozwala adresować inne budżety inwestycyjne niż robotyka chirurgiczna. Dalszy rozwój tej działalności zależy od dostępności finansowania i realizacji większych projektów szpitalnych.

- **Edison – nowy obszar komercjalizacji.** HistoSonics Edison stanowi możliwość poszerzenia oferty o nieinwazyjne leczenie nowotworów metodą histotrypsji. Spółka zakłada sprzedaż ok. 3-5 systemów/rok. Tempo komercjalizacji będzie zależało od rozwoju zastosowań klinicznych, decyzji inwestycyjnych ośrodków oraz dostępności finansowania procedur. W dalszej perspektywie znaczenie może mieć również potencjał generowania przychodów serwisowych i ze zużywalnych komponentów.

- **Rentowność – rosnący udział działalności powtarzalnej stwarza możliwość podniesienia marży EBITDA w kolejnych latach (efekt możliwy do osiągnięcia Zarząd szacuje na ok. 1.5% do 2% do 2028).** Wzrost udziału consumables i serwisu może poprawiać strukturę rentowności względem sprzedaży nowych urządzeń.

- **Konkurencja – rosnąca obecność chińskich i innych azjatyckich producentów:** Europejski rynek robotyki chirurgicznej otwiera się na kolejne platformy, w tym chińskie Toumai (MicroPort MedBot) i Edge Medical, a także japoński hinotori. Istotnym czynnikiem różnicującym producentów pozostają jednak nie tylko parametry techniczne i cena zakupu, lecz również liczba wskazań klinicznych, dostępność instrumentarium, szkolenia chirurgów oraz lokalna infrastruktura serwisowa. SNT nie widzi obecnie silnej presji cenowej ze strony w/w urządzeń.

- **Radiofarmacja i cash flow:** Segment Radiofarmacji pozostaje dodatkowym źródłem przychodów, Zarząd zakłada utrzymalnie stabilnego tempa wzrostu w latach 2027-2028. W przypadku całej Grupy istotna dla generacji gotówki będzie normalizacja kapitału obrotowego po rozliczeniu dużych kontraktów sprzętowych. Rosnąca baza przychodów powtarzalnych może stopniowo zmniejszać zmienność przepływów zależną od terminów dostaw sprzętu.

CELON PHARMA (CLN PW; BUY; TP PLN 38.8)

Semaglutyd: złożenie wniosków rejestracyjnych w kilkunastu krajach UE [pozytywne]

- **Proces rejestracyjny:** Celon Pharma złożyła wnioski o dopuszczenie do obrotu produktu leczniczego zawierającego semaglutyd w postaci roztworu do wstrzykiwań w ramach dwóch odrębnych procedur zdecentralizowanych (DCP), obejmujących kilkanaście państw członkowskich UE.

- **Zasięg geograficzny:** Państwami referencyjnymi dla postępowań są Niemcy i Austria. Zastosowanie procedur DCP umożliwia prowadzenie skoordynowanej oceny regulacyjnej na kilku rynkach europejskich, stanowiąc element przygotowań do przyszłej komercjalizacji produktu.

- **Kolejne etapy:** Przed rozpoczęciem sprzedaży konieczne będzie uzyskanie odpowiednich pozwoleń, a faktyczny termin wejścia na poszczególne rynki będzie dodatkowo zależał od sytuacji patentowej, przygotowania kanałów dystrybucji i otoczenia konkurencyjnego.

SCOPE FLUIDICS (SCP PW; BUY; PLN TP 228.2)

Edocera osiągnęła II kamień milowy projektu, niższe nakłady na R&D [lekko pozytywne]

- Zgodnie z harmonogramem, został osiągnięty cel II projektu, polegający na opracowaniu prototypu urządzenia;

- Na realizację celu II spółka wydała ok. 9mln PLN wobec wstępnie szacowanych 15mln PLN;

- Wstępne szacowany budżet na realizację celu III wynosi nie więcej niż 13mln PLN.

RYVU THERAPEUTICS (RVU PW; BUY; TP PLN 33.9)

Spółka zaprezentowała podczas World ADC Congress 2026 dane in vivo proof-of-concept dla RVU602

- Wyniki potwierdzają słuszność koncepcji dla RVU602.

OTHER INFORMATION

CAPITEA: Wartość odzysków w 3Q26 na poziomie 36mln PLN, -16% r/r

- YTD 120,2mln PLN, -9% r/r.

ELEKTROTIM: Zawarcie umowy z PGE Energetyka Kolejowa na modernizację podstacji trakcyjnej 20kV Szopieni

- Wartość umowy wynosi 15,75mln PLN netto;

- Umowa zostanie zrealizowana do sierpnia 2029 roku.

P.A. NOVA: Zawarcie umowy z Lidl sp. z o.o. na wybudowanie obiektu handlowego

- Wartość umowy wynosi 5% przychodów grupy za 2025 rok;

- Termin wykonania prac ustalono na dzień 13 maja 2027 roku.

PZ CORMAY: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w 3Q26 na poziomie 25,2mln PLN, -1,1% r/r

- YTD 75,4mln PLN, +6,4% r/r.

TENDERHUT: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży we wrześniu'26 na poziomie 3,6mln PLN, -9,3% r/r

- YTD 30,8mln PLN, -9,8% r/r.

INSIDER TRADING

AUTO PARTNER

Turzyńska Fundacja Rodzinna, podmiot związany z prezesem zarządu, sprzedał 4 mln akcji @ 27 PLN.

CREOTECH INSTRUMENTS

Prezes zarządu sprzedał 10 tys. akcji @ 850 PLN.

HUUUGE

Advantage International Life Limited, podmiot związany z członkiem zarządu, kupił 97,4 tys. akcji @ 24,50 PLN.

MOSTOSTAL ZABRZE

Wiceprezes zarządu kupił 19,8 tys. akcji @ 6,72 PLN.

PGE

PKO BP, podmiot związany z członkami RN, kupił 1 tys. akcji @ 17,285 PLN oraz sprzedał 1 tys. akcji @ 17,30 PLN.

QUANTUM SOFTWARE

Quantum Assets Sp. z o.o., podmiot związany z członkami RN, kupił 8,4 tys. akcji @ 41,50 PLN.

SKARBIEC HOLDING

Prezes zarządu kupił 215 akcji @ 41,00 PLN.

SOPHARMA

Kaliman RT AD kupił 2,6 tys. akcji @ 2,566 EUR.

TORPOL

Członek RN sprzedał 3 tys. akcji @ 67,20-68,70 PLN.

VOXEL

Wiceprezes zarządu sprzedał 625 akcji @ 146,09-147,54 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE

Nabycie 2,2 tys. akcji @ 5,36 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

ALIOR BANK

Rezygnacja p. Roberta Pusza z pełnienia funkcji członka RN.

ALIOR BANK

Zgłoszenie przez PZU kandydatury p. Marka Głuchowskiego i p. Edyty Szostak na stanowisko członków RN.

GTC

Rezygnacja p. Jacka Bagińskiego z pełnienia członka zarządu.

GTC

Powołanie p. Odeda Rahamima na stanowisko CFO ze skutkiem od 1 grudnia 2026 roku.

IZOSTAL

Rezygnacja p. Janusza Mitury z pełnienia funkcji członka RN z dniem 25 listopada 2026 roku.

PZU

Powołanie na wniosek Skarbu Państwa p. Marty Zgodzińskiej na stanowisko członka RN.

BONDS

ARCHICOM

Spółka wyemitowała obligacje serii 11A/2026 o łącznej wartości nominalnej 385mln PLN. Dzień wykupu obligacji został wyznaczony na 15 października 2030 roku.

BLOCK TRADES

AMBRA

Wolumen: 11,4 tys. @ 28,00

% kapitału: 0,05

CREOTECH INSTRUMENTS

Wolumen: 10 tys. @ 850,00

% kapitału: 0,29

POLWAX

Wolumen: 165,1 tys. @ 0,61

% kapitału: 0,27

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

4MASS: Odwołanie NWZA zwołanego na dzień 22 października 2026 roku

AGORA: Uchwała NWZA w sprawie połączenia spółek Wyborcza sp. z o.o. oraz Gazeta.pl sp. z o.o. oraz połączenia Agora S.A. z Agora TC sp. z o.o.

AMBRA: Uchwała ZWZA w sprawie wypłaty 1,10 PLN dywidendy na akcję

- Dzień dywidendy ustala się na 28 października, a termin wypłaty na 10 listopada 2026 roku;

- DY=5,4%.

DR. MIELE COSMED GROUP: Uchwała NWZA w sprawie zmian w statucie spółki

KOMPAP: Zwołanie NWZA na dzień 17 listopada 2026 roku w sprawie połączenia z Białostockimi Zakładami Graficznymi S.A. oraz OZGraf Olsztyńskimi Zakładami Graficznymi S.A.

FINANCIAL RESULTS

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, BRD	EBP, EBS, MOC, OTP
NOVEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
02-06			MCOVB	DNP, PKO, PKN, 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	PZU, APR, ATT, BFT, DOM, DVL, EUR, GPP, MBR, NEU, PEP, CTX, FRO, MFO, MGT, PBX, RVU, SLV	NWG, XTB, AMC, CMP, SEL, TLV
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				
DECEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-04			ITX		
07-11					
14-18					
21-25					
28-31					

Order: **WIG20** / mWIG40 / Trigon DM Coverage

TRIGON DM COVERAGE

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			P/BV			ROE			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
Alior	ALR	Hold	158.0	132.2	20%	17,259	10.4	9.1	8.1	1.3	1.2	1.2	13%	14%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	35.4	19%	44,214	11.7	8.4	8.0	1.8	1.6	1.4	15%	19%	18%	—
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	181.0	166.8	9%	24,678	11.8	9.3	8.2	1.3	1.2	1.1	11%	13%	14%	—
BRD	BRD	Hold	32.0	31.1	3%	21,674	17.0	11.2	10.6	1.9	1.7	1.6	11%	15%	15%	—
Erste Bank	EBS	Hold	124.2	109.3	14%	44,869	11.4	10.2	9.5	1.7	1.6	1.4	15%	15%	15%	77
Handlowy	BHW	Hold	128	121	5%	15,862	11.2	11.5	10.5	1.7	1.6	1.5	15%	14%	15%	59
ING	ING	Sell	420.0	456.6	-8%	59,404	14.6	12.6	10.7	2.9	2.7	2.5	20%	21%	23%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,070.0	1,006.0	6%	191,190	11.5	10.7	10.3	1.5	1.5	1.4	13%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,150.0	1,404.5	-18%	59,759	15.6	13.1	11.2	2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	18	22	-17%	26,313	17.8	11.7	10.3	2.2	1.9	1.7	12%	16%	17%	67
Moneta	MONET	Sell	173.0	189.7	-9%	96,937	14.2	13.4	12.9	3.0	2.9	2.8	21%	22%	22%	71
OTP	OTP	Buy	51,714.0	41,640.0	24%	11,659	9.6	8.2	7.8	1.8	1.6	1.5	19%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Buy	274.0	263.0	4%	69,030	11.8	10.4	9.4	1.9	1.8	1.7	17%	18%	18%	—
PKO BP	PKO	Hold	122.0	115.8	5%	144,800	13.2	10.9	9.8	2.4	2.2	2.1	18%	20%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	740.0	779.0	-5%	79,605	15.3	12.8	11.1	2.3	2.1	2.0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	550.0	344.3	60%	6,729	5.6	5.3	5.0	1.1	1.0	0.9	20%	18%	17%	79
PZU	PZU	Hold	74.0	73.6	1%	63,573	10.3	9.9	9.4	1.7	1.6	1.5	16%	16%	16%	63

Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	P/E			EV/EBITDA			DY			ESG*
							26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
11bit Studios	11B	Hold	140.0	120.2	16%	291	—	—	13.0	6.3	17.2	5.0	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	170.0	151.0	13%	2,643	10.8	11.8	11.6	7.2	7.6	7.3	—	—	—	45
Ailleron	ALL	Buy	17.4	16.4	6%	204	11.5	10.6	9.2	6.1	5.3	4.6	0%	1%	3%	—
Allegro	ALE	Buy	52.0	54.0	-4%	55,011	27.7	21.7	18.3	14.9	12.6	10.9	3%	3%	4%	93
Ambra	AMB	Buy	22.0	20.4	8%	514	10.7	10.1	10.0	4.8	4.6	4.3	5%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	10.0	9.7	3%	2,130	30.4	11.7	10.7	5.0	5.0	4.8	1%	1%	3%	80
Answer.com	ANR	Buy	25.5	21.6	18%	412	13.4	10.6	9.0	7.1	6.2	5.5	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	49.1	32%	2,872	7.0	6.6	5.1	6.9	6.4	4.7	5%	10%	14%	—
Artifex Mundi	ART.	Buy	25.8	20.8	24%	251	11.8	11.8	8.2	8.2	4.3	3.4	0%	0%	9%	—
Asbis	ASB	Hold	120.0	173.2	-31%	9,613	14.9	11.7	10.9	10.4	8.6	7.8	1%	3%	4%	—
Asmodee	ASMDEE	Hold	151.0	169.4	-11%	3,594	27.6	24.9	21.0	13.1	11.8	10.1	1%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	86.6	9%	2,894	17.1	16.5	14.9	12.2	11.6	10.7	4%	5%	6%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	208.0	224.5	-7%	18,634	22.5	21.6	20.3	—	—	—	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Buy	75.0	73.2	2%	3,799	16.9	15.6	14.0	9.7	8.7	7.8	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	80.0	62.1	29%	2,686	6.1	6.0	5.6	7.7	6.8	6.2	7%	13%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	33.5	28.5	18%	3,716	13.7	11.5	10.2	9.5	8.1	7.2	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	—	18.8	—	1,865	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	5,850.0	5,540.0	6%	18,288	18.6	16.4	15.1	11.7	10.1	8.6	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	128	67	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	40.0	21.2	89%	409	16.7	14.3	2.9	5.1	4.3	1.1	0%	0%	6%	—
Budimex	BDX	Buy	900.0	679.2	33%	17,340	22.9	19.3	16.1	13.6	11.4	9.4	5%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	116.3	58.4	99%	371	—	9.4	—	—	5.5	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	264.5	23%	26,426	42.0	28.2	8.6	36.3	22.7	5.7	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	18.8	106%	1,016	7.3	104.9	33.9	55.1	16.2	11.5	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,308.9	1,365	-4%	734,356	23.5	21.0	27.0	8.4	7.9	8.5	3%	3%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.2	2.5	-13%	546	—	8.6	7.7	36.8	3.3	3.3	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Buy	671	403	67%	289	6.6	8.5	22.4	3.4	3.9	7.1	10%	14%	11%	—
Creotech Instruments	CRI	Buy	980.0	866.0	13%	3,035	128.7	58.8	38.9	54.4	30.8	19.9	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	26.3	19.2	37%	4,279	25.5	22.2	11.2	6.1	5.9	4.6	7%	7%	8%	—
Comp	CMP	Hold	94.0	103.0	-9%	2,026	24.9	14.8	12.9	12.9	9.0	7.9	3%	4%	5%	—
CSG	CSG	Buy	23.0	14.9	55%	14,866	13.9	10.4	8.8	8.5	6.8	5.6	1%	1%	4%	88

*S&P Global ESG Scores ([LINK](#)), S&P Global ESG Scores methodology ([LINK](#)); *TP and MC are shown in the currency of the company's primary listing

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	
CTP	CTPNV	Buy	21.0	12.6	67%	6,315	5.8	3.6	3.4	8.9	6.3	6.4	—	—	—	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%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.5	17.4	7%	11,106	18.5	13.5	11.6	6.8	6.3	5.9	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Buy	105.0	96.8	8%	1,142	31.2	25.7	20.3	18.7	15.5	12.1	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	11.5	8.8	31%	4,108	8.7	8.2	7.9	7.9	7.1	6.7	8%	9%	9%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	158.0	15%	5,334	20.4	16.7	14.5	10.1	8.7	7.7	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Sell	260.0	361.2	-28%	1,649	25.8	21.3	18.6	13.6	11.9	10.6	1%	2%	2%	—
Dino Polska	DNP	Buy	40.0	37.4	7%	36,706	21.6	17.3	14.5	13.2	10.6	8.8	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	235.0	21%	6,063	8.6	8.0	7.3	7.3	6.5	5.8	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.5	28%	2,253	15.4	7.2	4.3	9.3	6.2	4.2	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Hold	25.0	24.7	1%	294	—	45.3	14.4	8.7	5.1	4.9	0%	3%	2%	—
Enea	ENA	Under Review	—	22.2	—	11,771	—	—	—	—	—	—	—	—	—	33
Enter Air	ENT	Buy	72.0	47.6	51%	835	—	13.0	11.9	4.3	3.9	3.8	7%	7%	8%	—
Eurocash	EUR	Under Review	—	5.0	—	689	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.9	12%	75	12.5	10.1	9.4	7.1	6.0	5.4	9%	9%	9%	—
Ferro	FRO	Buy	40	29	39%	612	9.9	8.3	7.3	6.8	5.8	5.1	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,171	12,710	4%	2,326,566	8.0	7.6	6.0	5.4	4.7	3.5	4%	4%	5%	75
GPW	GPW	Sell	77.5	101.6	-24%	4,264	17.8	16.7	16.3	14.4	13.2	12.7	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	54.0	53.0	2%	3,652	13.8	12.9	12.3	9.7	8.9	8.2	6%	6%	6%	—
GTC	GTC	Hold	3.0	2.4	26%	1,367	—	89.6	19.0	49.8	24.7	20.3	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	28.5	24.2	18%	684	2.9	3.4	3.9	1.0	1.2	1.4	22%	20%	17%	5
H&M	HMB	Sell	126.0	170.5	-26%	272,608	21.4	20.1	19.0	8.2	8.1	7.8	5%	5%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	61.5	55.4	11%	172,787	24.0	21.9	20.0	13.3	12.2	11.1	3%	4%	4%	98
InPost	INPST	Hold	15.6	15.5	1%	33,825	45.1	36.2	27.5	10.5	9.1	7.9	0%	0%	0%	82
Inter Cars	CAR	Buy	1,100.0	1,008.0	9%	14,281	13.6	11.6	10.3	9.5	8.3	7.3	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	22.0	17.8	23%	11,220	16.9	13.3	12.1	6.0	5.5	5.2	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	—	33.3	—	3,915	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,254.0	12%	12,365	17.4	15.2	12.5	11.2	10.2	9.0	4%	5%	6%	48
KGHM	KGH	Hold	325.7	324.3	0%	64,850	8.4	9.0	10.4	5.0	5.2	5.6	0%	1%	1%	—
LPP	LPP	Buy	25,500	26,400	-3%	49,070	18.2	16.3	14.5	8.9	7.8	6.9	3%	4%	4%	77
Lumina Metals	LMCU	Buy	16	23	-31%	2,500	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	—	8.1	—	150	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	267.5	21%	3,705	5.9	29.7	21.2	4.1	9.7	8.0	1%	2%	2%	88
Medinice	ICE	Sell	71.2	55.3	29%	578	4.9	7.0	—	3.3	4.2	—	7%	8%	0%	—
Mirbud	MRB	Hold	13.5	11.1	22%	1,222	9.7	9.8	8.5	6.3	6.5	5.3	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	427.0	-9%	1,500	15.5	13.9	13.4	10.2	9.2	8.7	4%	4%	4%	—
Modivo	MDV	Sell	92.0	92.3	0%	7,111	26.7	16.4	12.4	7.4	6.0	5.0	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	4,527.0	5,050.0	-10%	3,795	8.8	7.5	7.0	4.3	4.0	3.6	6%	7%	7%	71
Molecure	MOC	Buy	12	6	82%	157	3.3	3.0	—	1.5	1.0	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	36.5	44%	1,489	5.9	5.6	5.2	6.5	6.1	5.6	13%	13%	13%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	118.4	48%	14,148	24.7	16.1	13.0	6.0	4.9	3.9	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Buy	860.0	707.0	22%	3,282	15.6	13.9	12.6	8.5	7.6	6.8	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	8.2	8.4	-2%	456	31.5	28.2	22.7	8.8	7.4	6.4	4%	2%	2%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	105.4	52%	1,191	13.0	11.6	10.5	8.1	7.6	6.9	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Hold	16.2	16.1	1%	21,103	19.1	17.1	14.7	5.8	5.7	5.4	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Hold	156.5	154.4	1%	179,296	6.6	7.9	9.1	3.5	4.0	4.7	5%	5%	6%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	78.3	64.5	21%	1,307	12.4	11.0	9.5	5.5	4.4	3.9	3%	5%	6%	—
PCF Group	PCF	Under Review	—	3.1	—	143	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	—	129.4	—	64,700	—	—	—	—	—	—	—	—	—	60
Pekabex	PBX	Under Review	—	8.1	—	200	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

*S&P Global ESG Scores ([LINK](#)), S&P Global ESG Scores methodology ([LINK](#)); *TP and MC are shown in the currency of the company's primary listing

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	
Pepco Group	PCO	Hold	45.6	45.7	0%	26,372	17.0	15.3	13.9	7.6	7.0	6.5	—	—	—	57
PGE	PGE	Buy	11.9	17.3	-31%	38,726	7.0	9.9	10.0	4.6	6.1	6.0	0%	0%	0%	34
Playway	PLW	Buy	390.0	245.0	59%	1,633	9.7	9.4	8.4	5.9	5.4	4.9	7%	10%	11%	0
Polenergia	PEP	Hold	64.6	53.8	20%	4,154	41.3	39.3	23.9	12.9	12.4	5.6	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	7.4	55%	1,943	12.4	10.5	9.6	5.1	3.5	2.8	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	19.0	92%	112	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	195.0	125.0	56%	1,819	7.9	8.1	7.7	5.3	5.2	4.6	6%	6%	6%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,700.0	1,037.0	64%	48,521	31.6	22.2	16.2	17.6	12.4	9.1	1%	1%	2%	75
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.9	17.4	94%	403	—	13.9	32.6	—	6.6	10.7	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	631.6	19%	343,201	40.3	29.2	23.2	22.2	16.9	13.6	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	228.2	134.0	70%	425	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	39.0	19.3	102%	365	—	21.9	12.1	8.6	6.4	4.7	0%	0%	0%	—
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	84.8	18%	1,070	12.6	10.8	10.5	7.5	6.5	6.2	—	—	—	—
Syntetik	SNT	Hold	377.1	346.8	9%	2,958	16.7	14.3	13.2	11.4	9.4	8.4	3%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	10.8	9.7	11%	17,000	7.3	7.0	7.3	5.7	5.8	6.0	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	98.3	98.2	0%	636	11.6	8.5	7.9	7.4	5.4	4.9	10%	9%	12%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	66.3	28%	1,523	16.3	11.0	7.2	8.1	4.6	2.5	5%	3%	5%	—
Toya	TOA	Buy	12.0	10.3	17%	761	8.3	7.7	6.9	6.7	6.2	5.6	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	—	276.8	—	381,915	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Hold	173.8	155.6	12%	1,221	4.1	13.0	10.0	3.8	6.5	5.6	4%	2%	3%	—
Vercom	VRC	Buy	158.0	126.0	25%	2,800	23.9	18.4	14.9	17.2	13.2	10.6	2%	3%	3%	—
Vigo Photonics	VGO	Buy	700.0	568.0	23%	571	56.8	29.1	16.2	19.3	15.2	9.5	0%	0%	0%	—
Voxel	VOX	Buy	179.8	150.0	20%	1,575	14.6	14.8	12.8	8.2	8.3	7.3	2%	2%	3%	—
VRG	VRG	Under Review	—	5.2	—	1,214	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	57.6	13%	1,715	9.8	14.8	12.9	5.8	5.2	4.9	2%	3%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	9.0	11.2	-20%	208	13.7	12.7	13.0	4.2	4.3	4.1	5%	0%	5%	—
Wizz Air	WIZZ	Under Review	—	9.8	—	1,016	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Hold	144.0	140.1	3%	16,471	10.2	12.0	10.3	6.8	7.7	6.3	3%	7%	6%	32
XTPL	XTP	Restricted	—	73.0	—	215	—	—	—	—	14.5	5.7	0%	0%	0%	—
Zabka Group	ZAB	Hold	34.0	31.7	7%	31,834	25.2	19.6	15.7	8.9	7.6	6.6	—	—	—	—

*S&P Global ESG Scores ([LINK](#)), S&P Global ESG Scores methodology ([LINK](#)); *TP and MC are shown in the currency of the company's primary listing

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>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Senior Analyst</i>	Piotr Chodyra Aerospace & Defence, Deep tech, Consumer	<i>Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Karol Szteler CEE Banks	<i>Junior Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>
Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>	Marcin Biegański	<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 000033118. 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.