

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS**PEKAO:** Wyniki za 3Q'26 zbliżone do oczekiwań [neutralne]**ING:** Wyniki za 3Q'26 powyżej oczekiwań dzięki niższym kosztom ryzyka [lekko pozytywne]**JERONIMO MARTINS:** Wyniki za 3Q26: Wyższe marże Biedronki i mocna Ara, dodatkowa wpłata do fundacji obciąża EPS [lekko pozytywne]**KOMERCNI BANKA:** Zysk netto za 3Q'26 powyżej konsensusu dzięki niższym kosztom ryzyka [lekko pozytywne]**CTP:** Wyniki 3Q26: EPRA EPS lekko powyżej naszych oczekiwań, zgodny z konsensem [neutralne]**BRD:** Wyniki 3Q26: zysk operacyjny poniżej oczekiwań, pomimo wyższego wyniku odsetkowego [lekko negatywne]**XTB:** Zysk netto za 3Q'26 powyżej oczekiwań dzięki niższym kosztom marketingu [neutralne]**EPIROC / MINING EQUIPMENT:** Wyniki 3Q26: silny popyt górniczy wspiera poprawę marż, tempo wzrostu nowych zamówień nieco wyhamowało**FORTE:** Wyniki 2Q26/27: lipcowe podwyżki cen nie zrekomensowały presji kosztowej [negatywne]**KGL:** Szacunkowe wyniki finansowe za 1-3Q26**FINANCIALS****PEKAO:** Rada nadzorcza zgodziła się na emisję obligacji AT1 o łącznej wartości nominalnej do 500mln PLN**KRUK:** Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [negatywne]**MBANK:** Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26**GOSPODARKA WĘGIER:** Rząd Węgier ogłosił plan średnioterminowy: zakłada spadek deficytu do 4.9% PKB w 2027 oraz spełnienie kryteriów wejścia do strefy euro do 2030**OIL, GAS & CHEMICALS****ENERGETYKA/ORLEN:** Rząd planuje zamrożenie cen gazu oraz dopłaty do kosztów energii elektrycznej i dystrybucji w 2027 – Polityka Insight**ORLEN:** Rząd nie wyklucza wprowadzenia windfall tax na rynku gazu [negatywne]**CONSUMER****ASBIS / SAMSUNG ELECTRONICS:** Silne wyniki Samsunga za 3Q26, dalsze niedobory pamięci w 2027 roku**RYNEK DETALICZNY:** Sprzedaż supermarketów w Polsce we wrześniu wzrosła o 1,7% r/r (-3,9% m/m) – PIH, CMR**EBAY:** Wyniki za 3Q26: utrzymane dwucyfrowe dynamiki GMV mimo lekkiego spadku organicznego tempa wzrostu w International**TMT****CYFROWY POLSAT:** Grupa Polsat Plus zawarła trzyletnią umowę strategiczną z Vodafone**ASSECO POLAND:** Asseco Data Systems oraz włoska Aruba powołały joint venture, by stworzyć wspólny rynek e-doręczeń w Europie**DIGITAL NETWORK:** Przychody w 3Q26 wzrosły o 154% r/r do 53mln PLN**AGORA:** Firma producencka Fremantle przeniesie główną siedzibę do budynku Agory przy ul. Czerskiej**ALPHABET:** Wyniki za 3Q26: mocny cloud, ale spowolnienie w reklamie i gorsza od oczekiwań marża, podsumowanie konferencji**GAMING****BLOOBER TEAM:** Data premiery DLC do Cronos - Lazarus - wyznaczona na 3 grudnia**TAKE-TWO INTERACTIVE:** Circana: 29% graczy w USA deklaruje zakup GTA VI**INDUSTRIALS****SAAB:** Udane testy LoyalEye AEW na bezzałogowym MQ-9B**SAAB:** Premiera Ocean Barrier - zintegrowanego systemu ochrony infrastruktury podwodnej**HELSING / SAAB:** Helsing prezentuje system obrony przeciwlotniczej Contra, wzrost wyceny inwestycji Saaba - Dagens Industri**KONGSBERG / DEFENCE:** Wyniki za 3Q26: EBITDA ~14% powyżej konsensusu, book-to-bill 2,06x i rekordowy backlog**NIEWIADÓW PGM:** Projekt z KNDS wybrany do dofinansowania 25,8 mln EUR z programu EDIP**RYNEK DEFENCE / WIELKA BRYTANIA:** Rząd deklaruje pokrycie luki 4,7 mld GBP w Defence Investment Plan - Reuters**NEWAG:** Województwo Pomorskie skorzystało z prawa opcji na dostawę 2 EZT za 79,7mln PLN netto**SCANWAY:** Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**CONSTRUCTION & REAL ESTATE****ECHO INVESTMENT:** Lisala ogłosiła dobrowolne wezwanie na wszystkie pozostałe akcje spółki po 5,20 PLN za papier**BUDIMEX:** Strategia Grupy do 2030+ z perspektywą do 2035 [neutralne]**MARVIPOL DEVELOPMENT:** Spółka zależna Marvipol Aleje Jerozolimskie zawarła z Adamietz Warszawa umowę o generalnej inwestycji w Warszawie**VINCI:** Warbud zbuduje drugi etap siedziby Sinfonii Varsovii za 149 mln EUR**RYNEK KOLEJOWY:** CPK planuje podpisać umowy na pierwsze odcinki Linii Y w połowie 2027**BIOTECH****BIOCELTIX:** Podsumowanie konferencji wynikowej 1H26: postępy kliniczne utrzymane, ryzyko przesuwania się w kierunku CMC i finansowania [neutralne]**SCOPE FLUIDICS:** Kolejne kamienie milowe Edocera i Hybolic w 2027 r.; podobne zainteresowanie rynku oboma projektami- podsumowanie webinaru spółki [neutralne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

PEKAO (PEO PW; HOLD; TP PLN 288)

Wyniki za 3Q'26 zbliżone do oczekiwań [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	3 430	3 403	3 312	3 302	3 525	3%	7%	3 529	3 542
Net F&C result	767	890	829	832	853	11%	3%	841	845
Other income	113	62	-20	286	-77	-	-	-7	-82
Total revenues	4 310	4 355	4 121	4 420	4 301	0%	-3%	4 363	4 305
Operating costs	-1 387	-1 489	-1 844	-1 476	-1 467	6%	-1%	-1 461	-1 455
Operating profit	2 923	2 866	2 277	2 944	2 834	-3%	-4%	2 902	2 850
Net provisions	-258	-424	-212	-314	-323	25%	3%	-310	-310
Net profit	1 906	1 824	1 232	1 516	1 516	-20%	0%	1 545	1 472
NIM	4,23%	4,12%	3,91%	3,96%	3,98%			3,97%	
CoR ex. CHF	0,51%	0,28%	0,38%	0,49%	0,64%			0,55%	
C/I	32,2%	34,2%	44,7%	33,4%	34,1%			33,5%	
Loans	188,0	190,5	195,0	199,9	205,8	9,5%	3,0%	204,1	
Assets	338,2	352,2	356,3	367,8	372,3	10,1%	1,2%	375,0	
Deposits	261,1	269,6	273,8	284,8	287,7	10,2%	1,0%	290,5	
P/E12M trailing	10,1	9,8	10,5	10,6	11,3				
P/BV	2,1	1,9	1,9	2,1	2,0				
ROE 12M	21%	21%	19%	19%	18%				

Source: company data, PAP, Trigon

ING (ING PW; SELL; TP PLN 420)

Wyniki za 3Q'26 powyżej oczekiwań dzięki niższym kosztom ryzyka [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	2 192	2 295	2 333	2 330	2 444	11%	5%	2 395	2 402
Net F&C result	598	598	595	679	692	16%	2%	682	684
Other income	156	147	108	219	22	-86%	-90%	83	58
Total revenues	2 946	3 040	3 036	3 228	3 158	7%	-2%	3 159	3 144
Operating costs	-1 047	-980	-1 281	-1 101	-1 117	7%	1%	-1 125	-1 110
Operating profit	1 899	2 060	1 755	2 127	2 041	7%	-4%	2 035	2 034
Net provisions	-251	-189	-211	-41	-73	-71%	78%	-201	-130
Net profit	1 112	1 372	823	1 193	1 133	2%	-5%	1 003	1 064
NIM	3,15%	3,30%	3,24%	3,09%	3,14%			3,09%	
CoR	0,56%	0,29%	0,45%	0,08%	0,15%			0,41%	
C/I	35,5%	32,2%	42,2%	34,1%	35,4%			35,6%	
Loans	174,7	180,3	184,2	188,8	189,7	8,6%	0,5%	192,3	
Assets	283,0	282,0	302,9	313,9	321,6	13,6%	2,4%	318,6	
Deposits	232,1	235,3	244,5	260,2	266,5	14,8%	2,5%	263,9	
P/E12M trailing	13,1	12,9	13,5	13,3	13,2				
P/BV	3,1	2,8	2,9	3,0	3,2				
ROE 12M	26%	25%	23%	23%	23%				

Source: company data, PAP, Trigon

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
WIG	160,349	0.1%	2%	42%
WIG20	4,247	0.2%	2%	40%
mWIG40	10,889	-0.3%	4%	33%
sWIG80	30,351	-0.7%	-1%	2%
PX (Prague)	2,638	0.0%	-2%	12%
BUX (Budapest)	145,331	-0.9%	-1%	36%
BET (Bucharest)	34,660	0.7%	12%	53%
BIST30 (Istanbul)	13,961	0.2%	-6%	18%
DAX	25,704	0.4%	1%	7%
FTSE 100	10,695	0.1%	1%	10%
STOXX Europe 600	644	0.1%	1%	12%
S&P 500	7,744	0.3%	1%	12%
NASDAQ 100	29,813	0.5%	-2%	14%
Nikkei 225	64,651	1.1%	-1%	26%
Shanghai Comp	3,657	0.9%	-5%	-9%

BONDS	Rate	Change (bps)		
		1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	6.0%	4.8	-10.4	122.3
PL 10Y bond yield	6.4%	5.0	-2.9	108.2
CZ 10Y bond yield	5.4%	-1.5	-2.0	101.2
HU 10Y bond yield	5.5%	-14.0	-38.0	-127.0
RO 10Y bond yield	7.1%	-0.8	-46.7	12.1
WIBOR 3M	3.9%	1.0	8.0	-57.0
EURIBOR 3M	2.6%	-2.0	1.1	53.4

CURRENCIES	Rate	Change (%)		
		1D	1M	1Y
USD/PLN	3.95	0.2%	2.5%	7%
EUR/PLN	4.40	0.0%	0.7%	3.6%
EUR/USD	1.11	-0.2%	-1.8%	-4.0%
GBP/PLN	5.26	0.0%	-3.1%	-8.3%
CZK/PLN	0.18	0.1%	-0.9%	-3.6%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.7%	-9.0%
RON/PLN	0.82	0.0%	0.6%	1.4%
CNY/PLN	0.59	-0.2%	-3.2%	-13.1%

COMMODITIES	Price	Change (%)		
		1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,037	-0.4%	-3%	1%
Silver (USD/toz)	52.7	-2%	-14%	11%
Copper (USD/t)	14,478	0.0%	0%	31%
Zinc (USD/t)	3,864	0.6%	0%	26%
Molybdenum (USD/lb)	33.0	-0.1%	-2%	35%
Iron ore (USD/t)	91	0.1%	-6%	-14%
HCC (USD/t)	267	-0.1%	0%	21%
HRC EU (EUR/t)	750	0.0%	1%	26%
Brent crude oil (USD/bbl.)	114.0	-1.2%	11%	76%
CO2 (EUR/t)	89.1	1.2%	3%	11%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	100.2	4%	37%	219%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	160	3.2%	25%	84%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	583	1.4%	6%	35%
Shanghai Freight Index	3,681	0.0%	0%	181%

JERONIMO MARTINS (JMT PL; BUY; TP EUR 21.0)

Wyniki za 3Q26: Wyższe marże Biedronki i mocna Ara, dodatkowa wpłata do fundacji obciąża EPS [lekko pozytywne]

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	9,138	9,457	8,904	9,378	9,533	4%	2%	9,502	9,465
EBITDA	658	603	559	606	649	-1%	7%	687	
adj. EBITDA*	664	668	572	663	714	8%	8%	693	688
Biedronka	521	514	482	521	537	3%	3%	527	
Distribution Portugal	114	107	83	101	122	7%	21%	119	
Ara	33	39	44	48	59	79%	23%	49	
Hebe	20	27	10	16	20	0%	25%	21	
Other operating profits/losses	-6	-65	-13	-57	-65	-	-	-6	
EBIT	372	309	259	297	336	-10%	13%	371	
adj. EBIT*	378	374	272	354	401	6%	13%	377	377
Net financial costs	-85	-79	-99	-94	-108	-	-	-105	
Net profit	214	163	119	141	154	-28%	9%	198	196
adj. Net profit	214	163	123	141	154	-28%	9%	198	194
Gross Margin	20.7%	20.9%	21.0%	20.7%	21.1%	0.36pp	0.39pp	21.0%	20.9%
SG&A ratio	16.6%	16.9%	18.0%	16.9%	16.9%	0.28pp	-0.04pp	17.0%	
Distribution costs/store (EURk)	218	225	220	219	222	1.9%	1.1%	222	
adj. EBITDA* margin	7.3%	7.1%	6.4%	7.1%	7.5%	0.22pp	0.42pp	7.3%	7.3%
adj. EBIT* margin	4.1%	4.0%	3.1%	3.8%	4.2%	0.07pp	0.43pp	4.0%	4.0%
Net profit margin	2.3%	1.7%	1.3%	1.5%	1.6%	-0.73pp	0.11pp	2.1%	2.1%
OCF**	493	850	-103	371	435	-12%	17%		
Net debt	3,580	3,302	3,874	4,430	4,361	22%	-2%		
ND/EBITDA	1.5	1.3	1.5	1.7	1.7	0.2	-0.1		
P/E12M trailing	17.4	17.3	17.6	17.6	19.4				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	6.1	5.9	6.0	6.1	6.0				

Biedronka	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	6,397	6,590	6,162	6,401	6,314	-1%	-1%	6,355	-
LFL	3.6%	2.4%	2.3%	-1.6%	-1.8%	-5.4pp	-0.2pp	-1.3%	
EBITDA	521	514	482	521	537	3%	3%	527	-
EBITDA (pre-IFRS 16)	406	400	365	404	420	3%	4%	408	-
EBITDA margin	8.1%	7.8%	7.8%	8.1%	8.5%	0.36pp	0.37pp	8.3%	
EBITDA margin (pre-IFRS 16)	6.3%	6.1%	5.9%	6.3%	6.7%	0.31pp	0.34pp	6.4%	
Number of stores	3,829	3,882	3,885	3,897	3,907	2%	0%		
Retail space (k m2)	2,747	2,789	2,794	2,805	2,814	2%	0%		

Source: Company, Trigon; *Adj. for other oper. items net, **Funds from operations adj. for NWC

#Biedronka

- W 3Q26 sieć otworzyła 16 sklepów w Polsce, zwiększając liczbę placówek netto o 10, do 3 907;
- Po 9M26 liczba otwarć wyniosła 54 brutto i 25 netto, przeprowadzono również 155 remontów sklepów;
- Na koniec września Biedronka prowadziła 20 sklepów na Słowacji, raportowanych poza polskim segmentem Biedronki;

#Jerónimo Martins Foundation

- W 3Q26 rozpoznano dodatkową, jednorazową wpłatę 40mln EUR do Jerónimo Martins Foundation, przeznaczoną na pomoc społecznościom dotkniętym katastrofami w Portugalii i Kolumbii;
- Jest to druga wpłata 40mln EUR w tym roku, po kontrybucji ujętej w 2Q26;

#Outlook

- Grupa podtrzymała outlook z 29 lipca, zakładający m.in. Capex w FY26 na poziomie ~1,2mld EUR;
- Zarząd nadal wskazuje na bardzo wymagające otoczenie konkurencyjne i koncentrację konsumentów na cenach oraz promocjach, nie oczekuje również osłabienia presji kosztów paliw na działalność i budżety gospodarstw domowych;

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	3057	2533.3	2566.5	2495.2	119%
WIG20	2476.3	2049.9	2072.7	2058.6	119%
WIG40	460.4	379.1	392.3	355.7	117%
sWIG80	49.0	58.9	58.7	60.1	83%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	353	ACP	42.1	DIG	9.2
ALE	214.3	XTB	41.4	SCW	5.8
PKN	172.3	MIL	36.7	GNS	3.3
PEO	147.7	ASB	35.2	LWB	2.5
KGH	123.7	BFT	22.6	BCX	1.5
DNP	100.1	TPE	16.8	ELT	1.3
PZU	79.6	MDV	16.4	DAT	1.2
LPP	76.2	ING	8.4	SCP	1.2
PCO	76.1	ATT	6.3	CRQ	1.0
ALR	74.5	SNT	5.7	SLV	1.0

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
BDX	276%	MIL	219%	IMC	467%
MBK	212%	ING	148%	OND	291%
KRU	194%	ATT	131%	STP	271%
ALR	188%	ABE	123%	SCP	209%
ZAB	136%	SLV	114%	SNK	208%
PCO	117%	ACP	114%	CLN	195%
PKO	97%	LWB	105%	BCX	170%
PEO	97%	EAT	102%	SKA	168%
EBP	96%	TXT	90%	SCW	145%
ALE	92%	RBW	90%	MNC	143%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best	WIG20		Worst		
MBK	1,612	8.6%	KRU	333	-7%
EBP	802	4.1%	BDX	700	-5.5%
PCO	50	2.4%	DNP	38	-2.7%
ALR	138	1.9%	PKN	150	-2.4%
PEO	266	1.4%	CDR	267	-1.8%

Best	mWIG40		Worst		
TXT	38.9	3.1%	GPW	105.2	-3%
ABE	153.4	2.0%	ATT	17.4	-2.6%
ING	460.4	1.6%	SLV	16.8	-2.2%
MBR	422.5	0.7%	LWB	25.2	-2.1%
BHW	122.2	0.7%	RVU	18.2	-2.0%

Best	sWIG80		Worst		
ELT	68.4	2.0%	CLN	17.6	-4%
GNS	16.3	1.9%	REX	11.4	-3.4%
UNI	15.1	1.3%	DAT	105.8	-2.8%
TOA	11.4	1.2%	APT	25.5	-2.7%
SGN	92.0	1.2%	CRQ	202.0	-2.4%

KOMERCNI BANKA (KOMB CP; HOLD; TP CZK 1135)

Zysk netto za 3Q'26 powyżej konsensusu dzięki niższym kosztom ryzyka [lekko pozytywne]

CZKmn	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	6 502	6 535	6 443	6 505	6 751	4%	4%	6 783	6 682
Net F&C result	1 673	1 861	1 638	1 815	1 805	8%	-1%	1 832	1 816
Other income	1 147	965	1 055	1 040	934	-19%	-10%	994	1 032
Total revenues	9 322	9 361	9 136	9 360	9 490	2%	1%	9 609	9 530
Operating costs	-4 044	-4 215	-4 398	-4 101	-3 998	-1%	-3%	-4 086	-4 080
Operating profit	5 278	5 146	4 738	5 259	5 492	4%	4%	5 523	5 450
Net provisions	328	130	101	39	5	-	-	-136	-194
Net profit	4 776	4 471	4 010	4 511	4 681	-2%	4%	4 520	4 437
NIM	1,7%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%			1,5%	
CoR	-0,15%	-0,06%	-0,04%	-0,02%	0,00%			0,06%	
C/I	43%	45%	48%	44%	42%			43%	
Loans (CZKbn)	870	905	906	938	956	9,8%	1,9%	955	
Assets (CZKbn)	1 622	1 600	1 742	1 804	1 836	13,2%	1,8%	1827	
Deposits (CZKbn)	1 246	1 221	1 313	1 295	1 311	5,2%	1,3%	1314	
P/E12M trailing	10,5	10,6	10,7	10,8	10,8				
P/BV	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6				
ROE 12M	15%	14%	14%	14%	14%				

Source: Company data, Trigon

CTP (CTPNV NA; BUY; TP EUR 18.5)

Wyniki 3Q26: EPRA EPS lekko powyżej naszych oczekiwań, zgodny z konsensusem [neutralne]

EURmn	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	241.2	291.3	251.9	259.6	268.7	11%	4%	259.9	267.0
Rental income	194.8	197.8	205.1	208.2	218.7	12%	5%	218.2	
Other	46.4	93.5	46.8	51.4	50.0	8%	-3%	41.7	
Gross profit	196.0	212.3	204.7	213.2	221.4	13%	4%	218.9	218.2
adj. EBITDA	172.8	176.3	177.1	189.0	197.6	14%	5%	192.1	196.0
Revaluations	203.7	338.3	164.1	-247.1	139.0	-32%	-	162.6	
EBIT	373.7	397.3	337.6	-61.9	333.1	-11%	-	351.2	195.0
Net financial costs	-82.0	-87.6	-74.8	-77.5	-60.4	-	-		
Net profit	237.2	224.4	212.4	-112.7	220.4	-7%	-	224.7	200.8
EPRA earnings per share	0.22	0.21	0.25	0.25	0.25	14%	0%	0.24	0.25
Investment Properties	15,758	16,835	16,961	17,088	17,401	10%	2%		
LTV	45.2%	46.1%	46.4%	46.8%	46.6%	1.4pp	-0.2pp		
OCF	149	68	-45	168	113	-24%	-33%		
CAPEX	206	766	204	330	261	27%	-21%		
Net Debt	7,985	8,520	8,744	9,030	9,205				
GLA (sqm, '000)	13,777	14,568	14,702	14,834	15,100	10%	2%		
Under constr. (sqm, '000)	2,036	1,068	2,022	1,964	1,677	-18%	-15%		
Yield-on-Cost	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-0.2pp	0.0pp		
adj. P/E 12M trailing	15.1	15.0	14.3	13.7	13.3				
P/BV	0.74	0.74	0.74	0.75	0.71				
Gross margin	81.3%	72.9%	81.3%	82.1%	82.4%	1.1pp	0.3pp		
adj. EBITDA margin	71.6%	60.5%	70.3%	72.8%	73.5%	1.9pp	0.7pp	73.9%	73.4%
EBIT margin	155%	136%	134%	-24%	124%	-31pp	148pp	135%	
Net profit margin	98%	77%	84%	-	82%	-16pp	-	86%	75%

Source: Company Data, Trigon, Bloomberg

#Guidance

- Spółka podtrzymała guidance skorygowanego EPRA EPS na FY26E na poziomie 1.01-1.03 EUR;
- Oddania w FY26E na dolnym krańcu przedziału 1.4-1.7mln m2, skup akcji własnych do 100mln EUR;
- CTP nadal zakłada osiągnięcie 1 mld EUR zannualizowanych przychodów z najmu w FY27E.

BRD (BRD RO; HOLD; TP RON 32)**Wyniki 3Q26: zysk operacyjny poniżej oczekiwań, pomimo wyższego wyniku odsetkowego [lekko negatywne]**

RONm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	741	791	759	790	830	12%	5%	805	
Net F&C result	223	215	202	251	218	-2%	-13%	256	
Other income	75	92	101	104	87	16%	-17%	104	
Total revenues	1 038	1 097	1 062	1 144	1 135	9%	-1%	1 165	
Operating costs	-539	-585	-556	-538	-545	1%	1%	-545	
Operating profit	500	513	506	606	590	18%	-3%	619	
Net provisions	-53	-30	-53	-94	-106	99%	13%	-93	
Net profit	347	388	369	415	17	-95%	-96%	17	
Net profit adj.	347	388	369	415	394	14%	-5%	429	
NIM	3.44%	3.58%	3.31%	3.41%	3.62%			3.48%	
CoR	0.39%	0.21%	0.37%	0.64%	0.69%			0.61%	
C/I	51.9%	53.3%	52.4%	47.0%	48.0%			46.8%	
Loans	51.3	54.0	53.8	56.1	57.9	12.9%	3.2%	57.4	
Assets	94.0	98.0	100.5	98.9	99.6	6.0%	0.7%	101.6	
Deposits	72.0	75.0	75.7	73.7	73.5	2.0%	-0.2%	76.3	
adj. P/E12M trailing	14.6	15.0	14.9	14.8	14.4				
P/BV	2.3	2.1	2.1	2.1	2.0				
adj. ROE 12M	16%	15%	15%	15%	15%				

- NII wyniósł RON 830 mln (+5.4% r/r). Przychody odsetkowe wzrosły o 3.5% r/r, przy wzroście kosztów odsetkowych o 0.4% r/r.
- Wynik prowizyjny wyniósł RON 218 mln (-1.9% r/r). Przychody prowizyjne wzrosły o 5.8% r/r, przy wzroście kosztów prowizyjnych o 17.4% r/r.
- Pozostałe przychody wyniosły RON 87 mln (+15.7% r/r).
- OPEX wyniósł 545 mln RON (+1.2% r/r), przy spadku kosztów pracowniczych o 5.4% r/r. Wskaźnik C/I osiągnął 48.0%
- Odpisy netto wyniosły RON 106 mln wobec RON 94 mln w 2Q26. Wskaźnik NPL wyniósł 2.7%, przy pokryciu rezerwami na poziomie 67.4%.
- Kredyty brutto wzrosły o 13% r/r do RON 60.2 mld. Kredyty netto z leasingiem zwiększyły się o 12.4% r/r, w tym korporacyjne o 17.8%, a detaliczne o 8.6%. Depozyty wzrosły o 2.0%, przy spadku depozytów korporacyjnych o 6.8% r/r. Wskaźnik L/D wzrósł do 81.8% z 74.8% na koniec 2025 r.
- Współczynnik CET1 wyniósł 18.3% wobec 20.3% na koniec 2025 r.

XTB (XTB PW; HOLD; TP PLN 155,7)**Zysk netto za 3Q'26 powyżej oczekiwań dzięki niższym kosztom marketingu [neutralne]**

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	376	609	1 094	992	623	66%	-37%	617	631
Operational costs	-323	-382	-464	-420	-398	23%	-5%	-437	-433
Payroll	-105	-115	-122	-125	-126	20%	1%	-126	
Marketing	-141	-179	-235	-200	-187	32%	-6%	-218	
Other	-76	-88	-107	-95	-85	11%	-11%	-92	
EBITDA	60	234	637	579	233	291%	-60%	188	201
EBIT	53	227	630	573	226	324%	-61%	181	198
Net profit	53	181	535	492	214	301%	-57%	166	185
P/E12M trailing	25,2	25,6	16,7	13,1	11,6				
EV/EBITDA 12M trailing	17,8	16,9	11,2	9,0	7,9				
change in revenues y/y	-20%	31%	89%	71%	66%			64%	68%
EBITDA margin	16%	38%	58%	58%	37%			30%	32%
EBIT margin	14%	37%	58%	58%	36%			29%	31%
Net profit margin	14%	30%	49%	50%	34%			27%	29%

Source: Company, PAP, Trigon

Key KPIs:

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E
New clients [ths]	158	194	167	222	281	370	333	336	51%	1%	340
AUAC [PLN]	740	726	737	638	637	636	600	558	-13%	-7%	643
Clients at EOP [ths]	1 362	1 544	1 704	1 904	2 165	2 514	2 826	3 139	65%	11%	3 142
Active clients quarterly [ths]	608	735	813	920	1 064	1 267	1 415	1 566	70%	11%	1 560
CFD turnover [USDbn]	728	938	1 145	1 118	1 605	1 333	1 029	1 023	-9%	-1%	1 249
Rev. per USDm of turnover [PLN]	631	587	491	323	350	799	891	532	65%	-40%	452
CFD turnover [ths lots]	1 657	1 908	2 322	2 094	2 543	2 323	1 832	1 710	-18%	-7%	2 147
Rev. per 1 lot of turnover [PLN]	277	288	242	172	221	459	501	318	84%	-36%	263
ARPU [PLN]	765	789	715	409	573	863	701	398	-3%	-43%	396
Net deposits [PLNbn]	2,54	4,13	3,11	3,23	4,20	5,88	5,89	5,65	75%	-4%	5,85
Stocks & ETFs turnover [USDbn]	3,13	4,15	4,70	5,95	7,02	8,45	9,98	9,23	55%	-8%	10,98

Source: Company, Trigon, AUAC = average user acquisition cost, ARPU = average revenue per active client

EPIROC / MINING EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: silny popyt górniczy wspiera poprawę marż, tempo wzrostu nowych zamówień nieco wyhamowało

#Sytuacja rynkowa

- Order intake wzrósł o 15% r/r, organicznie o 12%, do 17,5mld SEK, przy szerokim wzroście popytu górniczego i stabilnym rynku infrastruktury
- Wolniejsza dynamika zamówień equipment względem 2Q nie oznacza według zarządu osłabienia aktywności klientów, a pipeline pozostaje równie mocny
- Duże zamówienia wyniosły 790mln SEK wobec 470mln SEK rok wcześniej, w tym 610mln SEK na wyposażenie kopalni podziemnej w Botswanie, będące drugim największym zamówieniem w historii Epiroc
- Około połowy popytu na equipment dotyczy replacement, a połowy rozbudowy wydobywania, przy silnym pipeline zarówno underground, jak i surface, którego przetargi nie przełożyły się jeszcze w pełni na zamówienia
- Zamówienia serwisowe wzrosły organicznie o 13% r/r, wspierane wysoką intensywnością eksploatacji flot, mid-life upgrades i rozwiązaniami automatyzacji
- Pipeline jest szczególnie mocny w miedzi, obejmując greenfield, rozbudowę kopalń i wymianę flot, natomiast w niklu zarząd nadal nie obserwuje odbicia aktywności

#Koszty i marże

- Skorygowana marża EBIT grupy wzrosła z 19,0% do 20,4%, wspierana wyższymi wolumenami
- Pricing w znacznym stopniu kompensuje wzrost kosztów, choć pozostaje część obciążeń związanych z łańcuchem, a dopłaty za wolfram nie zwiększają raportowanego order intake
- Dodatni efekt FX wynoszący 135mln SEK obejmował przeszacowania, których powtarzalności nie należy zakładać, a stabilniejsze kursy w 4Q ograniczałyby skalę takich efektów

#Outlook/guidance

- Zarząd oczekuje utrzymania wysokiego popytu w mining, natomiast dla infrastruktury zakłada stabilizację wobec wcześniejszego oczekiwanego niewielkiego wzrostu, głównie z powodu braku wyraźnego odbicia rynku mieszkaniowego
- Pipeline projektów miedziowych pozostaje bardzo mocny na 4Q26 i 1Q27, jednak między FID klienta a otrzymaniem wiążącego zamówienia mogą upłynąć kolejne miesiące negocjacji
- Ramp-up produkcji przebiega zgodnie z planem, bez obecnych wąskich gardeł w supply chain
- Lead time wynosi ok. 6–7 miesięcy dla underground oraz do 12 miesięcy dla największych platform Surface
- W Cobre Panamá trwają ograniczone prace przygotowujące maszyny do potencjalnego wznowienia eksploatacji, jednak ich skala pozostaje nieporównywalna z aktywnością sprzed przejścia kopalni w care and maintenance
- Przeniesienie produkcji narzędzi z Langley w Kanadzie do Matehuala w Meksyku nie przyniosło jeszcze efektów widocznych w wyniku, pozostawiając dodatkowy potencjał oszczędności
- Zarząd oczekuje uwalniania kapitału obrotowego wraz z normalizacją tempa wzrostu, a obecne zapasy mają stopniowo przechodzić w przychody i gotówkę

SEKm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Orders received	15,142	15,970	18,340	17,305	17,467	15%	1%	62,974	69,082
<i>organicy/y</i>	7%	11%	23%	13%	12%				
Equipment	5,217	5,605	7,410	6,467	6,224	19%	-4%	21,553	25,706
<i>organicy/y</i>	10%	22%	44%	30%	16%				
Service	6,222	6,708	6,820	6,965	7,346	18%	5%	26,082	27,839
<i>organicy/y</i>	2%	6%	12%	6%	13%				
Revenues	15,242	16,090	14,351	16,702	16,775	10%	0%	61,998	63,918
Equipment	5,225	5,920	4,512	5,938	5,594	7%	-6%	21,229	21,964
Service	6,288	6,549	6,264	6,901	7,159	14%	4%	25,892	26,873
EBITDA	3,567	3,979	3,602	4,119	4,243	19%	3%	15,011	15,943
EBIT	2,802	3,204	2,846	3,316	3,411	22%	3%	11,925	12,777
Net profit	1,955	2,349	2,104	2,431	2,417	24%	-1%	8602	9301
EBITDA margin	23.4%	24.7%	25.1%	24.7%	25.3%	1.9%	0.6%	24.2%	24.9%
EBIT margin	18.4%	19.9%	19.8%	19.9%	20.3%	2.0%	0.5%	19.2%	20.0%
Net profit margin	12.8%	14.6%	14.7%	14.6%	14.4%	1.6%	-0.1%	13.9%	14.6%
Book-to-bill	0.99	0.99	1.28	1.04	1.04	5%	1%	1.02	1.08
Equipment	1.00	0.95	1.64	1.09	1.11	11%	2%	1.02	1.17
Service	0.99	1.02	1.09	1.01	1.03	4%	2%	1.01	1.04
Net working capital	22,598	22,026	23,484	24,901	27,504	22%	10%	22,026	27,504
Operating cash flow	2,884	3,081	1,656	1,972	1,392	-52%	-29%	#####	1.72
Capex	-527	-739	-707	-516	-627	-	-	#####	2.89
Net cash/debt	11,088	11,004	10,496	11,430	11,222	1%	-2%	11,004	11,222

Source: Company, Trigon

FORTE

Wyniki 2Q26/27: lipcowe podwyżki cen nie zrekomensowały presji kosztowej [negatywne]

PLNm	2Q25/26	3Q25/26	4Q25/26	1Q26/27	Q26/27E	Y/Y	Q/Q
Revenues	280.3	308.3	350.9	288.4	300.6	7%	4%
Hedging effect	30.6	15.2	16.2	1.9	0.1	-100%	-97%
Furniture&Others	223.0	249.6	285.2	196.5	213.5	-4%	9%
Board	57.3	58.7	65.6	67.5	67.5	18%	0%
Soft furniture	0.0	0.0	0.0	24.4	19.6	-	-20%
Gross profit	102.5	99.4	99.8	77.8	-	-	-
SG&A	78.5	89.1	106.9	95.5	-	-	-
Other operating items, net	3.2	1.8	-2.0	3.3	-	-	-
EBITDA	41.0	26.0	5.6	0.3	0.3	-99%	-8%
Furniture&Others	14.0	11.0	-4.3	-19.1	-	-	-
Board	27.2	14.8	9.6	20.2	-	-	-
Soft furniture	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	27.1	12.1	-9.2	-14.5	-14.5	-	-
Net financial costs	7.1	2.1	3.9	3.0	-	-	-
EBT	26.0	11.2	-12.8	-17.5	-	-	-
Minority interest	-0.8	0.0	0.0	0.0	-	-	-
Net profit	34.4	7.7	-31.1	-23.0	-	-	-
Gross Margin	36.6%	32.2%	28.4%	27.0%	-	-	-
EBITDA margin	14.6%	8.4%	1.6%	0.1%	0.1%	-15pp	0.0pp
EBIT margin	9.7%	4%	-2.6%	-5.0%	-4.8%	-15pp	0.2pp
Net profit margin	12.3%	2.5%	-8.9%	-8.0%	-	-	-
OCF	15	22	26	3	-	-	-
Net debt	198	182	187	197	-	-	-
P/E 12M trailing	4.1	4.7	17.3	-31.9	-	-	-
EV/EBITDA 12M trailing	3.5	3.7	5.2	7.9	-	-	-

Source: Company, Trigon, * Trigon estimates

KGL

Szacunkowe wyniki finansowe za 1-3Q26

- Przychody ze sprzedaży 463mln PLN, +18% r/r;
- EBITDA 42mln PLN, +83% r/r;
- Zysk operacyjny 21mln PLN vs. 1mln PLN za 1-3Q25.

FINANCIALS

PEKAO (PEO PW; HOLD; TP PLN 288)

Rada nadzorcza zgodziła się na emisję obligacji AT1 o łącznej wartości nominalnej do 500mln PLN

KRUK (KRU PW; BUY; TP PLN 470)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [negatywne]

#3Q26

- Spłaty YTD są 4% poniżej planu operacyjnego, z czego 70mln PLN (ok. 2%) wynika z osłabienia RON;
- W 3Q w Polsce plan wpłat został zrealizowany, przychody niższe z racji mniejszych dodatnich rewaluacji, część portfeli spłaca się poniżej założen, w 3Q uruchomiono pierwszą wersję nowego systemu operacyjnego i obsługiwano pierwsze portfele;
- W Rumunii poza sytuacją niekorzystnym lokalnie makro, część portfeli po rewizji założen spłat w górę w ostatnich latach ma obecnie zbyt ambitne założenia krzywych, co ciąży realizacji założen operacyjnych;
- We Włoszech odzyski w 3Q były zbliżone do planu operacyjnego, po sezonowo słabszym 3Q powinny one materialnie przyspieszyć w 4Q;
- W Hiszpanii poniżej oczekiwań, zarząd zwraca uwagę wyzwania związane z systemem sądowym, gdzie trafiają windykowane od dłużników środki, które następnie są przekazywane spółce, wciąż z dużym opóźnieniem;
- We Francji efektywność windykacji sądowej jest wciąż poniżej oczekiwań zarządu;

#Trading update

- Tegoroczne inwestycje na poziomie ok. 2mld PLN względem 2,5mld PLN w dotychczasowym guidance na 2026;
- Zarząd obserwuje dobrą podaż portfeli na rynkach, na których operuje, w tym w Polsce, jednak na tym ostatnim rynku znacznie wzrosła aktywność konkurentów, co obniża prognozowaną rentowność inwestycji, na tym etapie spółka nie zakłada, że zjawisko to ma trwały charakter;
- Zarząd podkreśla focus na rentowności i komunikuje, że wciąż operacyjnie przerabia wyższe inwestycje z ostatnich lat;
- Niższe zakupy wpłyną na zmiany w alokacji kapitału i mogą oznaczać większe przyprawy dla akcjonariuszy, jednocześnie spółka zwraca uwagę, że ma na uwadze również obecny lewar, a także scenariusz powrotu do wyższych inwestycji;
- Decyzja dotycząca alokacji kapitału najprawdopodobniej po zamknięciu budżetu inwestycji na 2027, zarząd skłania się bardziej ku dodatkowej dywidendzie, nie wyklucza buybacku, gdyby kurs pozostawał w trendzie spadkowym;
- CFO nie zakłada negatywnego salda rewaluacji w skali globalnej portfeli NPL w 4Q, identyfikuje natomiast ryzyko odpisów szczególnie w Hiszpanii, gdzie odzyski są blisko krzywej księgowej;
- CFO zakłada gorsze r/r wyniki w 4Q i nie wyklucza spadku EBT w całym roku r/r;
- W grudniu zarząd zakomunikuje rynkowi aktualizację dotychczasowej strategii obowiązującej do 2029;

MBANK (MBK PW; SELL; TP PLN 1,200)**Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26****#Guidance**

- Zarząd oczekuje, że w 4Q marża odsetkowa jeszcze lekko wzrośnie, a w dłuższym terminie przy niezmiennych stopach czuje się komfortowo z NIM w przedziale od 3.5% do 3.6% - dalszego obniżania oprocentowania depozytów bank nie planuje;
- Na 2027 zarząd zapowiada szybszy wzrost przychodów niż kosztów i wyższy zysk netto niż w 2026, przy bazowym założeniu spadku CIT dla banków z 30% do 26%;
- Wrażliwość NII na zmianę stóp o 100pb praktycznie nie zmieniła się względem 2Q i wynosi ok. PLN 700mln, z czego ok. PLN 500mln przypada na stopy w Polsce, a reszta na pozostałe waluty (operacje w Czechach i na Słowacji oraz kredyty korporacyjne w USD i EUR);
- W bieżącej sprzedaży bank nie widzi sygnałów wygasania dynamiki i oczekuje dalszego dwucyfrowego wzrostu wolumenów, szybszego niż rynek – cel do 2030 to co najmniej 10% udziałów rynkowych we wszystkich kluczowych produktach;
- W 4Q zarząd oczekuje sezonowego wzrostu kosztów, a spadek kosztów osobowych w 3Q miał charakter jednorazowy (rozwiązanie rezerw urlopowych) – mimo to bank poprawił prognozę efektywności i oczekuje C/I poniżej 33% w 2026.

#Biznes i ryzyko kredytowe

- W hipotekach rośnie udział stałej stopy, który w nowej sprzedaży zwiększył się z 59% w lipcu do 72% we wrześniu, a w całym złotowym portfelu hipotek detalicznych wynosi ok. 48%;
- Wzrost kosztu ryzyka w 3Q to efekt jednej ekspozycji z branży budowlanej, bez szerszego pogorszenia portfela – bez niej koszt ryzyka grupy wyniósłby ok. 40pb, a zarząd podtrzymuje prognozę ok. 55pb na 2026;

#Ryzyka prawne

- W 3Q bank ujął w pozostałych kosztach operacyjnych PLN 112mln kosztów związanych z ochroną klientów – ponad połowę stanowi rezerwa na postępowanie UOKiK dotyczące klauzul modyfikacyjnych, a resztę rezerwy na SKD (PLN 33mln) i na reklamacje dotyczące nieautoryzowanych transakcji, dodatkowo NII obciążyła korekta po wyroku TSUE;
- Portfel potencjalnie objęty ryzykiem SKD stanowi mniej niż 1% portfela detalicznego – bank jako jeden z pierwszych wycofał produkt w 2023, ma mniejszy od rynkowego udział w kredytach niehipotecznych i wygrywa zdecydowaną większość spraw;
- Utworzoną w 3Q rezerwę na SKD zarząd przedstawia jako ostrożnościowe zabezpieczenie na ewentualne przyszłe negatywne wyroki, a nie odzwierciedlenie obecnych przegranych;
- Rezerwę na postępowanie UOKiK dotyczące klauzul modyfikacyjnych bank oszacował na podstawie kar nałożonych ostatnio w sektorze, choć sam kary jeszcze nie otrzymał – wraz z rezerwą na reklamacje dotyczące nieautoryzowanych transakcji, w sprawie których w 3Q osiągnięto porozumienie - zarząd uznaje oba tematy za ekonomicznie zamknięte;
- W hipotekach CHF bank oczekuje, że koszty ryzyka prawnego nie będą już stanowić istotnego obciążenia wraz z dalszym spadkiem aktywnego portfela i liczby spraw.

#Kapitał i dywidenda

- Bank zamierza wypłacić w przyszłym roku 30% zysku za 2026 i nie widzi obecnie przeszkód – docelowo payout ma rosnąć do 75% w 2030;
- Kapitałem bank zarządza z celem utrzymania CET1 co najmniej 2.5pp powyżej wymogu, a spodziewane w 4Q obniżenie RWA po przejściu na F-IRB nie jest z góry przeznaczone na wzrost ani dystrybucję i nie da dodatkowego efektu w 2027;
- Doliczenie zysku z 3Q podniosłoby wskaźnik Tier 1 pro-forma (z nową emisją AT1) o kolejne ok. 0.5pp, a efekt F-IRB nie jest jeszcze w nim uwzględniony;
- Emisję AT1 w euro zarząd uzasadnia wolną przestrzenią w limicie instrumentów AT1, dużym popytem zagranicznych inwestorów na polskie aktywa przekładającym się na konkurencyjną wycenę;
- W 4Q bank nie planuje emisji MREL, a w 2027 przewiduje dwie emisje SNP o łącznej wartości ok. EUR 800mln, pierwszą około 1Q27;
- Wpływ wzrostu rentowności obligacji na kapitał jest ograniczony – duration portfela obligacji skarbowych wynosi poniżej dwóch lat, ok. 90% ryzyka stopy procentowej portfela utrzymywane jest w modelu HTC, a ujemna wycena papierów FVOCI była na koniec września nieistotna.

#Makro

- Ekonomiści banku spodziewają się podwyżek stóp przez RPP łącznie o 75pb do końca 1Q27 – szok kosztowy z cen ropy i żywności ma wynieść inflację powyżej 4% na początku 2027, a podwyżki mają też ograniczyć presję na osłabienie złotego;
- Gospodarka jest zdaniem banku blisko szczytu cyklu przy dodatniej luce popytowej, więc w 2027 wzrost PKB i dynamika kredytów mają spowolnić, choć pozostaną solidne.

GOSPODARKA WĘGIER**Rząd Węgier ogłosił plan średnioterminowy: zakłada spadek deficytu do 4.9% PKB w 2027 oraz spełnienie kryteriów wejścia do strefy euro do 2030****#Ścieżka fiskalna**

- Konsolidacja ma być skoncentrowana w pierwszym roku: deficyt ma spaść do 4.9% PKB w 2027, a następnie stopniowo zejść poniżej progu z Maastricht w 2030;
- Do spadku deficytu w 2027 przyczyni się m.in. wygaśnięcie jednorazowych pozycji z 2026, w znacznej części związanych z decyzjami podjętymi przed wyborami;
- Dług publiczny ma osiągnąć szczyt w 2026 (77.5% PKB), a następnie stopniowo spadać, przy nadwyżce pierwotnej od 2029;
- Spadek kosztów odsetkowych ma wynikać z konwergencji rentowności przed przyjęciem euro.

#Plan konsolidacji

- Dostosowanie ma opierać się głównie na wydatkach, przede wszystkim na cięciu wydatków operacyjnych państwa i nieefektywnych subsydiów dla przedsiębiorstw, które mają zostać zastąpione programami finansowanymi ze środków UE;
- Po stronie dochodów rząd wprowadza podatek majątkowy, reżim podatkowy dla dużych firm zgodny z globalnym podatkiem minimalnym oraz przegląd ulg w CIT, bez podwyżek stawek podatków od pracy;
- Planowany jest przegląd dopłat do oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych i firm, tak aby lepiej je targetować;
- Jednocześnie budżet na 2027 przewiduje impulsy dla gospodarstw domowych, w tym ulgę podatkową dla niżej zarabiających, podwojenie zasiłku rodzinnego i podwyżki w sferze budżetowej;

#Makro

- Inflacja ma przyspieszyć od końca 2026, a od 2H28 ustabilizować się przy obniżonym celu MNB na poziomie 2.5%;
- MF podkreśla wyraźny spadek rentowności węgierskich obligacji od początku roku, na tle wzrostów w regionie, i oczekuje dalszego zawężania dyferencjału stóp względem strefy euro.

OIL, GAS & CHEMICALS

ENERGETYKA/ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)

Rząd planuje zamrożenie cen gazu oraz dopłaty do kosztów energii elektrycznej i dystrybucji w 2027 – Polityka Insight

- Wg. Polityki Insight zapadła kierunkowa decyzja o interwencji na rynku gazu, prawdopodobnie w formule z lat 2023–24, tj. rekompensat dla sprzedawców różnicy między ceną ustawową a taryfą URE. Finansowanie może pochodzić z Funduszu Wypłaty Różnicy Ceny (prognozowane saldo 2.2 mld PLN na początek 2027r.).
- Rozważane są również dopłaty do kosztów energii elektrycznej i dystrybucji, choć priorytetem pozostaje gaz. Szczegóły mają zostać przedstawione w listopadzie.
- Według jednego ze źródeł PI interwencja w cenach energii elektrycznej, w tym dystrybucji, będzie nieunikniona, jednak inne źródło wskazuje, że priorytetem pozostaje gaz, a decyzje dotyczące energii elektrycznej zależą obecnie od negocjacji URE ze spółkami.

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)

Rząd nie wyklucza wprowadzenia windfall tax na rynku gazu [negatywne]

Minister aktywów Wojciech Balczun poinformował, że MAP wspólnie z Ministerstwem Energii analizuje sytuację na rynku gazu i nie wyklucza wprowadzenia podatku od nadzwyczajnych zysków (windfall tax), analogicznie do rozwiązań rozważanych w sektorze paliwowym. Prace nad potencjalnymi mechanizmami interwencji trwają, jednak nie wypracowano jeszcze konkretnych rozwiązań. Minister zapowiedział przedstawienie efektów prac w najbliższym czasie.

CONSUMER

ASBIS (ASB PW; HOLD; TP PLN 180) / SAMSUNG ELECTRONICS

Silne wyniki Samsunga za 3Q26, dalsze niedobory pamięci w 2027 roku

- Przychody Samsunga wyniosły 195,3 bln KRW (+14% kw/kw), a zysk operacyjny 107,4 bln KRW, wyniki są zbliżone do opublikowanych wcześniej danych wstępnych;
- Segment Device Solutions wypracował 147,1 bln KRW przychodów i 106,5 bln KRW zysku operacyjnego;
- Rekordowe wyniki biznesu pamięci wspierały wzrost cen, ograniczenia podaży oraz zwiększenie sprzedaży HBM4 i pamięci dla serwerów;
- Na 2027 rok Samsung oczekuje rekordowych globalnych nakładów na infrastrukturę AI oraz popytu na pamięci wyraźnie przewyższającego podaż;
- Spółka planuje zwiększać sprzedaż HBM, serwerowych DDR5 i SSD oraz zabezpieczać ją wieloletnimi kontraktami.

RYNEK DETALICZNY

Sprzedaż supermarketów w Polsce we wrześniu wzrosła o 1,7% r/r (-3,9% m/m) – PIH, CMR

- W tym samym okresie sprzedaż sklepów małaformatowych wzrosła o 1,9% r/r (-7,2% m/m).

EBAY

Wyniki za 3Q26: utrzymane dwucyfrowe dynamiki GMV mimo lekkiego spadku organicznego tempa wzrostu w International

USDm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
GMV United States (bn)	9.4	9.9	10.7	11.5	11.7	12.5	27%	7%
y/y	7%	13%	19%	27%	24%	27%		
GMV International (bn)	10.1	10.2	10.5	10.7	10.7	10.6	4%	-1%
y/y	5%	7%	2%	10%	6%	4%		
Total GMV (bn)	19.5	20.1	21.2	22.2	22.4	23.2		
y/y	6%	10%	10%	18%	15%	15%		
Active Buyers (m)	134	134	135	136	136	147		
Revenue	2,730	2,820	2,965	3,089	3,134	3,206	14%	2%
y/y	6%	9%	15%	19%	15%	14%		
Advertising revenues	482	525	544	581	596	607		
% of GMV	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	2.6%		
EBIT	479	576	601	611	676	616	7%	-9%
Net income	365	597	525	512	552	501	-16%	-9%
Net income non-GAAP	640	636	648	760	727	685		
y/y	6%	8%	7%	16%	14%	8%		
EPS diluted	0.78	1.28	1.14	1.12	1.21	1.11	-13%	-8%
P/E 12M trailing	24.1	24.5	26.4	26.3	24.0	25.1		

Source: Company, Trigon

#Wyniki 3Q vs konsensus

- Przychody 3% powyżej szacunków, a skor. EPS (1,51 USD) o 7% powyżej oczekiwań;

#Wpływ akwizycji Depop i Tise

- Wzrost GMV w stałych walutach +13% organicznie, +16% z przejęciami, Depop dodał blisko 3p.p. do wzrostu GMV;
- Wzrost liczby aktywnych kupujących q/q nastąpił głównie w związku z akwizycjami, organicznie wzrost o 1% r/r;

#Konferencja

- GMV organicznie w USA wzrósł o 22%, wobec niespełna 4% na rynkach zagranicznych;

- W Europie poprawił się sentyment konsumentów, szczególnie w Wielkiej Brytanii, ale zakupy pozostają selektywne, a Niemcy nadal są trudnym rynkiem;
- Kolekcjonerstwo pozostało największym motorem wzrostu, choć dynamika kart kolekcjonerskich zaczęła słabnąć przy wyższej bazie;
- Większy wkład we wzrost w USA miała elektronika, wspierana zarówno liczbą transakcji, jak i wyższymi cenami;
- Globalny GMV C2C wzrósł o ponad 20%, a eBay Live i sprzedaż samochodów utrzymały trzycyfrowe dynamiki;
- eBay Live osiągnął skalę kilku miliardów USD GMV w ujęciu rocznym i rozszerza się poza kolekcjonerstwo na modę, zegarki oraz dom i ogród;
- AI przynosi już mierzalne efekty w podaży ofert i konwersji, szczególnie przy sprzedaży produktów używanych;
- W Australii Magical Listing zwiększa liczbę wystawianych ofert na podejmującego próbę sprzedawcę o ponad jedną trzecią i skraca czas wystawiania o około jedną trzecią;
- Narzędzie rozszerzane jest na kolejnych aktywnych sprzedawców w USA, Wielkiej Brytanii i Niemczech;
- Ruch z zewnętrznych agentów AI pozostaje niewielki, częściej przyciąga nowych klientów;
- Około połowa nowych kupujących pozyskanych z takich przekierowań wraca przy kolejnych zakupach bezpośrednio na eBay;
- Reklama wygenerowała 607mln USD (+16% r/r), a jej udział w GMV bez Depop wyniósł blisko 2,7%;
- AI optymalizuje liczbę reklam w wynikach wyszukiwania, a dalszy potencjał obejmuje większą adopcję przez sprzedawców i rozwój formatów wideo;
- Take rate spadł o 20pb r/r ze względu na miks kategorii, wzrost C2C i Live oraz konsolidację Depop.

TMT

CYFROWY POLSAT (CPS PW; BUY; TP PLN 21.5)

Grupa Polsat Plus zawarła trzyletnią umowę strategiczną z Vodafone

- Umowa ma zapewnić Polkomtelowi dostęp do międzynarodowej wiedzy specjalistycznej, know-how i doświadczenia operacyjnego firmy Vodafone;
- W komunikacie zarząd Grupy Polsat Plus wskazuje na korzyści ze współpracy w obszarze obsługi klienta w automatyzacji procesów i rozwiązaniach opartych na sztucznej inteligencji, a także w segmencie B2B gdzie celem jest pozyskanie nowych źródeł przychodów;
- Umowa nie przewiduje żadnego zaangażowania kapitałowego;
- Vodafone Partners nawiązuje strategiczne partnerstwa z lokalnymi operatorami na całym świecie i obecnie współpracuje z partnerami w ponad 40 krajach.

ASSECO POLAND (ACP PW; HOLD; TP PLN 230)

Asseco Data Systems oraz włoska Aruba powołały joint venture, by stworzyć wspólny rynek e-doręczeń w Europie

- Nowa spółka będzie pracować nad stworzeniem centrum wymiany, które umożliwi kwalifikowanym dostawcom usług zaufania realizację transgranicznych doręczeń elektronicznych, zgodnie z przepisami rozporządzenia eIDAS;
- Infrastruktura, która w pierwszym etapie będzie otwarta dla wszystkich kwalifikowanych dostawców z Unii Europejskiej, w tym bezpośrednich konkurentów obu firm, ma z czasem również pełnić funkcję bramy dostępowej dla dostawców usług doręczeń elektronicznych spoza Europy;
- Wspólna inicjatywa ma umożliwić przedsiębiorstwom, administracji publicznej oraz obywatelom transgraniczną korespondencję elektroniczną, odpowiadając tym samym na potrzeby coraz bardziej globalnej gospodarki cyfrowej.

DIGITAL NETWORK (DIG PW; HOLD; PLN 385)

Przychody w 3Q26 wzrosły o 154% r/r do 53mln PLN

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26
Revenues	20.9	56.2	42.9	60.8	53.0	154%	-13%	61.7
EBITDA	13.5	31.9	22.6	38.2	-	-	-	39.1
EBIT	10.5	24.7	13.0	25.5	-	-	-	25.8
Net profit b.m.	8.9	18.1	7.0	13.6	-	-	-	17.1
Net profit	8.3	17.2	6.7	13.0	-	-	-	16.4
P/E 12M trailing	46.0	37.6	35.7	31.3	-			
EV/EBITDA 12M trailing	27.3	23.9	19.7	15.0	-			
Revenues y/y	12%	106%	179%	197%	154%			
EBITDA margin	65%	57%	53%	63%	-			
EBIT margin	50%	44%	30%	42%	-			
Net profit margin	40%	31%	16%	21%	-			

Source: Company, Trigon

AGORA

Firma producencka Fremantle przeniesie główną siedzibę do budynku Agory przy ul. Czernskiej

ALPHABET

Wyniki za 3Q26: mocny cloud, ale spowolnienie w reklamie i gorsza od oczekiwań marża, podsumowanie konferencji

USDbn	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Total revenue	96.4	102.3	113.8	109.9	119.8	127.6	25%	6%
Advertising	71.3	74.2	82.3	77.3	81.6	82.0	11%	0%
y/y	10%	13%	14%	16%	14%	11%		
Google Search	54.2	56.6	63.1	60.4	63.3	63.4	12%	0%
YouTube ads	9.8	10.3	11.4	9.9	11.1	11.2	9%	1%
Google Network	7.4	7.4	7.8	7.0	7.3	7.5	1%	2%
Subscriptions, platforms	11.2	12.9	13.6	12.4	12.9	14.3	11%	11%
Google Cloud	13.6	15.2	17.7	20.0	24.8	30.7	103%	24%
y/y	32%	34%	48%	63%	82%	103%		
United States	46.1	48.8	55.4	54.0	60.8	67.7	39%	11%
EMEA	28.3	29.9	33.1	31.5	32.5	32.7	9%	1%
APAC	16.5	17.8	18.5	18.3	19.3	19.9	12%	3%
Other Americas	5.7	6.1	6.9	6.3	7.0	7.1	17%	1%
EBIT	31.3	31.2	35.9	39.7	40.8	40.6	30%	0%
y/y	14%	9%	16%	30%	30%	30%		
EBIT margin	32%	31%	32%	36%	34%	32%		
Google Services	33.1	33.5	40.1	40.6	39.5	39.2	17%	-1%
Google Cloud	2.8	3.6	5.3	6.6	8.8	11.1	209%	26%
Other Bets	-1.2	-1.4	-3.6	-2.1	-1.8	-2.0	-	-
Alphabet-level activities	-3.4	-4.5	-5.9	-5.4	-5.8	-7.7	71%	32%
Net income to common sh.	28.2	35.0	34.5	62.6	112.1	26.2	-25%	-77%
y/y	19%	33%	30%	81%	298%	-25%		
EPS diluted	2.31	2.87	2.82	5.11	9.11	2.12	-26%	-77%
OCF	27.7	48.4	52.4	45.8	39.1	42.3	-13%	8%
Capex	-22.4	-24.0	-27.9	-35.7	-44.9	-51.4	114%	14%
Free cash flow	5.3	24.5	24.6	10.1	-5.9	-9.1	-137%	55%
P/E 12M trailing	34.1	31.7	29.8	24.6	16.1	16.7		

Source: Company, Trigon

#Wyniki 3Q vs konsensus

- Przychody 127,6mld USD (+25% r/r), lekko poniżej oczekiwanych 128mld USD;
- EBIT 40,6mld USD (+30% r/r), 6% poniżej oczekiwań, przy marży 31,8%;
- EPS 2,12 USD vs 3,03 USD oczekiwane, pod presją niezrealizowanej straty na inwestycji w SpaceX (skor. EPS 2,67);
- Search 63,35mld USD (+12% r/r) vs 64,85mld USD oczekiwane, YouTube Ads 11,21mld USD (+9%) vs 11,43mld USD;
- Cloud 30,71mld USD (+103% r/r), 5,5% powyżej konsensusu, z marżą EBIT 36,2% vs 23,7% rok wcześniej;
- FCF w 3Q wyniósł -9,1mld USD, dodatkowo obciążony zapasami TPU oraz płatnością 5,2mld USD kary Komisji Europejskiej.

#Reklama

- Istotnym czynnikiem spowolnienia dynamiki wzrostu Search względem 2Q był FX, ale negatywnie wpłynęły również zmiany dynamiki w ramach sektorów reklamodawców i niższa monetyzacja AI Mode;
- Część reklamodawców z Azji ograniczyła aktywność po zniesieniu przez UE zwolnienia de minimis;
- W mediach i rozrywce wydatki znormalizowały się po mocnym 2Q, wspieranym większą liczbą czerwcowych meczów mundialu;
- Przychody reklamowe wzrosły we wszystkich głównych branżach, a największy wkład we wzrost Search miały handel i finanse;
- W YouTube największy wkład we wzrost miała reklama wizerunkowa, ze szczególnie dobrymi wynikami oglądania na telewizorach;
- Ekrany telewizyjne odpowiadają już za ponad jedną trzecią przychodów reklamowych YouTube;
- Google Network urósł jedynie o 1% r/r, znacznie słabiej niż reklama na własnych platformach Google;
- Subskrypcje YouTube nadal rosną szybciej od reklamy, a Music i Premium przekroczyły 150mln subskrybentów, łącznie z okresami próbnymi;

#AI, zmiany technologiczne

- Liczba zapytań w Search rośnie najszybciej od pięciu lat, również w zapytaniach o charakterze komercyjnym;
- Zapytania w AI Mode: ich niższa monetyzacja obciąża obecnie dynamikę przychodów Search;
- Zapytania w AI Mode są średnio trzy razy dłuższe niż tradycyjne, a 20% wykorzystuje głos, obrazy lub dokumenty;
- Google rozszerza reklamy w AI Mode na rynki zagraniczne oraz wprowadza w USA reklamy w rozmowach obejmujących kolejne pytania użytkownika;
- W AI Mode klikalność sponsorowanych ofert produktowych jest już zbliżona do ofert organicznych;
- AI poprawia dopasowanie reklam i prognozowanie konwersji, a narzędzia Gemini wygenerowały w kwartale ponad 1,5mld materiałów reklamowych, ponad siedem razy więcej r/r;
- Bezpośredni checkout przez Universal Commerce Protocol obejmuje już setki tysięcy marek, a Universal Cart ma ograniczać porzucanie koszyków;
- Zarząd zakłada utrzymanie reklamy również w zakupach realizowanych przez agentów AI, wskazując na możliwość prezentowania alternatywnych ofert;
- YouTube rozwija reklamę nastawioną na konwersję i zakupy w materiałach twórców, a do YouTube Shopping dołącza Amazon;
- Aplikacja Gemini osiągnęła 1mld użytkowników, a kolejne funkcje agentowe mają trafić do konsumentów jeszcze w tym roku;

#Outlook

- Zarząd sygnalizuje presję na dynamikę Search w 4Q ze względu na wyższą bazę oraz silniejszy negatywny wpływ FX;
- Podtrzymano CAPEX na 2026 na poziomie 195-205mld USD i zapowiedziano jego istotny wzrost w 2027;
- Marżę Cloud w najbliższym okresie obciążą większe wykorzystanie zewnętrznych mocy obliczeniowych;
- Sprzedaż TPU ma rosnąć w 4Q i istotnie zwiększyć skalę w 2027, ale budowa zapasów oraz CAPEX będą ciążyły na FCF.

GAMING**BLOOBER TEAM (BLO PW; BUY; PLN 38)****Data premiery DLC do Cronos - Lazarus - wyznaczona na 3 grudnia**

- Wcześniej spółka zapowiadała premierę na 4Q, więc data wpisuje się w te zapowiedzi oraz w nasze założenia (również modelowo zakładaliśmy premierę w grudniu);
- Cena została ustalona na poziomie 9.99 USD;
- DLC pojawi się na platformie Nintendo Switch 2 w 1Q27;
- Premiera może również reaktywować sprzedaż podstawowego Cronosa. Nowe mechaniki walki (m.in. bardziej dynamiczny gameplay) mogą zachęcić do powrotu graczy.

TAKE-TWO INTERACTIVE**Circana: 29% graczy w USA deklaruje zakup GTA VI**

- Według badania PlayerPulse firmy Circana 29% amerykańskich graczy konsolowych i PC zamierza kupić GTA VI - najwyższy wynik w historii pomiaru purchase intent przez tę platformę;
- Circana oczekuje wpływu premiery także na sprzedaż konsol, akcesoriów i usług gamingowych w okresie świątecznym; GTA V pozostawało w top 20 sprzedaży USA przez 13 kolejnych lat.

INDUSTRIALS**SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)****Udane testy LoyalEye AEW na bezzałogowym MQ-9B**

- Saab i General Atomics Aeronautical Systems (GA-ASI) poinformowały 28 października o pomyślnych testach w locie systemu LoyalEye, integrującego radar wczesnego ostrzegania Saab z bezzałogowcem MQ-9B;
- Testy przeprowadzone w Kalifornii potwierdziły zdolność zintegrowanego systemu do wykrywania, śledzenia i klasyfikowania celów powietrznych;
- Program rozpoczął próby w locie w maju 2026, obecne testy stanowią kolejny etap walidacji systemu w warunkach reprezentatywnych dla zastosowań operacyjnych;
- LoyalEye ma uzupełniać tradycyjne samoloty AEW&C, zapewniając długotrwale rozpoznanie powietrzne bez konieczności angażowania załogowej platformy;
- GA-ASI wskazuje na bardzo duże zainteresowanie klientów nowym rozwiązaniem.

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)**Premiera Ocean Barrier - zintegrowanego systemu ochrony infrastruktury podwodnej**

- Saab zaprezentował 28 października Ocean Barrier, skalowalny system nadzoru podwodnego, przeznaczony do ochrony portów, baz wojskowych, infrastruktury offshore i obszarów przybrzeżnych;
- Rozwiązanie integruje sensory, systemy zbierania danych i narzędzia operatorskie, umożliwiając wykrywanie, śledzenie i analizowanie aktywności podwodnej w czasie rzeczywistym;
- Architektura obejmuje trzy warstwy ochrony: Detect, Prevent i Protect, które mogą funkcjonować niezależnie lub jako jeden system;
- Rozwiązanie jest niezależne od konkretnego producenta sensorów, dzięki czemu może wykorzystywać istniejącą infrastrukturę nadzoru;
- Podczas ćwiczeń REPMUS 2026 system zademonstrował integrację danych z różnych sensorów i automatyczne przekazywanie śledzonych obiektów do centralnego systemu dowodzenia zgodnie ze standardami NATO;

HELSING / SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)**Helsing prezentuje system obrony przeciwlotniczej Contra, wzrost wyceny inwestycji Saaba - Dagens Industri**

- Helsing zaprezentował system Contra oraz pociski AD-1 Inferno i AD-2 Ambush, przeznaczone m.in. do zwalczania odrzutowych dronów Geran-4 i Geran-5;
- AD-1 Inferno wykorzystuje silnik odrzutowy i osiąga prędkość >700 km/h, rakiety AD-2 Ambush przekracza dwukrotność prędkości dźwięku;
- Contra łączy platformę dowodzenia Altra wykorzystującą AI z sensorami i środkami bojowymi zewnętrznych producentów; integrację zaprezentowano już nieujawnionym klientom wojskowym;
- Według Helsinga ceny nowych pocisków mają być znacząco niższe od dostępnych rozwiązań, konkretnych poziomów cenowych nie podano;
- Saab rozpoczął współpracę z Helsingiem w 2023 roku inwestując 75 mln EUR za 5% udziałów;
- Podczas lipcowej rundy finansowania Helsing został wyceniony na 18 mld USD.

KONGSBERG / DEFENCE**Wyniki za 3Q26: EBITDA ~14% powyżej konsensusu, book-to-bill 2,06x i rekordowy backlog****#Wyniki**

- Przychody wzrosły o 50% r/r do 11,33 mld NOK, dzięki wysokiej aktywności w obronie przeciwlotniczej, systemach antydronowych i pociskach rakietowych;
- EBITDA wyniosła 2,28 mld NOK (+57% r/r), ~14% powyżej konsensusu Bloomberg, marża wzrosła do 20,2% z 19,2%;
- EBIT wzrósł o 66% r/r do 1,86 mld NOK, a marża do 16,4% z 14,8%;
- Przepływy operacyjne wyniosły 4,10 mld NOK, wsparte poprawą kapitału obrotowego, gotówka netto na koniec września wynosiła 2,89 mld NOK;

#Segmenty

- Defence Systems: przychody 5,38 mld NOK (+58% r/r), EBIT 1,11 mld NOK (+103%), marża 20,6% wobec 16,1%;
- Rentowność Defence Systems wspierały wyższe wolumeny, poprawa wyników zdalnie sterowanych modułów uzbrojenia oraz dodatnie efekty jednorazowe związane z ograniczeniem ryzyka projektów;
- Missiles & Aerostructures: przychody 4,00 mld NOK (+87% r/r), EBIT 463 mln NOK (+31%), marża spadła do 11,6% z 16,5%;
- Wzrost sprzedaży segmentu raketowego wspierała konsolidacja Zone 5 przez pełny kwartał, skalowanie produkcji przejętej spółki obciążało marżę;
- Discovery: przychody 1,97 mld NOK (+11% r/r), EBIT 288 mln NOK (-10%); marża 14,6%, po wyłączeniu kosztów relokacji 17,5%;

#Order intake & backlog

- Order intake wyniósł 23,35 mld NOK (+146% r/r), przy book-to-bill 2,06x; backlog wzrósł do 174,24 mld NOK (+47% r/r, +11% kw/kw);
- Największe zamówienia obejmowały NASAMS dla Belgii za 9,8 mld NOK oraz rozszerzenie dostaw dla Holandii za 1,5 mld NOK;
- USA zamówiły dodatkowe JSM za 100 mln USD, pociski Rusty Dagger spółki Zone 5 za 65 mln USD oraz autonomiczne pojazdy podwodne za 54 mln USD;
- Na 4Q26 przypada ~12 mld NOK backlogu, na 2027 ~30% portfela, a na 2028 i kolejne lata 63%;

#Outlook i moce produkcyjne

- Zarząd wskazuje, że backlog wspiera silny wzrost przychodów w 2027; popyt na pociski, obronę przeciwlotniczą i moduły uzbrojenia pozostaje wysoki;
- Podtrzymano ambicje osiągnięcia 100 mld NOK przychodów w 2029 i 150 mld NOK w 2033;
- Podwyższone inwestycje mają utrzymać się do 2027–2028; grupa zwiększa moce produkcyjne i planuje wzrost nakładów na rozwój finansowany ze środków własnych;
- Rozbudowa obejmuje fabryki pocisków w Norwegii, USA i Australii oraz nowy zakład w Polsce do produkcji i utrzymania systemów antydronowych;

NIEMIADÓW PGM**Projekt z KNDS wybrany do dofinansowania 25,8 mln EUR z programu EDIP**

- Komisja Europejska wybrała projekt E-WARP, realizowany z udziałem ZSP Niewiadów, dotyczący rozwoju produkcji głowic bojowych i materiałów wybuchowych do amunicji krążącej;
- Konsorcjum obejmuje m.in. KNDS France, KNDS Belgium, ZSP Niewiadów oraz partnerów przemysłowych i instytucjonalnych z Łotwy;
- Łączne dofinansowanie dla całego konsorcjum wynosi 25,8 mln EUR, część przypadająca na ZSP Niewiadów nie została jeszcze określona;
- E-WARP jest jednym z ośmiu projektów wybranych do wsparcia spośród 83 zgłoszonych wniosków;
- Kolejnym etapem będzie zawarcie umowy grantowej, dokumentacja określi podział zadań i finansowania między partnerów oraz harmonogram realizacji.

RYNEK DEFENCE / WIELKA BRYTANIA**Rząd deklaruje pokrycie luki 4,7 mld GBP w Defence Investment Plan - Reuters**

- Rząd zapowiedział pełne finansowanie Defence Investment Plan, pokrywając lukę 4,7 mld GBP poprzez przesunięcia wydatków inwestycyjnych i wykorzystanie rezerw;
- Obniżenie budżetów inwestycyjnych innych resortów o 1% w latach 2027/28–2029/30 ma zapewnić 3 mld GBP, pozostałe 1,7 mld GBP pochodzić będzie z rezerwy;
- Podtrzymano cele wydatków obronnych na poziomie 3% PKB w 2030 roku i 3,5% PKB w 2035;
- Szczegółowa ścieżka osiągnięcia tych poziomów zostanie przedstawiona w przyszłorocznym przeglądzie wydatków;
- Powstanie Innovative Defence Finance Taskforce, mająca zwiększyć zaangażowanie kapitału prywatnego i współpracę z sojusznikami w finansowaniu obronności;
- Wielka Brytania rozpocznie negocjacje traktatowe dotyczące Multilateral Defence Mechanism, inicjatywy służącej przyciąganiu prywatnego kapitału na dobrobrojenie państw.

NEWAG**Województwo Pomorskie skorzystało z prawa opcji na dostawę 2 EZT za 79,7mln PLN netto**

- Dostawa EZT stanowiących przedmiot opcji zostanie zrealizowana w 2029 roku;
- Na skutek skorzystania z prawa opcji szacunkowa wartość umowy uległa zwiększeniu do kwoty 159,7mln PLN netto.

SCANWAY (SCW PW; No recommendation)**Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu**

- Spółka liczy, że w perspektywie 2–3 lat Europa będzie głównym źródłem wzrostu;
- Spółka chce zwiększać skalę produkcji i pozyskiwać kolejne kontrakty, m.in. w obszarze bezpieczeństwa orbitalnego;
- Zdaniem spółki termografia jest bardzo perspektywicznym obszarem rozwoju. Na obecnym etapie spółka koncentruje się na budowaniu łańcucha dostaw, w tym pozyskaniu partnera technologicznego, który zapewni nam dostęp do wysokiej jakości komponentów niezbędnych do rozwoju instrumentów do termografii orbitalnej;
- Ostatnie wydarzenia, w tym zbliżanie się rosyjskich satelitów do satelitów amerykańskich oraz obiektów wykorzystywanych na potrzeby bezpieczeństwa Polski i Ukrainy, pokazują, że bezpieczeństwo na orbicie jest ważniejsze niż kiedykolwiek wcześniej;
- Scanway nadal prowadzi rozmowy z Flytronic z Grupy WB dotyczące dalszej współpracy.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

ECHO INVESTMENT (ECH PW; BUY; TP PLN 7.0)

Lisala ogłosiła dobrowolne wezwanie na wszystkie pozostałe akcje spółki po 5,20 PLN za papier

- Zapisy w wezwaniu będą przyjmowane od 30 października do 30 listopada 2026 roku.

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Strategia Grupy do 2030+ z perspektywą do 2035 [neutralne]

#Założenia do FY30E

- W perspektyw do FY30E Grupa planuje zwiększyć skalę biznesu o >30%.
- W latach FY25-30E Grupa w scenariuszu bazowym planuje osiągnąć **>8% CAGR przychodów** oraz utrzymać **>6% marżę EBIT**. Nie planowane są również zmiany w polityce dywidendowej (do 100% zysku netto).
- W scenariuszu bardziej optymistycznym, tj. zakładając m.in. większy udział w megaprojektach (CPK, atom) czy lepszą penetrację rynków zagranicznych, Grupa planuje osiągnąć **>10% CAGR przychodów**.
- Udział rynków zagranicznych w przychodach ma wzrosnąć do **10–15% FY30E**. vs. 8.5% w latach FY15-25.
- W perspektywie strategii Grupa planuje zwiększyć zaangażowanie kapitałowe w części infrastrukturalnej i zostać właścicielem niektórych aktywów infrastrukturalnych (również w modelu PPP).
- Jednocześnie Grupa planuje wdrożyć projektowe podejście do inwestycji w Data Center projekty mieszkaniowe oraz OZE.

PLNm	Budimex		Trigon
	FY15-25	FY25-30E	FY25-30E
CAGR Revenues Base Case	6.3%	>8%	7.2%
CAGR Revenues Upside case*	n/a	>10%	n/a
adj. EBIT margin	6.7%	>6%	6.6%
Dividend policy (DPR)	95.9%	up to 100%	97.0%
International revenues share	8.50%	10-15%	n/a

Source: Company, Trigon, *includes higher hit ratio on Polish market

#Portfel zamówień

- Na koniec 3Q26 portfel oraz „poczekalnia” opiewały na 29mld PLN (vs. 17.3mld PLN w backlogu na koniec września).

- Polska: 19.7mld PLN w portfelu i poczekalni.
- Niemcy: 0.8mld PLN w portfelu i poczekalni.
- Czechy i Słowacja: 3.5mld PLN w portfelu i poczekalni.
- Państwa Bałtyckie: 4.7mld PLN w portfelu i poczekalni.
- Na rynku polskim Grupa planuje osiągnąć portfel zamówień w segmencie drogowym na poziomie 10mld PLN, również uwzględniając spadkową podaż nowych projektów greenfield w tym segmencie po roku FY28E.

#Zmiany w miksie kontraktacji

Drogi: segment drogowy ma być od FY26E stabilny, po okresie, w którym napędzał wzrost w FY11-25.

Kolej: Wzrost na kolei ma być wspierany przez Krajowy Program Kolejowy oraz KDP Port Polska. **W przypadku Portu Polska spółka oczekuje intensyfikacji postępowań przetargowych w FY26E-28E**

Obronność: BDX posiada certyfikaty krajowe i NATO, umożliwiające udział w przetargach wojskowych. Wartość wskazywanego programu inwestycji **militarnych w Polsce wynosi blisko 80mld PLN.**

Energetyka: BDX oczekuje wzrostu inwestycji w sieci przesyłowe PSE. **Program PSE opiewa na 62mld PLN do FY36E.**

Atom: Wartość adresowalnego rynku związanego z budową elektrowni jądrowej opiewa na 62mld PLN. Mostostal Kraków powinien realizować zamówienia dla Westinghouse, natomiast Budimex dla Bechtela.

#Rynek adresowalny w Polsce

- drogi krajowe: **294mld PLN**
- 100 obwodnic: **28mld PLN**
- wzmocnienie krajowej sieci drogowej: **58mld PLN**
- kolej: **100mld PLN**
- Port Polska: **>130mld PLN**
- hydro i porty: **40mld PLN**
- PSE: **62mld PLN**
- atom: **62mld PLN**
- military: **77mld PLN**
- budownictwo ogólne, w tym data center: **533mld PLN**
- offshore: **>100mld PLN**
- energetyka konwencjonalna: **136mld PLN.**

#Outlook rynkowy

- W latach FY26-30E Grupa szacuje, że rynek polski (rozumiany jako produkcja budowlano-montażowa) powinna rosnąć średniorocznie o 7-10%. Kluczowymi segmentami powinna być kolej, atom, sieci elektroenergetyczne oraz budownictwo militarne.
- Grupa planuje intensywnie rosnąć na rynkach zagranicznych, a na rynku czeskim funkcjonować również w modelu koncesyjnym.
- Ponadto, w latach FY30-35E Grupa szacuje adresowalny rynek ukraiński z punktu widzenia Budimeksu na 96-188mld USD.
- Łączny, adresowalny rynek na rynku polskim do FY35E powinien przekroczyć 1,000mld PLN.

#Dywidenda

- Polityka dywidendowa została przedłużona do FY30E (DPR do 100% zysku netto).

MARVIPOL DEVELOPMENT

Spółka zależna Marvipol Aleje Jerozolimskie zawarła z Adamietz Warszawa umowę o generalnej inwestycji w Warszawie

- Wartość umowy wynosi 295mln PLN netto;
- Rozpoczęcie inwestycji nastąpi w grudniu 2026 roku, a zakończenie po 35 miesięcy.

VINCI

Warbud zbuduje drugi etap siedziby Sinfonii Varsovii za 149 mln EUR

- Miasto Stołeczne Warszawa przyznało Warbudowi, polskiej spółce zależnej VINCI Construction, kontrakt o wartości 530 mln PLN netto (149 mln EUR) na realizację drugiego etapu nowej siedziby orkiestry Sinfonia Varsovia;
- Drugą najniższą ofertę w wysokości 560 mln PLN netto złożyła spółka DORACO, co daje odchylenie o ok. 6%;
- Budżet zamawiającego wyniósł 624 mln PLN netto;
- Zakończenie prac przewidziano na 2030 r.;
- Warbud realizował wcześniej w Polsce m.in. Operę i Filharmonię Podlaską w Białymstoku, siedzibę NOSPR w Katowicach oraz Muzeum Sztuki Nowoczesnej w Warszawie.

RYNEK KOLEJOWY

CPK planuje podpisać umowy na pierwsze odcinki Linii Y w połowie 2027

- CPK planuje podpisać umowy na budowę odcinków Kotowice – lotnisko oraz lotnisko – Bolimów w okolicach połowy 2027 r., wobec pierwotnie zakładanego końca 2027 r.
- Do kolejnego etapu dialogu konkurencyjnego w drugim z tych przetargów zakwalifikowało się 5 wykonawców, a rozpoczęcie prac budowlanych spółka zakłada na koniec 2027 r. lub przełom 2027 i 2028 r.;
- Jeszcze tej jesieni CPK zamierza ogłosić przetarg na węzeł bolimowski o wartości ok. 3 mld PLN, tym razem w trybie przetargu nieograniczonego;
- Przetargi na pozostałe odcinki między Warszawą a Łodzią, w tym najdłuższy odcinek od węzła bolimowskiego do okolic Brzezin (również ok. 3 mld PLN), mają zostać ogłoszone najpóźniej w 2027 r.;
- Spółka szacuje, że w kolejowej części projektu o wartości ponad 70 mld PLN brakuje ok. 30 mld PLN, które pierwotnie miały pochodzić ze środków UE. Ok. 10 mld PLN ma zostać pokryte z oszczędności przetargowych, ponieważ CPK oczekuje ofert niższych o 20-30% od kosztorysów, a kolejne ok. 10 mld PLN spółka liczy pozyskać z UE (program CEF) oraz od instytucji finansowych, z którymi ma wstępne ustalenia. Niepokryta pozostaje kwota ok. 10 mld PLN, przy czym środki będą realnie potrzebne w latach 2030-2032;
- Jako alternatywne źródła finansowania CPK wskazuje Fundusz Kolejowy oraz możliwą formułę „optymalizuj i buduj”, w której wykonawcy proponowaliby tańsze rozwiązania techniczne. Do partnerstwa publiczno-prywatnego Zarząd Spółki podchodzi sceptycznie, a CPK pozostaje wykluczone z programu FEnIKS;
- Ponad 9-kilometrowy tunel wyjazdowy z Warszawy, wyceniany na 9-12 mld PLN, nie powstanie do 2032 r., a jego realizację CPK zakłada do 2035 r.
- W negatywnym scenariuszu finansowym spółka opowiada się za priorytetowym potraktowaniem odcinka Sieradz - Wrocław kosztem tunelu.

BIOTECH

BIOCELTIX (BCX PW; BUY; PLN 120)

Podsumowanie konferencji wyników 1H26: postępy kliniczne utrzymane, ryzyko przesuwania się w kierunku CMC i finansowania [neutralne]

- **Wyniki 1H26:** Spółka odnotowała stratę netto 10,8mln PLN wobec 7,4mln PLN rok wcześniej, przy OCF -8,7mln PLN. Środki pieniężne na koniec czerwca wyniosły 56,8mln PLN. Rosnące koszty operacyjne i nakłady na nową wytwórnię zwiększają presję na cash runway.
- **BCX-CM-J (osteoartroza u psów):** w maju '26 spółka przekazała EMA odpowiedzi na wcześniejsze pytania, a 16 lipca otrzymała List of Outstanding Issues (LoOI). Dalsze prace obejmują m.in. rozszerzenie metod kontroli jakości oraz rewalidację procesu wytwarzania. Na obecnym etapie EMA nie wskazała konieczności przeprowadzenia dodatkowego badania klinicznego. - **Harmonogram EMA:** Spółka planuje przekazać komplet odpowiedzi najpóźniej 18 maja 2027 r., co implikuje potencjalną rekomendację CVMP 17 czerwca 2027 r. i decyzję KE w sierpniu 2027 r. Wcześniejsze zakończenie prac CMC mogłoby przyspieszyć procedurę, pod warunkiem dostępności terminów EMA.
- **BCX-CM-AD (atopowe zapalenie skóry u psów):** w 2025r. zakończono etap kliniczny projektu. W marcu '26 spółka przedstawiła wyniki długoterminowej obserwacji do ok. 168 dnia, wskazujące na utrzymywanie się redukcji zmian skórnych mierzonej CADESI-4 oraz świadczenia mierzonego PVAS, przy profilu bezpieczeństwa zgodnym z podstawowym okresem badania. Spółka zakłada ścieżkę rejestracyjną jako rozszerzenie wskazania BCX-CM-J.
- **BCX-EM (zapalenie stawów u koni):** projekt znajduje się w procedurze rejestracyjnej EMA. W przeprowadzonym badaniu klinicznym osiągnięto pierwszorzędowe i drugorzędowe punkty końcowe. Dodatkowe analizy obejmujące okres ok. 3 miesięcy od podania wykazały utrzymywanie się efektu terapii, m.in. w zakresie kulawizny, bólu i obrzęku stawu.
- **Komercjalizacja / partnering:** spółka pozostaje na etapie przedkomercyjnym. Model komercjalizacji zakłada współpracę z globalnymi podmiotami weterynaryjnymi w formule partneringu, licencji lub dystrybucji, przy preferowanym utrzymaniu produkcji po stronie BCX. Rozmowy z potencjalnymi partnerami są kontynuowane. Od kwietnia '26 spółka współpracuje również z doradcą nad strategią regulacyjną dla rynku amerykańskiego i przygotowaniem formalnego dialogu z FDA/CVM.
- **Nowa wytwórnia:** Realizacja inwestycji o wartości ok. 61mln PLN postępuje, jednak wypłata dofinansowania PARP (17,4mln PLN) pozostaje uzależniona m.in. od rejestracji BCX-CM-J. W 1H26 uzyskano decyzję środowiskową i pozwolenie na budowę; po zakończeniu półrocznego pozwolenia stało się ostateczne, a 4 sierpnia '26 zawarto umowę na wykonanie konstrukcji stalowej i antresol. Przesunięcia czasowe w obszarze rejestracji i zawarcia wiążącej umowy partneringowej z upfrontem vs obecny cash runway szacowany na 2Q27 będą zwiększać ryzyko konieczności pozyskania dodatkowego kapitału.

SCOPE FLUIDICS (SCP PW; BUY; PLN 205.7)

Kolejne kamienie milowe Edocera i Hybolic w 2027 r.; podobne zainteresowanie rynku oboma projektami- podsumowanie webinaru spółki [neutralne]

- **Partnering / strategia:** Spółka ocenia zainteresowanie funduszy VC projektami Edocera i Hybolic jako porównywalne, bez wyraźnego faworyta. Bazowym scenariuszem pozostaje samodzielny rozwój obu projektów w ramach Scope Fluidics; ewentualne transakcje strategiczne rozważane będą dopiero na bardziej zaawansowanym etapie rozwoju lub po rozpoczęciu generowania przychodów.
- **Bacteromic:** Projekt pozostaje priorytetem komercjalizacyjnym grupy. Spółka kontynuuje rozmowy z dużymi globalnymi partnerami w sprawie potencjalnej transakcji strategicznej. Harmonogram rozwoju nowych projektów jest niezależny od procesu partneringu Bacteromic, a przedstawiciele spółki nie wskazali potencjalnego terminu zawarcia transakcji.
- **Hybolic:** Najbliższym kamieniem milowym jest walidacja kluczowej warstwy receptorowej technologii pomiaru insuliny i glukozy, planowana najpóźniej do czerwca 2027 r. Kolejne etapy obejmują PoC zintegrowanego systemu, budowę prototypu i przygotowanie do industrializacji. Dotychczasowe nakłady wyniosły ok. 5,5mln PLN; projekt posiada umowę o dofinansowanie PARP do 14,4mln PLN.
- **Edocera:** Po pozytywnym zakończeniu drugiego kamienia milowego, obejmującego potwierdzenie możliwości wykrywania objawów udaru w badaniu in vivo na dużym modelu zwierzęcym, rozpoczęto prace nad trzecim etapem. Celem jest opracowanie pierwszej niekomercyjnej wersji urządzenia do końca 2027 r., przy budżecie do 13mln PLN. Następne fazy obejmą badania kliniczne i certyfikację.
- **Komercjalizacja:** Spółka nie wskazuje obecnie terminów pierwszych przychodów z Edocera i Hybolic. Ich osiągnięcie będzie uzależnione od walidacji technologii, dalszego rozwoju produktu oraz wymagań regulacyjnych.

OTHER INFORMATION

DIGITAL NETWORK: Szacunkowe skonsolidowane przychody ze sprzedaży w 3Q26 na poziomie 53mln PLN, +154% r/r

- YTD 156,7mln PLN, +176% r/r.

EUROHOLD BULGARIA: Spółka rozpoczęła procedurę wprowadzenia akcji do obrotu na Frankfurt Stock Exchange

- Do obrotu na Frankfurt Stock Exchange ma być dopuszczone 520,9 mln akcji spółki.

MOSTOSTAL WARSZAWA: Decyzja KNF istotna dla dokapitalizowania, Acciona potwierdza zaangażowanie

- Decyzja KNF dotycząca zgody, by cena w wezwaniu na akcje spółki była niższa niż wynika z ustawy jest istotnym krokiem w kierunku dokapitalizowania spółki;
- Zarząd uważa, że decyzja KNF umożliwi akcjonariuszom wypracowanie porozumienia oraz podjęcie uchwał niezbędnych do przeprowadzenia podwyższenia kapitału;
- Acciona potwierdza swoje zaangażowanie w dokapitalizowanie spółki.

NIEMIADÓW PGM: Projekt E-WARP został wybrany przez KE do dofinansowania w wysokości 25,8mln EUR w ramach programu European Defence Industry Programme (EDIP)

- Projekt realizowany jest przez konsorcjum z udziałem spółki Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów, spółki zależnej Niewiadów Polska Grupa Militarna.

STALPROFIL: Oferta spółki za 24,8mln PLN netto najkorzystniejsza w przetargu Gaz-Systemu

STALPROFIL: Spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę w przetargu na budowę gazociągu relacji Mory-Reguły

- Wartość oferty opiewa na kwotę 28,9mln PLN netto.

INSIDER TRADING**ALLEGRO.EU**

Insider objął nieodpłatnie 116,8 tys. akcji w ramach programu motywacyjnego.

PTWP

Prezes zarządu kupił 139 akcji @ 144,15 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM**MONNARI TRADE**

Nabycie 2,2 tys. akcji @ 4,91 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES**PHN**

Powołanie p. Ziemowita Borowczaka na stanowisko wiceprezesa zarządu – członka zarządu ds. inwestycji. Jednocześnie, Rada Nadzorcza spółki postanowiła o zakończeniu z dniem powołania wiceprezesa - członka zarządu ds. inwestycji, okresu delegowania członka Rady Nadzorczej - p. Cezarego Nowosada, do czasowego wykonywania czynności wiceprezesa - członka zarządu ds. inwestycji PHN.

POLENERGIA

Rezygnacja p. Rafała Pluteckiego z pełnienia funkcji członka RN.

TENDERHUT

Rezygnacja p. Anny Janiczek z pełnienia funkcji członka RN.

WOODPECKER.CO

Rezygnacja p. Adama Biela z pełnienia funkcji członka zarządu.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

ZUK STĄPORKÓW

Zwiększenie zaangażowania przez Boro sp. z o.o. SKA powyżej 5% do 84,30% kapitału zakładowego i głosów.

BLOCK TRADES

ALLEGRO.EU

Wolumen: 150 tys. @ 58,92

% kapitału: 0,01

DOM DEVELOPMENT

Wolumen: 4,4 tys. @ 149,00

% kapitału: 0,02

LIBET

Wolumen: 2,4 mln @ 1,40

% kapitału: 6,49

WIRTUALNA POLSKA HOLDING

Wolumen: 30 tys. @ 34,00

% kapitału: 0,10

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

KGHM: Uchwała NWZA w sprawie zmian w statucie spółki

NIEWIADÓW PGM: Uchwała NWZA w sprawie zmiany statutu spółki

OCTAVA: Uchwała NWZA w sprawie powołania p. Wojciecha Sierka na stanowisko członka RN

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, CTPNV	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	Buy	165.0	137.5	20%	17,951	10.9	8.6	8.2	1.3	1.3	1.2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	35.8	17%	44,664	11.5	8.6	8.1	1.8	1.6	1.5	16%	19%	18%	—
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	172.0	13%	25,447	11.3	8.9	8.0	1.4	1.3	1.2	12%	14%	15%	—
BRD	BRD	Hold	32.0	32.4	-1%	22,545	18.0	11.7	11.1	2.0	1.8	1.7	11%	15%	15%	—
Erste Group	EBS	Buy	128.6	107.5	20%	44,130	10.7	9.4	9.2	1.7	1.5	1.4	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	122	3%	15,967	11.8	11.6	11.0	1.6	1.5	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	460.4	-9%	59,898	14.8	12.7	11.1	2.8	2.6	2.4	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	1,007.0	13%	191,380	10.9	10.3	9.9	1.5	1.5	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,611.5	-26%	68,566	17.4	13.6	12.6	2.7	2.4	2.1	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	23	-17%	28,266	18.7	11.5	10.7	2.3	2.0	1.8	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	193.9	0%	99,083	13.7	12.7	12.3	2.7	2.6	2.6	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	41,600.0	20%	11,648	10.2	8.6	8.2	1.9	1.7	1.6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	266.4	8%	69,922	11.8	9.5	9.1	1.9	1.8	1.7	16%	19%	19%	—
PKO BP	PKO	Hold	123.0	116.1	6%	145,100	13.3	10.0	9.4	2.4	2.1	2.0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	802.0	-2%	81,956	14.9	12.2	10.9	2.3	2.1	2.0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	333.0	41%	6,508	6.6	6.0	5.6	1.1	1.0	0.9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	73.2	2%	63,244	10.2	9.7	9.3	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	136.0	119.1	14%	288	—	—	15.6	5.7	45.8	5.3	—	—	—	11
AB	ABE	Buy	180	153.4	17%	2,685	9.7	10.4	10.9	6.7	7.1	7.1	—	—	—	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	16.4	25%	204	10.0	9.1	8.1	6.0	5.2	4.6	4%	5%	5%	—
Allegro	ALE	Buy	65.0	59.1	10%	60,131	29.1	21.9	17.9	15.6	12.8	10.9	3%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	18.7	12%	471	10.2	10.3	9.5	4.6	4.4	4.1	6%	6%	6%	—
Amrest	EAT	Sell	8.5	9.6	-11%	2,101	31.1	18.8	16.5	5.0	5.0	4.8	1%	1%	2%	80
Answer.com	ANR	Buy	29.5	23.8	24%	454	15.7	11.0	8.7	7.1	6.2	5.5	0%	0%	0%	—
Archicom	ARH	Buy	65.0	49.6	31%	2,901	7.0	6.5	5.7	6.8	6.4	5.6	5%	7%	10%	—
Artifex Mundi	ART	Buy	27.0	19.4	39%	235	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Asbis	ASB	Hold	180.0	163.5	10%	9,074	12.1	9.9	8.5	8.2	7.0	6.3	1%	4%	5%	—
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	170.0	15%	3,643	23.8	20.1	17.8	11.8	10.2	8.9	1%	0%	0%	—
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	89.0	6%	2,974	18.5	17.2	15.3	13.3	12.2	11.2	4%	5%	5%	—
Asseco Poland	ACP	Hold	230.0	246.8	-7%	20,484	24.2	22.5	21.1	—	—	—	5%	5%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81.0	76.7	6%	3,980	18.0	15.3	13.8	10.0	8.9	8.0	3%	3%	3%	—
Atal	1AT	Buy	80.0	62.0	29%	2,682	6.1	6.0	5.6	7.9	7.0	6.4	7%	13%	13%	—
Auto Partner	APR	Buy	34.5	28.1	23%	3,670	12.8	11.0	10.1	8.9	7.8	7.1	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	17.4	—	1,721	—	—	—	—	—	—	—	—	—	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	5,905.0	12%	19,493	19.7	16.0	15.4	11.9	9.9	8.7	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	72	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	23.0	65%	444	—	7.9	3.5	14.1	3.9	1.7	0%	0%	10%	—
Budimex	BDX	Buy	900.0	700.2	29%	17,876	23.9	20.5	17.3	14.1	12.2	10.5	5%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110.0	54.9	100%	349	—	8.1	—	—	4.8	—	0%	0%	0%	—
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	267.0	22%	26,676	41.6	27.6	8.4	35.9	22.3	5.6	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	17.6	120%	949	9.3	95.8	32.5	146.6	14.3	10.3	—	—	—	—
CEZ	CEZ	Hold	1,385	1,390	0%	747,806	20.6	21.0	23.5	8.4	8.3	8.5	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.34	2.4	-1%	519	148.5	7.9	6.9	21.0	3.0	2.9	—	—	—	—
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	359	25%	258	6.6	15.5	65.6	3.3	5.5	8.8	11%	14%	6%	—
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	829.0	13%	2,905	135.7	53.5	37.1	56.8	28.6	19.2	0%	0%	0%	—
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	19.1	26%	4,264	46.0	24.5	11.8	6.8	6.1	4.7	5%	7%	7%	—
Comp	CMP	Hold	110.0	106.8	3%	2,101	26.5	15.2	12.8	13.4	9.2	7.9	3%	4%	5%	—
CSG	CSG	Buy	22.0	14.2	55%	14,214	12.5	10.3	8.9	8.3	6.8	5.8	0%	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	18.5	12.6	47%	6,315	14.2	5.4	4.6	16.4	8.7	7.9	—	—	—	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	193.6	19%	3,587	54.8	23.2	17.6	17.2	12.2	9.8	1%	1%	1%	—
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	21.5	18.0	20%	11,493	20.7	15.0	11.9	7.0	6.5	6.0	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	88.6	15%	1,045	38.0	27.5	19.5	20.1	15.6	11.5	0%	0%	0%	—
Develia	DVL	Hold	10.0	8.5	18%	3,967	8.7	8.0	7.9	8.1	7.7	7.4	9%	9%	9%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	150.3	20%	5,074	19.4	15.9	13.8	9.6	8.4	7.4	2%	2%	3%	—
Digital Network	DIG	Hold	375.0	309.8	21%	1,415	22.6	16.8	13.2	10.5	8.5	7.2	2%	2%	3%	—
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	37.7	7%	36,971	22.7	17.0	13.7	13.7	10.5	8.4	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	245.0	16%	6,321	9.1	8.3	7.6	7.7	6.8	6.0	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.4	31%	2,212	13.7	6.8	4.6	8.4	6.3	5.2	15%	15%	15%	—
Erbud	ERB	Buy	30.0	23.7	27%	282	—	9.8	10.2	4.9	5.1	4.1	0%	0%	0%	—
Enea	ENA	Buy	25.8	21.5	20%	11,368	4.7	4.7	5.4	3.9	4.1	4.7	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	48.6	50%	853	61.0	14.4	13.3	4.0	3.9	3.8	6%	7%	7%	—
Eurocash	EUR	Under Review	—	5.0	—	699	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.7	12%	74	12.3	10.1	9.3	7.0	5.9	5.3	9%	9%	9%	—
Ferro	FRO	Buy	35	28	24%	601	9.2	8.4	7.7	6.3	6.0	5.6	—	—	—	—
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,474	13,080	3%	2,438,112	11.3	8.8	7.9	5.4	5.5	4.5	4%	8%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	105.2	-20%	4,415	17.4	16.3	15.7	14.3	12.8	12.0	3%	3%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62.0	55.0	13%	3,789	14.1	12.6	11.8	9.8	8.6	7.8	6%	6%	6%	—
GTC	GTC	Buy	3.0	2.3	30%	1,327	—	47.7	17.9	46.1	23.4	20.0	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	25.0	28%	706	2.8	3.2	3.8	1.6	2.0	2.5	67%	36%	31%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	176.0	-30%	281,322	22.1	21.3	20.3	8.4	8.4	8.3	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	57.1	3%	177,898	26.0	23.5	21.5	14.1	12.9	11.8	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,040.0	19%	14,735	13.7	11.6	10.1	9.7	8.4	7.2	0%	0%	0%	—
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	17.8	18%	11,220	17.9	13.4	12.3	6.0	5.5	5.2	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	—	28.1	—	3,295	—	—	—	—	—	—	—	—	—	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,266.0	11%	12,483	18.2	15.8	12.4	11.9	10.5	9.0	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	303.9	15%	60,770	6.3	8.1	9.1	4.4	4.9	5.0	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	26,880	4%	49,962	16.6	15.7	13.9	8.4	7.6	6.6	3%	4%	4%	—
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	8	86%	2,350	—	—	—	—	—	—	0%	0%	0%	—
Mabion	MAB	Under Review	—	8	—	148	—	—	—	—	—	—	—	—	—	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	277.5	17%	514	0.8	4.1	2.9	1.3	2.9	2.2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	53.1	19%	555	13.8	7.1	—	10.0	4.8	—	32%	86%	0%	—
Mirbud	MRB	Buy	13.5	12.0	13%	1,316	10.4	10.4	8.9	6.7	6.9	5.6	2%	2%	2%	—
MLP Group	MLG	Buy	130.0	102.5	27%	2,459	9.5	6.2	4.7	11.0	9.2	7.7	—	—	—	—
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	422.5	1%	1,484	13.9	13.0	12.5	9.4	8.8	8.4	4%	4%	5%	—
Modivo	MDV	Sell	86.0	97.4	-12%	7,502	—	29.0	18.6	13.1	7.3	6.0	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	5,030.0	7%	3,780	5.7	6.3	7.6	3.2	3.3	3.4	7%	7%	8%	71
Molecule	MOC	Buy	11.4	5.9	93%	146	—	1.6	—	—	0.6	—	0%	0%	0%	—
Murapol	MUR	Buy	52.5	38	39%	1,544	5.7	5.4	5.5	6.3	5.8	5.9	13%	13%	14%	—
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	120.9	45%	14,447	25.2	16.4	13.2	6.1	5.0	4.0	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	704.0	15%	3,269	15.7	13.7	12.3	8.3	7.5	6.6	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	8.2	10%	446	32.9	16.8	14.2	9.4	7.2	6.2	4%	4%	4%	—
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	101.6	57%	1,148	13.4	11.6	10.3	8.3	7.5	6.8	3%	5%	6%	—
Orange	OPL	Buy	19.0	16.8	13%	22,087	19.0	16.8	14.1	5.9	5.7	5.3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	149.6	16%	173,723	5.8	6.3	7.2	3.1	3.3	3.7	5%	7%	7%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	63.8	22%	1,292	10.3	10.9	9.2	5.1	4.5	4.0	3%	5%	6%	—
PCF Group	PCF	Under Review	—	3.2	—	148	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	—	121.5	—	60,750	—	—	—	—	—	—	—	—	—	60
Pekabex	PBX	Under Review	—	8.4	—	208	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	50.0	1%	28,867	18.0	16.1	14.7	8.1	7.4	6.9	—	—	—	57

*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	
PGE	PGE	Hold	18.8	16.3	15%	36,460	5.6	6.1	7.0	4.0	4.6	4.8	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	250.0	60%	1,667	11.1	8.7	8.6	6.9	5.0	4.9	7%	9%	11%	0
Polenergia	PEP	Buy	65.7	52.9	24%	4,085	36.9	31.1	38.4	12.0	10.8	11.1	0%	0%	1%	—
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	7.8	47%	2,048	15.4	13.9	12.2	6.0	4.9	4.0	0%	0%	0%	—
Poltreg	PTG	Buy	36.5	20.6	77%	122	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	122.1	47%	1,777	9.3	9.1	8.2	6.4	5.9	5.1	7%	6%	6%	—
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	1,006.8	51%	47,108	30.8	20.5	15.3	16.5	11.2	8.5	1%	1%	2%	75
Robyg	ROB	Buy	40.0	29.9	34%	3,239	8.1	6.7	5.9	7.8	6.9	6.2	0%	9%	11%	—
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.7	18.2	85%	421	—	13.1	44.9	—	6.7	13.6	0%	0%	0%	—
Saab	SAABB	Buy	750.0	655.2	14%	356,025	41.9	29.0	23.4	23.2	17.0	13.9	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	205.7	154.2	33%	489	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Selvita	SLV	Buy	35	16.8	108%	318	—	41.4	20.5	8.1	7.2	5.3	0%	0%	0%	—
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	84.6	18%	1,067	13.4	10.8	10.6	7.8	6.6	6.2	—	—	—	—
Synektik	SNT	Hold	377.6	330.4	14%	2,818	15.9	13.6	12.5	10.8	8.9	7.9	3%	4%	5%	—
Tauron	TPE	Buy	11.7	9.1	27%	16,032	6.8	6.5	6.7	5.5	5.5	5.6	2%	2%	2%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102	94.3	9%	610	13.4	10.2	7.2	8.3	6.4	4.4	10%	8%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	68.1	25%	1,564	16.1	12.3	8.1	8.0	5.4	3.2	5%	3%	4%	—
Toya	TOA	Buy	12.5	11.4	9%	846	8.9	8.3	7.5	7.1	6.7	6.1	—	—	—	—
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	—	252.5	—	348,450	—	—	—	—	—	—	—	—	—	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	159.0	15%	1,248	7.5	12.2	10.1	6.3	6.7	6.2	4%	4%	3%	—
Vercom	VRC	Buy	156.0	122.4	27%	2,720	23.4	18.3	14.8	16.8	13.1	10.4	2%	3%	3%	—
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	550.0	35%	553	46.9	25.9	14.6	17.6	13.9	8.6	0%	0%	0%	—
Voxel	VOX	Buy	181.0	156.8	15%	1,647	15.2	15.5	13.3	8.6	8.6	7.6	2%	2%	3%	—
VRG	VRG	Buy	6.6	5.5	19%	1,294	10.9	9.4	8.6	5.2	4.8	4.5	1%	4%	5%	—
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	55.8	16%	1,661	11.1	15.0	13.2	5.9	5.2	4.9	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	11.0	-33%	203	18.4	15.8	15.7	4.2	4.6	4.4	0%	0%	4%	—
Wizz Air	WIZZ	Under Review	—	9.8	—	1,013	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67
XTB	XTB	Hold	155.7	138.5	12%	16,288	10.6	11.5	9.9	7.0	7.3	5.9	3%	7%	7%	32
XTPL	XTP	Restricted	—	71.3	—	210	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.7	4%	31,774	26.2	19.2	15.8	8.8	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
recepca@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 Czapryński	<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 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.