Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS
ERSTE GROUP: Wyniki za 3Q'26 lekko powyżej konsensusu na wyższym wyniku odsetkowym [lekko pozytywne]
ERSTE BANK POLSKA: Zysk netto za 3Q'26 zgodny z oczekiwaniami: słaby wynik prowizyjny nadrobiony przez niższe koszty ryzyka [neutralne]
ASSECO BS: Wyniki za 3Q26 zgodne z oczekiwaniami, wzrost EBITDA o 14%, zysku netto o 10% r/r [neutralne]
TRAKCJA: Szacunkowe jednostkowe wyniki finansowe za 1-3Q26
DĘBICA: Szacunkowe wybrane wyniki finansowe za okres 1-3Q26
DECORA: Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za okres 1-3Q26

FINANCIALS
PEKAO: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
ERSTE BANK POLSKA: KNF nie wyznaczyła dla banku dodatkowego wymogu kapitałowego (P2G)
ING BANK ŚLĄSKI: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
KRUK: Potwierdzenie przez Moody's ratingu korporacyjnego na poziomie Ba1, perspektywa stabilna
XTB: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
KOMERČNÍ BANKA: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
BRD: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
BANKI: EBC utrzymał stopy bez zmian, ale nie zamyka drogi do grudniowej podwyżki

OIL, GAS & CHEMICALS
ORLEN: Rząd szykuje rozwiązania ograniczające wzrost kosztów gazu dla gosp. domowych

CONSUMER
JERONIMO MARTINS: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [neutralne]
E-COMMERCE / AMAZON: Amazon International: sprzedaż +8% r/r ex FX; marża EBIT +80bps r/r

TMT
CYFROWY POLSAT: Przyjęcie strategii na lata 2027-2030+
AMAZON: Wyniki 3Q26: spowolnienie w dynamice przychodów retail i reklamowych, częściowo pod wpływem układu kalendarza Prime Days
TWILIO: Guidance na 3Q zakłada spowolnienie wzrostu organicznego do 11-12% z 16% w 2Q
GODADDY: Wyniki za 3Q: utrzymanie głównych trendów trendów

GAMING
CI GAMES: Dziś mija termin spłaty finansowania PKO BP
ROBLOX: Wyniki 3Q26: wyraźne hamowanie y/y, lepszy trend q/q; ostrożny 4Q outlook
UBISOFT: Priorytet dla nowych gier Assassin's Creed, nie kolejnych remake'ów

INDUSTRIALS
RHEINMETALL: Wykonanie opcji na 69 kołowych BWP Schakal dla Niemiec i Holandii
KONGSBERG / DEFENCE & SPACE: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
RYNEK DEFENCE & SPACE / INDRA: Duże zamówienia IRIS², silny wzrost Defence, guidance utrzymany
EUTELSAT / SPACE: Wyniki i konferencja za 1Q26/27: LEO +30%, IRIS² wchodzi w fazę budowy
FORTE: Podsumowanie konferencji wynikowej [negatywne]

CONSTRUCTION & REAL ESTATE
CTP: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]
BUDIMEX: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 i Strategii Grupy 2030+ [neutralne]
ARCHICOM: Zgoda Rady Nadzorczej na wypłatę zaliczki na poczet dywidendy za rok obrotowy 2026 w kwocie 95,35mln PLN
POLIMEX-MOSTOSTAL: Konsorcjum z Polimeksem ma umowę z Orlenem na max. 258mln PLN netto
PEKABEX: Zawarcie transakcji zabezpieczających ryzyko kursowe w łącznej kwocie 40mln SEK
UNIBEP: Spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę w przetargu na dostosowanie obwodnicy terenu technicznego do instrukcji o ochronie obiektów wojskowych
ZUE: Spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę za 90mln PLN brutto na prace w Świętochłowicach
PORR: Najkorzystniejsza oferta o wartości 789 mln PLN netto w przetargu PKP PLK

BIOTECH
SCOPE FLUIDICS: Bacteromic rozszerza ścieżkę certyfikacyjną IVDR o panel UNI FAST Pro GN; potencjalne przyspieszenie komercjalizacji [lekko pozytywne]

EUROPEAN COMPANIES
PRYSMIAN / ELECTRICAL COMPONENTS: Wyniki 3Q26: popyt w data centers przyspiesza skłaniając zarząd do podniesienia guidance [pozytywne]
KONCAR / ELECTRICAL COMPONENTS: Wyniki 3Q26: blisko rekordowy napływ nowych zamówień, book-to-bill na poziomie ~2x [pozytywne]
BEFESA / METALS: Wyniki 3Q26: ulga w USA zwiększa potencjał wypłat dywidendy dla akcjonariuszy [pozytywne]
AMAG / METALS: Wyniki 3Q26: wzrost udziałów rynkowych skutkuje podniesieniem prognoz [lekko pozytywne]
STELLANTIS / AUTOMOTIVE: Wyniki 3Q26: oszczędności wspierają odbudowę, Europa nadal ciąży
INDRA / DEFENCE: Wyniki 3Q26: defence przyspiesza, a kontrakt kosmiczny potwierdzają perspektywę wzrostu [lekko pozytywne]
MTU AERO / DEFENCE: Wyniki 3Q26: aftermarket wspiera wyniki, zakłócenia w łańcuchach dostaw hamują dostawy silników
DORMAKABA / BUILDING PRODUCTS: Wyniki 1Q26/27: rosnące wolumeny i backlog wspierają perspektywy sprzedaży [neutralne]
FLUIDRA / BUILDING PRODUCTS: Wyniki 3Q26: Aftermarket podtrzymuje wzrost przy słabym rynku nowych basenów
MELEXIS / SEMICONDUCTORS: Wyniki 3Q26: Chiny i nowe projekty podtrzymują wzrost
ANDRITZ / MACHINERY: Wyniki 3Q26: segment Hydropower przekłada rekordowy backlog na wzrost sprzedaży
VALMET / MACHINERY: Wyniki 3Q26: mocniejszy biznes serwisowy poprawia perspektywy marży [neutralne]
BASLER / ROBOTICS: Podniesienie prognozy marży przychodów z 295-300mln EUR (+20mln EUR) oraz marży EBIT do 17,5-19,5% (+5pp) [pozytywne]
KION / ROBOTICS: Wyniki 3Q26: Utrata udziałów w wózkach opóźnia odbudowę rentowności [negatywne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

ERSTE GROUP (EBS AV; BUY; TP EUR 128,6)

Wyniki za 3Q'26 lekko powyżej konsensusu na wyższym wyniku odsetkowym [lekko pozytywne]

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	1 975	2 027	2 674	2 713	2 872	45%	6%	2 838	2 795
Net F&C result	798	850	965	964	974	22%	1%	994	993
Other income	146	194	300	343	226	55%	-34%	254	243
Total revenues	**2 919**	**3 072**	**3 939**	**4 020**	**4 072**	**40%**	**1%**	**4 086**	**4 031**
Operating costs	-1 362	-1 515	-1 771	-1 766	-1 756	29%	-1%	-1 751	-1 768
Operating profit	1 556	1 557	2 167	2 254	2 316	49%	3%	2 335	2 263
Net provisions	-136	-159	-439	-144	-170	25%	18%	-175	-172
Net profit	**901**	**944**	**879**	**1 096**	**1 121**	**24%**	**2%**	**1 103**	**1 078**
NIM	2,42%	2,46%	2,64%	2,64%	2,73%			2,74%	
CoR	0,24%	0,27%	0,68%	0,20%	0,23%			0,24%	
C/I	46,7%	49,3%	45,0%	43,9%	43,1%			42,8%	
Loans (EURbn)	228,0	232,0	275,6	282,7	287,4	26%	1,7%	285,4	
Assets (EURbn)	362,9	368,6	450,0	461,1	462,5	27%	0,3%	468,0	
Deposits (EURbn)	247,8	253,0	314,8	323,7	324,1	31%	0,1%	328,0	
P/E12M trailing	13,9	12,6	12,1	11,5	10,9				
P/BV	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8				
ROE 12M	15%	16%	17%	17%	17%				

Source: Company data, Trigon

ERSTE BANK POLSKA (EBP PW; HOLD; TP PLN 785)

Zysk netto za 3Q'26 zgodny z oczekiwaniami: słaby wynik prowizyjny nadrobiony przez niższe koszty ryzyka [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	3 195	3 154	3 063	3 102	3 303	3%	6%	3 294	3 271
Net F&C result	725	752	772	768	643	-11%	-16%	761	752
Other income	56	45	106	153	70	26%	-54%	63	87
Total revenues	**3 976**	**3 951**	**3 940**	**4 023**	**4 017**	**1%**	**0%**	**4 118**	**4 110**
Operating costs	-1 109	-1 187	-1 630	-1 309	-1 303	17%	0%	-1 291	-1 302
Operating profit	2 866	2 764	2 310	2 714	2 714	-5%	0%	2 827	2 808
Net provisions	-365	-756	-310	-632	-226	-38%	-64%	-314	-300
Net profit	**1 889**	**1 838**	**1 028**	**1 173**	**1 490**	**-21%**	**27%**	**1 498**	**1 500**
NIM	4,83%	4,60%	4,34%	4,35%	4,32%			4,34%	
CoR ex. CHF	0,48%	0,35%	0,34%	0,24%	0,26%			0,37%	
C/I	27,9%	30,0%	41,4%	32,5%	32,4%			31,3%	
Loans	160,6	164,9	167,8	172,6	179,3	11,6%	3,8%	175,9	
Assets	317,4	308,2	304,4	322,6	330,1	4,0%	2,3%	327,6	
Deposits	220,9	230,1	228,1	246,2	252,4	14,2%	2,5%	249,7	
P/E12M trailing	14,9	12,8	14,4	14,0	15,0				
P/BV	2,5	2,3	2,3	2,6	2,5				
ROE 12M	17%	19%	17%	18%	16%				

Source: company data, PAP, Trigon

ASSECO BS (ABS PW; HOLD; TP PLN 94)

Wyniki za 3Q26 zgodne z oczekiwaniami, wzrost EBITDA o 14%, zysku netto o 10% r/r [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E
Revenues	116	147	130	116	129	11%	11%	127
EBITDA	46	65	58	44	53	14%	20%	52
EBIT	36	54	47	33	41	15%	25%	40
Net profit	33	49	43	29	37	10%	27%	37
Net debt	34.3	-38.0	-43.4	55.3	22.8			
P/E12M trailing	24.0	22.4	20.2	19.3	18.9			
EV/EBITDA 12M trailing	17.6	15.9	14.4	14.3	13.7			
EBITDA margin	40.0%	43.8%	44.3%	38.1%	41.1%			
EBIT margin	31.0%	36.6%	35.8%	28.5%	32.0%			
Net profit margin	28.6%	33.3%	33.0%	24.9%	28.5%			

Source: Company, Trigon, PAP consensus

- Przychody w Polsce +7% do 107mln PLN;
- Przychody zagranicą +38% r/r do 21mln PLN;

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	161,500	0.7%	3%	43%
WIG20	4,284	0.9%	2%	41%
mWIG40	10,945	0.5%	3%	36%
sWIG80	30,085	-0.9%	-2%	1%
PX (Prague)	2,648	0.4%	-1%	11%
BUX (Budapest)	147,188	1.3%	1%	38%
BET (Bucharest)	34,822	0.5%	12%	55%
BIST30 (Istanbul)	13,961	0.0%	-6%	18%
DAX	26,040	1.3%	3%	8%
FTSE 100	10,722	0.3%	1%	10%
STOXX Europe 600	649	0.8%	2%	13%
S&P 500	7,720	-0.3%	1%	13%
NASDAQ 100	29,403	-1.4%	-3%	14%
Nikkei 225	63,087	1.1%	-5%	23%
Shanghai Comp	3,615	-0.8%	-6%	-9%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.9%	-7.5	-14.6	113.5
PL 10Y bond yield	6.4%	-4.5	-4.9	102.4
CZ 10Y bond yield	5.4%	1.8	-0.8	98.7
HU 10Y bond yield	5.5%	1.0	-38.0	-125.0
RO 10Y bond yield	7.1%	-1.5	-46.5	15.8
WIBOR 3M	3.9%	-1.0	6.0	-58.0
EURIBOR 3M	2.6%	0.0	2.4	54.4

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	3.93	0.0%	1.9%	6%
EUR/PLN	4.39	0.0%	0.6%	3.3%
EUR/USD	1.12	0.0%	-1.3%	-3.3%
GBP/PLN	5.26	-0.1%	-2.8%	-8.2%
CZK/PLN	0.18	-0.1%	-1.0%	-3.3%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.8%	-8.9%
RON/PLN	0.82	0.0%	0.6%	1.5%
CNY/PLN	0.59	0.1%	-2.6%	-12.4%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4,003	-0.7%	-4%	0%
Silver (USD/toz)	50.9	-2%	-16%	4%
Copper (USD/t)	14,357	-0.8%	-1%	28%
Zinc (USD/t)	3,883	0.5%	0%	26%
Molybdenum (USD/lb)	33.0	0.0%	-2%	35%
Iron ore (USD/t)	91	-0.1%	-6%	-14%
HCC (USD/t)	268	0.4%	1%	21%
HRC EU (EUR/t)	750	0.0%	1%	26%
Brent crude oil (USD/bbl.)	115.8	0.8%	12%	78%
CO2 (EUR/t)	89.2	0.1%	4%	10%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	98.4	-2%	44%	209%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	158	-1.6%	25%	81%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	575	-1.4%	7%	33%
Shanghai Freight Index	3,681	0.0%	0%	181%

TRAKCJA

Szacunkowe jednostkowe wyniki finansowe za 1-3Q26

- Przychody ze sprzedaży 1,1mld PLN, +25% r/r;
- Zysk brutto ze sprzedaży 77mln PLN, +38,7% r/r;
- EBITDA 67,3mln PLN;
- Zysk brutto 52,9mln PLN, +60,4% r/r.

DĘBICA

Szacunkowe wybrane wyniki finansowe za okres 1-3Q26

- Przychody ze sprzedaży 2,131 mln PLN, -5% r/r;
- Zysk netto 67,28mln PLN, -45% r/r.

DECORA

Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za okres 1-3Q26

- Przychody ze sprzedaży 548,4mln PLN, +10% r/r;
- EBIT 76,7mln PLN, -0,1% r/r;
- EBITDA 101,5mln PLN, +3,7% r/r;
- Zysk netto 58,3mln PLN, -4,4% r/r;

FINANCIALS

PEKAO (PEO PW; HOLD; TP PLN 288)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Marża odsetkowa

- Zarząd oczekuje odbicia NIM w obecnych warunkach makro, bo efekt wcześniejszych obniżek stóp jest już w wynikach – ryzykiem pozostają silna presja konkurencyjna i wejście POLSTR;
- Spadek NIM w 3Q to opóźniony efekt obniżek stóp, ujęty głównie w 2Q i częściowo w lipcu i sierpniu – bank szybciej niż konkurencja obniżył oprocentowanie depozytów, więc miał mniejsze pole do dalszych cięć, a CFO oczekuje stabilizacji marży.

#Portfel kredytowy

- Pipeline kredytów korporacyjnych na najbliższe kwartały wygląda dobrze, a popyt może być nawet nieco wyższy niż ostatnio – duże projekty infrastrukturalne zależą jednak od gwarancji rządowych;
- Wzrost kredytów wyraźnie przewyższa założenia strategii (6% do 8% rocznie), a udział segmentów wysokomarżowych, czyli pożyczek gotówkowych i mniejszych firm, zbliża się do celu 38% (obecnie ok. 36%), co podnosi koszt ryzyka;
- Ekonomiści banku oczekują w 2027 nieco niższej dynamiki kredytów niż w tym roku, bez istotnego spadku wolumenów – po roku odłożonego popytu na refinansowanie rynek ma się normalizować.

#Koszty

- W 4Q bank utworzy rezerwę na program dobrowolnych odejść obejmujący ponad 500 osób, wstępnie szacowaną na PLN 70mln do 80mln w zależności od liczby uczestników;
- Zarząd nie zapowiada spadku kosztów marketingu w 2027 – bank planuje nowe aplikacje i budowę rozpoznawalności marki, bez pełnego rebrandingu ze zmianą nazwy;
- Zarząd podtrzymuje przywiązanie do C/I, ale zostawia sobie elastyczność ze względu na nadrabianie zaległości inwestycyjnych – 2027 ma być przełomowy w kanałach cyfrowych dla klientów detalicznych, a koniec 2027 dla MŚP.

#Ryzyko kredytowe i prawne

- W najbliższych kwartałach bank oczekuje kosztu ryzyka ok. 50pb, przy stabilnym koszcie w segmencie korporacyjnym i dobrej jakości portfela detalicznego;
- Odpisy na dwóch dużych klientów korporacyjnych w 3Q dotyczyły branż infrastruktury transportowej i handlu spożywczego;
- W 3Q bank po raz pierwszy rozwiązał, w niewielkiej skali, rezerwy na kredyty CHF przy malejącym napływie pozwów i kontynuacji programu ugód – jednocześnie zarząd zastrzega, że jeden kwartał nie jest podstawą do prognoz;
- Rezerw związanych z kwietniowym wyrokiem TSUE ws. kredytów konsumenckich nie aktualizowano w 3Q, a zwroty dla klientów wyniosły dotąd ponad PLN 10mln.

#Kapitał

- Docelowy poziom wskaźnika MREL to 24%, a bank nie spodziewa się dodatkowych wymogów w ramach P2G, których parametry KNF ma określić do końca roku;

#Makro

- Ekonomiści banku oczekują pierwszej podwyżki stóp przez RPP raczej na początku 2027 niż w listopadzie, a wyższe ceny energii mają pod koniec 2027 uderzyć bardziej w marże firm niż w gospodarstwa domowe.

ERSTE BANK POLSKA (EBP PW; HOLD; TP PLN 785)

KNF nie wyznaczyła dla banku dodatkowego wymogu kapitałowego (P2G)

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2290	2543.5	2567.8	2494.5	89%
WIG20	1883.9	2054.5	2071.4	2055.9	91%
WIG40	268.0	380.5	392.1	356.3	68%
sWIG80	50.0	58.0	59.0	60.2	85%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	381	XTB	126.1	DIG	12.3
PKN	265.6	MIL	53.6	EUR	10.1
ALE	183.4	BFT	43.7	COG	3.1
DNP	182.0	ACP	37.7	GNS	2.0
KGH	163.3	ASB	36.2	SLV	1.4
PEO	152.8	MDV	35.1	SCW	1.3
PZU	143.7	TPE	15.6	CRQ	1.3
LPP	114.5	ING	12.3	ELT	1.2
MBK	106.3	EUR	10.1	STX	1.2
EBP	93.4	GPW	7.8	1AT	1.1

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
BDX	300%	EUR	725%	EUR	725%
MBK	288%	MIL	287%	DCR	473%
ALR	224%	COG	271%	COG	271%
EBP	147%	ING	208%	WWL	263%
DNP	144%	SLV	162%	BIO	231%
PKN	138%	PKP	149%	BRS	192%
PZU	135%	RVU	148%	MNC	180%
MDV	124%	XTB	144%	1AT	175%
KTY	118%	BFT	140%	SVE	169%
LPP	113%	ATT	130%	DIG	167%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20		Worst
MDV	101	3.5%	PKN	147	-2%
MBK	1,668	3.5%	KGH	303	-0.3%
ALR	142	3.3%	TPE	9	0.0%
KRU	340	2.1%	PZU	73	0.1%
PKO	118	2.0%	ZAB	32	0.1%
Best			mWIG40		Worst
XTB	144.0	3.9%	EUR	4.4	-13%
MDV	100.8	3.5%	COG	4.9	-4.8%
ASB	168.2	2.9%	HUG	24.0	-4.0%
CAR	1,064.0	2.3%	RVU	17.8	-2.3%
BHW	125.0	2.3%	DVL	8.3	-1.8%
Best			sWIG80		Worst
ICE	55.3	4.1%	EUR	4.4	-13%
AGO	12.6	3.7%	DCR	77.0	-7.9%
REX	11.8	3.1%	COG	4.9	-4.8%
CRQ	207.0	2.5%	CLN	16.9	-4.2%
BOS	10.6	1.5%	HUG	24.0	-4.0%

ING BANK ŚLĄSKI (ING PW; SELL; TP PLN 420)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Marża i stopy procentowe

- Wrażliwość NII na zmianę stóp o 100pb jest asymetryczna – przy wzroście stóp wynosi ok. +PLN 200mln, a przy spadku ok. -PLN 300mln;
- Poprawa NIM w 3Q wynika w większości z czynników technicznych – niskiej bazy po korekcie NII w 2Q związanej z wyrokiem TSUE ws. kredytów konsumenckich (ok. 2pb) i dłuższego o jeden dzień kwartału (ok. 3pb);
- Wzrost rynkowych stóp w 3Q zwiększył negatywny wpływ macro cash flow hedge na NII – zarząd ocenia zmianę kw/kw na zaledwie kilka pb marży, bez podania kwot, a pełne ujawnienia zapowiada dopiero w raporcie rocznym;
- Pytany o tezę, że kompresja marż kredytowych dobiegła końca, zarząd nie potwierdził osiągnięcia dna – marże są bardzo niskie, na ich poziom wpłynie przejście na POLSTR, a w sektorze wciąż pojawiają się banki z jeszcze niższą ofertą;
- Portfel papierów wycenianych w zamortyzowanym koszcie wynosi ok. PLN 49mld, a jego wycena rynkowa była na koniec września o PLN 1.4mld niższa od wartości bilansowej – zarząd traktuje go jako naturalne zabezpieczenie ryzyka stopy procentowej, którego ujemna wycena przy rosnących stopach idzie w parze z wyższą marżą odsetkową.

#Kredyty korporacyjne i inwestycje

- Zarząd widzi powrót apetytu inwestycyjnego firm, którego brakowało w poprzednich kwartałach – inwestycje, m.in. w obszarze obronności i infrastruktury, przejmują od konsumpcji rolę motoru wzrostu, a pipeline kredytów korporacyjnych ma być widoczny w wolumenach w kolejnych kwartałach;
- Rośnie aktywność MŚP, bez wyraźnie dominującej branży – słabiej mają radzić sobie sektory wrażliwe na ceny energii, w tym motoryzacja, a ryzykiem dla ożywienia inwestycji są ewentualne podwyżki stóp;
- Największe transakcje, w szczególności w energetyce jądrowej, są w przygotowaniu wraz z refinansowaniem i konsolidacją dotychczasowych ekspozycji;
- Efekt kredytowy dużych projektów publicznych będzie odłożony w czasie – od ogłoszenia przetargu do zaciągnięcia kredytu mogą minąć miesiące, a środki będą uruchamiane w transzach wraz z postępem prac, więc w tym roku nie będzie on widoczny;
- Spadek kredytów krótkoterminowych dla dużych firm w 3Q zarząd tłumaczy refinansowaniem i konsolidacją ekspozycji w większe struktury przed udziałem w dużych przetargach, podczas gdy w MŚP odnotowano realny wzrost;
- W 4Q zarząd oczekuje sezonowego spadku kredytów krótkoterminowych firm na rzecz depozytów, a spadek udziału w rynku depozytów korporacyjnych z 3Q może się odwrócić.

#Hipoteki i POLSTR

- Od końca września bank przyjmuje wnioski o kredyty o zmiennej stopie wyłącznie w oparciu o POLSTR, ale w 3Q nie uruchomił jeszcze żadnego takiego kredytu;
- Konkurencja w hipotekach pozostaje bardzo intensywna, a dynamikę portfela obciąża skala refinansowania kredytów udzielonych trzy/cztery lata temu na niższych marżach i oprocentowaniu.

#Ryzyko kredytowe i prawne

- Niski koszt ryzyka w 3Q wspierało rozwiązanie rezerw korporacyjnych po aktualizacji prognoz makro (PLN 23mln), a napływ do Stage 3 malał w 2Q i 3Q – koszt ryzyka pozostaje daleko poniżej przyjętej w strategii długoterminowej średniej 60pb;
- Zarząd pozostaje jednak ostrożny wobec zachowania klientów korporacyjnych w najbliższych miesiącach ze względu na silną korelację ich kondycji ze zmiennością makro;
- Rezerwy na konsumenckie ryzyka prawne, w tym SKD, zostały według zarządu w pełni zawiązane już po 2Q, a wraz z dodatkowymi PLN 13mln w 3Q pokrywają karę UOKiK za klauzule modyfikacyjne (PLN 63.3mln, decyzja nieprawomocna), od której bank zamierza się odwołać.

#Kapitał

- Do funduszy własnych bank zaliczył 25% zysku z 1H26, a wskaźnik dźwigni według wstępnej deklaracji zarządu przekracza 5.5%;
- W przeciwieństwie do części sektora bank nie rozważa obecnie sekurytyzacji, nie widząc w krótkim terminie potrzeby kapitałowej;

KRUK (KRU PW; BUY; TP PLN 470)

Potwierdzenie przez Moody's ratingu korporacyjnego na poziomie Ba1, perspektywa stabilna

XTB (XTB PW; HOLD; TP PLN 155.7)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

- Dywersyfikacja: Ambicją zarządu jest osiągnięcie ~30% udziału przychodów spoza CFD w perspektywie ok. 3 lat (obecnie ~9% po 9M26).
- Akwizycja klientów: 336 tys. nowych klientów w 3Q26; zarząd nie widzi jeszcze sufitu wzrostu przy obecnym koszcie pozyskania klienta.
- Kryptowaluty: Testy handlu spot w Chile i Hiszpanii; w Polsce wdrożenie bardziej prawdopodobne w 2027 r.
- Opcje: Dalszy rollout na kolejne rynki do końca 2026 r.; w Polsce wdrożenie w 4Q26 lub najpóźniej 1Q27.
- Margin trading: Planowane wdrożenie na co najmniej jednym kolejnym rynku do końca 2026 r.
- Nowe produkty: OIPE pozostaje rozważaną opcją, ale nie jest priorytetem. Licencja na zarządzanie portfelami otwiera możliwość uruchomienia SmartPortfolio.
- OKI: XTB zakłada gotowość operacyjną od 1 stycznia 2027 r.; kampania edukacyjno-marketingowa ruszy w listopadzie/grudniu 2026 r.
- Francja: Sukces w dotarciu do masowego klienta i wysokiej akwizycji; monetyzacja nadal ograniczona, z potencjałem na poprawę.
- Niemcy: Istotny wkład w przychody, ale XTB nie dotarło jeszcze do masowego klienta; planowane zwiększenie budżetu marketingowego w 2027 r.
- Wielka Brytania: Wyniki poniżej oczekiwań; skuteczne konkurowanie z liderami wymagałoby bardzo dużych nakładów. Zarząd ostrożny co do dalszego rozwoju.
- Francja i Niemcy: Zarząd ocenia ekspansję na obu rynkach jako sukces i oczekuje kontynuacji wzrostu w 2027 r.
- Indonezja: Drugi po Polsce rynek pod względem pozyskiwania klientów. CFD wprowadzone ok. 2 tygodnie temu; pierwsza ocena zainteresowania produktem w najbliższych tygodniach.
- M&A: Priorytetem pozostaje rozwój organiczny; przejęcia rozważane selektywnie, głównie pod kątem wartości strategicznej i licencji.
- Bankowość: W perspektywie kilku lat zarząd nie wyklucza uzyskania licencji bankowej lub przejęcia banku, choć obecnie nie prowadzi aktywnych prac w tym kierunku.

KOMERČNÍ BANKA (KOMB CP; HOLD; TP CZK 1,135)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Guidance na 2026

- Bank podtrzymuje cel wysokiego jednocyfrowego wzrostu zarówno kredytów, jak i depozytów, przy stabilnych r/r kosztach operacyjnych oraz payout na poziomie 80% zysku za 2026;
- Bank obniżył prognozę wzrostu przychodów w 2026 ze średniego do niskiego jednocyfrowego na tle presji na spready, przez co C/I ma się znaleźć w górnej części wskazywanego przedziału (ok. 45%) – prognozę kosztu ryzyka obniżono z ok. 10pb do ok. 5pb;
- Redukcja zatrudnienia będzie kontynuowana w 2027, a w 4Q bank zaksięguje na ten cel rezerwę CZK 150mln;
- Do kluczowych ryzyk prognozy bank dopisał możliwy podatek bankowy – zarząd nie ma jednak sygnałów, że rząd przygotowuje ustawę, a Czeskie Stowarzyszenie Bankowe prowadzi rozmowy z rządem.

#Wstępne sygnały na 2027

- Formalny guidance na 2027 bank poda w lutym, ale już teraz oczekuje przyspieszenia NII, utrzymania wyniku prowizyjnego na poziomie 2026 i pozytywnego wkładu z operacji finansowych – przychody mają wzrosnąć w średnim jednocyfrowym tempie, a wynik operacyjny przed rezerwami w wysokim jednocyfrowym;
- Reforma emerytalna obciąży prowizje w 2027, ale w kolejnych latach może przyspieszyć sprzedaż produktów emerytalnych – ustawa nie została jeszcze uchwalona, więc zarząd nie podaje skali wpływu;
- Koszt ryzyka ma się normalizować w kierunku poziomów sprzed okresu rozwiązań rezerw;

#Strategia do 2029

- Strategia zakłada osiągnięcie ROTE na poziomie co najmniej 16% i C/I poniżej 40% w 2029, przy wzroście przychodów o ok. 16% i nominalnej redukcji kosztów o 5% względem 2025 – wynik operacyjny przed rezerwami ma rosnąć średnio o ok. 7% rocznie;
- W detalu bank planuje pozyskiwać 150 tys. nowych klientów rocznie, zwiększyć przychód na klienta o 15% dzięki cross-sellingowi oraz udział sprzedaży cyfrowej z obecnych 52% do ok. 65%;
- Założenie średniego jednocyfrowego wzrostu kredytów w strategii zarząd określa jako dość konserwatywne, przy obecnej dynamice wyraźnie wyższej zarówno w detalu, jak i w korporacjach;
- Oszczędności kosztowe nie będą skumulowane na końcu okresu i mają być widoczne już w 2027 – główne źródła to niższe nakłady IT i amortyzacja od 2028, centra usług wspólnych SG, redukcja etatów oraz ograniczenie sieci do ok. 108-110 oddziałów w 2029;

#Kapitał i dywidenda

- Payout co najmniej 70% w latach 2027 do 2029 to według zarządu najlepszy szacunek dla scenariusza bazowego, z możliwością wyższej wypłaty – szczegóły bank poda na początku 2027;
- Strategia zakłada organiczną generację ponad 300pb kapitału rocznie, przy utrzymaniu CET1 powyżej 15.5% i łącznego współczynnika kapitałowego powyżej 17.5% w całym okresie do 2029;
- AT1 bank nadal uważa za mniej efektywne i koncentruje się na emisjach Tier 2, a SRT traktuje jako jedno z możliwych przyszłych narzędzi optymalizacji RWA, bez wskazania konkretnej transakcji;
- Po emisji listów zastawnych za EUR 2mld bank ma gotowy program do dalszych emisji, ale nie przesądza o ich regularności.

#Hipoteki

- KB jako jeden z pierwszych podniósł ceny nowych hipotek, a główni konkurenci poszli w jego ślady – zarząd oczekuje dalszej normalizacji marż i nowej sprzedaży, ewentualnie wspieranej rządowymi programami dla młodych;
- Nowa sprzedaż hipotek spadła w 3Q o 38% kw/kw i 2% r/r – zarząd oczekuje dalszej normalizacji wolumenów w warunkach rosnących kosztów finansowania i cen nieruchomości, jednocześnie broniąc rentowności nowej produkcji.
- Udział w rynku hipotek (18% do 21%) zarząd uznaje za wyższy od naturalnej pozycji banku i będzie zarządzał wzrostem tego portfela taktycznie, kładąc nacisk na lepiej wyceniane kredyty konsumpcyjne.

BRD (BRD RO; HOLD; TP RON 32)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Guidance

- Zarząd spodziewa się lekkiego przekroczenia celu wysokiego jednocyfrowego wzrostu kredytów w 2026, choć w kredytach konsumpcyjnych bank zaostrzył kryteria udzielania ze względu na otoczenie makro;
- Po spadku NIM w 1H26 przez drogie depozyty terminowe firm bank obniżył koszt finansowania i celuje w stabilizację marży na obecnym poziomie, broniąc rentowności portfela kredytowego – zarząd zastrzega, że zależy to od stóp i presji konkurencyjnej;
- Depozyty mają rosnąć w tempie zbliżonym do kredytów, głównie dzięki klientom indywidualnym, bez zainteresowania depozytami terminowymi firm – obecny poziom L/D (ok. 82%) zarząd uznaje za docelowy w długim terminie;
- W prowizjach zarząd oczekuje niskiego jednocyfrowego wzrostu, przy przesunięciu miksu w stronę ubezpieczeń i zarządzania aktywami oraz dalszym spadku opłat za prowadzenie rachunków pod presją konkurencji.

#Perspektywy na 4Q

- Słabszy wynik prowizyjny w 3Q zarząd tłumaczy brakiem części oczekiwanych wpływów, a nie trendem – w 4Q oczekuje sezonowo mocniejszych prowizji;
- W 4Q bank wskazuje również na perspektywę wyższych odzysków z portfela NPL, typowo skoncentrowanych w 2Q i 4Q;
- Ujemny wynik z jednostek stowarzyszonych to według zarządu jednorazowe zdarzenie w jednej ze spółek, które nie powinno się powtórzyć;
- Wydatki pozostają pod ścisłą kontrolą we wszystkich obszarach poza inwestycjami w digital, a zarząd nie zapowiada odbicia kosztów marketingu.

#Ryzyko kredytowe

- Koszt ryzyka w 3Q znalazł się w górnej części przedziału guidance, ale zarząd nie traktuje tego jako pogorszenia jakości portfela; - Wzrost CoR odzwierciedla głównie ostrożne podejście, w tym aktualizację założeń makro i przez cykl, a narzuty zarządcze stanowią ponad 25% rezerw;
- Presja koncentruje się w niezabezpieczonych kredytach detalicznych, przy bardzo dobrej jakości hipotek i wyraźnie niższym kw/kw koszcie ryzyka w segmencie korporacyjnym;
- W kredytach niezabezpieczonych od kilku miesięcy widać stabilizację, a wraz ze spadkiem inflacji presja nie narasta.

#Kapitał i dywidenda

- Spadek OCI w 3Q wynikał ze skoku rentowności pod koniec września na tle niepewności wokół formowania rządu i ratingu kraju – wraz ze spadkiem rentowności w październiku OCI ma wrócić do wcześniejszego poziomu;
- Ani kapitał, ani OCI nie ograniczają dywidendy – głównym ograniczeniem pozostaje rekomendacja NBR, by wypłacać nie więcej niż 50% zysku, a payout bank ogłosi po wynikach rocznych i stanowisku NBR;

- Zarząd ocenia, że NBR może złagodzić podejście dopiero po ustabilizowaniu się sytuacji politycznej, makro i ratingowej, przy wciąż negatywnej perspektywie ratingu;
- MREL jest blisko wymogu – w modelu SPE bank pokrywa go w całości pożyczkami senior non-preferred od Société Générale, uruchamianymi w miarę wzrostu ekspozycji, ale nie wskazał timeline kolejnych emisji.

#Kara w sprawie ROBOR

- Uzasadnienie decyzji Rady Konkurencji (kara RON 412.5mln), otrzymane pod koniec września, nie przyniosło argumentów innych niż oczekiwane – bank złożył w sądzie wniosek o wstrzymanie wykonania decyzji i skargę o jej unieważnienie;
- Ocena prawna sprawy się nie zmieniła, więc bank, w porozumieniu z prawnikami i audytorami, nadal nie tworzy rezerwy – zarząd nie odniósł się do wpływu ewentualnej rezerwy na dywidendę za 2026.

#Makro

- Bank zakłada utrzymanie stopy referencyjnej NBR na poziomie 6.5% co najmniej do 1Q27, przy stopach rynkowych już poniżej stopy referencyjnej i wciąż wysokich rentownościach długoterminowych;

BANKI

EBC utrzymał stopy bez zmian, ale nie zamyka drogi do grudniowej podwyżki

- Stopa depozytowa pozostała na poziomie 2.50% po dwóch podwyżkach w tym roku, ostatniej we wrześniu – decyzja była jednomyślna, choć według Lagarde warunki mogły uzasadniać dalsze zacieśnienie;
- Prezes EBC nie zobowiązała się do podwyżki w grudniu, ale podkreśliła, że kierunek polityki jest jasny – większość ekonomistów oczekuje wtedy, przy nowych projekcjach, ostatniej podwyżki w cyklu;
- Ceny energii przekroczyły ścieżkę z wrześniowych projekcji, ale inflacja bazowa i płace pozostają stabilne, a zaostrzenie warunków finansowania po wzroście rentowności obligacji ma ciążyć inflacji i wzrostowi;
- Lagarde ustąpi początkiem lutego 2027, przed planowanym końcem kadencji.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)

Rząd szykuje rozwiązania ograniczające wzrost kosztów gazu dla gosp. domowych

Szczegóły proponowanych mechanizmów mają zostać przedstawione przez Ministerstwo Energii jeszcze w listopadzie

CONSUMER

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [neutralne]

- Deflacja koszyka Biedronki w 3Q26 wyniosła niemal 7%, przy wzroście wolumenów o ~5%, we wrześniu deflacja była lekko płytsza niż średnio w kwartale;
- Poprawa rentowności miała wynikać z korzystniejszego mixu, konstrukcji promocji, zmian asortymentu i efektywności operacyjnej, zarząd nie przedstawił ilościowego podziału wpływu poszczególnych czynników;

#Outlook

- Outlook z lipca'26 pozostaje bez zmian, zarząd nie oczekuje istotnej poprawy warunków rynkowych w najbliższych miesiącach, priorytetami pozostają konkurencyjność cenowa, promocje i ochrona rentowności;
- Zarząd uważa, że powrót inflacji cen żywności będzie trudny do końca 2026 roku, a presja deflacyjna może utrzymać się również na początku 2027 roku, punkt zwrotny pozostaje trudny do określenia;
- Presja cenowa obejmuje cały łańcuch dostaw, producenci również walczą o wolumeny, a nadpodaż części produktów świeżych, m.in. mięsa, ogranicza możliwość podnoszenia cen mimo wzrostu kosztów pracy, paliw i pozostałych nakładów;
- W Polsce i Portugalii spółka już odczuwa dwucyfrowy wzrost kosztów transportu, dalsza skala presji będzie zależeć m.in. od sytuacji geopolitycznej i cen paliw;

#Biedronka

- Płytsza deflacja może wspierać LFL w 4Q26, jednak baza wolumenowa po mocnym okresie świątecznym 2025 jest wymagająca, utrzymanie ~5% wzrostu wolumenów będzie trudne, a zarząd nie wyklucza ujemnego LFL;
- Polski konsument nadal dysponuje rosnącymi dochodami i oszczędnościami, widoczny jest również selektywny trading-up, którego wpływ na nominalną sprzedaż jest jednak maskowany przez deflację;
- Wzrost zakupów i korzystniejszy miks mają większe znaczenie niż wzrost liczby wizyt, ewentualny powrót umiarkowanej inflacji nie powinien zdaniem zarządu powodować istotnego pogorszenia mixu, choć reakcja wolumenów pozostaje niepewna;
- Promocje są projektowane tak, aby jednocześnie wspierać wolumeny i mix, nowe produkty marek własnych i producenckich oraz większy udział produktów o wyższej wartości dodanej mają nadal wspierać marżę brutto;
- Korzystny wpływ mixu i efektywności powinien utrzymać się w 4Q26, jednak nie powtórzy się jednorazowe wsparcie marży brutto z 4Q25, co podnosi bazę porównawczą;
- Zarząd określił ewentualne utrzymanie marż w obecnym otoczeniu jako bardzo dobre osiągnięcie, nie przedstawił jednak jednoznacznego zapewnienia utrzymania marży EBITDA Biedronki w 4Q26 r/r;
- Efektywność wspierają modernizacje sklepów, usprawnienia procesów operacyjnych i rozwój fotowoltaiki, według zarządu instalacje PV przynoszą zwykle >10% oszczędności na kosztach energii w objętych nimi obiektach;
- Skala podwyżek płac na 2027 rok zostanie ujawniona na początku roku, napięty rynek pracy wymaga utrzymania konkurencyjnych wynagrodzeń, a intencją zarządu jest ochrona siły nabywczej pracowników;
- Tempo przenoszenia ewentualnego wzrostu cen zakupu na ceny detaliczne będzie zależeć od konkurencji i reakcji konsumentów, priorytetem pozostaje utrzymanie pozycji cenowej Biedronki;
- W okresie świątecznym sklepy będą zamknięte przez cztery kolejne dni wobec trzech w ubiegłym roku, zarząd wskazuje na dodatkowe wyzwania operacyjne i ryzyko strat zapasowych, bez ilościowego oszacowania wpływu na wyniki;

#Ekspansja i Słowacja

- Utrzymano plan >120 otwarć netto Biedronki w Polsce i ~250 modernizacji w 2026 roku, mimo zaledwie 25 otwarć netto po 9M26, zarząd zapowiada przyspieszenie w 4Q26 i tłumaczy dotychczasowe tempo harmonogramem realizacji;
- Na Słowacji działało na koniec września 20 sklepów, plan ~35 placówek w 2026 roku pozostaje aktualny, choć procedury administracyjne nadal mogą przesuwać terminy otwarć;

- Plan inwestycji Grupy na 2026 rok pozostaje na poziomie ~1,2 mld EUR, priorytetami są ekspansja, modernizacje i logistyka, przy zachowaniu elastyczności tempa realizacji w zależności od otoczenia;

#Ara, Portugalia i Hebe

- Zarząd oczekuje utrzymania mocnego LFL Ary, wspieranego dojrzewaniem nowych sklepów i wzrostem gęstości sprzedaży, nie zadeklarował jednak utrzymania dokładnie 11% dynamiki LFL z 3Q26;
- Wzrost Ary jest przede wszystkim wolumenowy, przy bardzo niskiej inflacji koszyka, kluczowe pozostają atrakcyjne promocje, rosnąca skala i dyscyplina kosztowa, a wpływ sierpniowego trzęsienia ziemi na wyniki był nieistotny;
- Utrzymano plan ~200 otwarć Ary w 2026 roku wobec 85 po 9M26, otwarcia mają być skoncentrowane pod koniec 4Q26, zwiększając sieć przede wszystkim na początek kolejnego roku;
- W Portugalii presja na budżety gospodarstw domowych podtrzymuje znaczenie cen i promocji, marże Pingo Doce i Recheio będą zależeć od równowagi między inwestycjami handlowymi, mixem i kontrolą rosnących kosztów;
- Hebe pozostaje pod presją silnej konkurencji i deflacji koszyka, ochrona rentowności ma opierać się na różnicowaniu asortymentu, poprawie mixu i produktywności;

#Cash flow i pozostałe

- Wyższe koszty finansowe odzwierciedlają ekspansję i rosnące odsetki od leasingu, finansowanie działalności w Kolumbii oraz różnice kursowe na leasingach w EUR w Polsce;
- Dodatkowa wpłata 40 mln EUR do fundacji ma charakter jednorazowy i nie jest planowana do powtarzania w kolejnych latach, pozostałe obciążenia w „other profits/losses" obejmują m.in. modernizacje, restrukturyzację i postępowania prawne.

E-COMMERCE / AMAZON

Amazon International: sprzedaż +8% r/r ex FX; marża EBIT +80bps r/r

- Sprzedaż segmentu International w 3Q26 wzrosła o 5% r/r reported i 8% r/r ex FX, dynamika była obciążona przesunięciem Prime Day do 2Q26;
- Amazon podał, że dla całej grupy efekt timingowy obniżył wzrost sprzedaży w 3Q o ok. 4pp, ale nie skwantyfikował osobnego wpływu dla International;
- EBIT International wzrósł o 32% r/r i 42% r/r ex FX, a marża poprawiła się do 3,7% z 2,9% r/r;
- Głównym źródłem poprawy rentowności była dalsza redukcja wsk. kosztów logistyki, dzięki lepszemu rozmieszczeniu zapasów, krótszym dystansom dostaw i większej konsolidacji przesyłek, pomimo wyższych kosztów paliwa.

TMT

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

Przyjęcie strategii na lata 2027-2030+

#Kluczowe założenia strategii

- Koncentracja na rozwoju segmentu TMT, przegląd opcji w obszarze energii i nieruchomości, sprzedaż aktywów non-core;
- Partnerstwa strategiczne (Cellnex, Vodafone, YouTube, Google Cloud);
- Refinansowanie, delewarowanie, i trwałe obniżenie zadłużenia;
- Nowy model zarządzania oparty o innowacyjność, motywację, wzrost organiczny;

#Rozwój segmentu TMT

- Telekomunikacja i kontent to filary biznesu, oferta multiplay motorem wzrostu przychodów i lojalności klientów;
- Redefinicja struktury kosztów w dobie AI;
- Partnerstwo z Cellnex: intensywna rozbudowa sieci w latach 2027-2029, 3,8 tys. stacji 5G w 2027 r., ponad 5 tys. dodatkowych lokalizacji do 2041 dzięki współdzieleniu infrastruktury pasywnej;
- Partnerstwo z YouTube pomożee w szerszej dystrybucji treści i zwiększeniu przychodów, przy kontroli nad sprzedażą reklam;
- Współpraca z Vodafone ma wspierać rozwój oferty dla biznesu (benchmark Vodafone: udział usług Digital/ICT w przychodach B2B Vodafone wzrósł z 12% do 25% w ciągu 5 lat) oraz wdrażanie rozwiązań poprawiających efektywność operacyjną (rozwiązania AI, automatyzacja procesów obsługi klienta);
- Umowa z Google Cloud będzie wspierać rozwój usług chmurowych i rozwiązań AI dla firm, cross-selling usług, ale też transformację samej Grupy Polsat Plus;
- Nie ma w planach redukcji zatrudnienia na większą skalę, zastępowanie części funkcji osobowych przez nowe technologie będzie postępować przy naturalnych odejściach;

#Dezinwestycje

- Bez presji czasowej w przypadku dezinwestycji;
- W pierwszej kolejności spółka chce wykorzystać możliwość szybkiej i korzystnej sprzedaży mniej istotnych aktywów;
- Rozmowy z pierwszymi potencjalnymi nabywcami już się rozpoczęły;

#Finanse

- W latach 2026-2029 średnioroczny spadek EBITDA TMT o 2-3%;
- Największa presja będzie przypadać na 2027 rok, później okres stabilizacji i wzrostów;
- W latach 2029-2034 grupa zakłada średnioroczny wzrost EBITDA TMT o 4-6%;
- Oczekiwany CAGR kosztów technicznych 5-6% w 2026-2029, stabilizacja od 2030 roku (1-2% CAGR do 2034);
- Ukierunkowane nakłady inwestycyjne w obszarze TMT na poziomie 6-8% w relacji do przychodów TMT;
- Dług netto/EBITDA w 2030 roku poniżej 2,5x;
- Jeśli uda się zrealizować oszczędności kosztowe szybciej to wyniki mogą być lepsze niż cele ze strategii;
- FCF będzie pod presją w 2027, może istotnie spadać, ale w kolejnych latach powinien się istotnie odbudowywać;
- Pakiet akcji własnych nie jest wykorzystywany do realizacji programu motywacyjnego, niewykluczone, że w przyszłości akcje własne mogą być jego elementem;
- W 2027 prace nad refinansowaniem, zapadalność 7mld PLN kredytu w kwietniu 2028, 4mld PLN obligacji w 2030;

#Dywidenda

- Do 2030 roku odbudowa potencjału do wypłat dywidendy;
- Priorytetem odnośnie środków z ewentualnych dezinwestycji będzie zredukowanie zadłużenia..

AMAZON

Wyniki 3Q26: spowolnienie w dynamice przychodów retail i reklamowych, częściowo pod wpływem układu kalendarza Prime Days

USDb	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
Sales	**155.7**	**167.7**	**180.2**	**213.4**	**181.5**	**200.6**	**201.9**
y/y	8.6%	13.3%	13.4%	13.6%	16.6%	19.6%	12.1%
EBIT	**18.4**	**19.2**	**17.4**	**25.0**	**23.9**	**27.5**	**28.1**
y/y	20.2%	30.7%	0.1%	17.8%	29.6%	43.2%	61.2%
Net profit	**17.1**	**18.2**	**21.2**	**21.2**	**30.3**	**62.6**	**20.7**
P/E 12M trailing		37.2	34.4	33.9	29.0	19.4	19.5
Online stores	57.4	61.5	67.4	83.0	64.3	70.4	68.5
y/y ex-FX	*6%*	*10%*	*8%*	*8%*	*9%*	*15%*	*2%*
Physical stores	5.5	5.6	5.6	5.9	5.8	5.8	5.7
y/y ex-FX	*6%*	*7%*	*7%*	*5%*	*4%*	*4%*	*2%*
Third-party seller services	36.5	40.3	42.5	52.8	41.6	46.8	46.5
y/y ex-FX	*7%*	*10%*	*11%*	*10%*	*12%*	*16%*	*10%*
Advertising	13.9	15.7	17.7	21.3	17.2	19.8	19.6
y/y ex-FX	*19%*	*22%*	*22%*	*22%*	*22%*	*26%*	*12%*
Subscription services	11.7	12.2	12.6	13.1	13.4	13.7	14.0
y/y ex-FX	*11%*	*11%*	*10%*	*12%*	*12%*	*12%*	*12%*
AWS	29.3	30.9	33.0	35.6	37.6	42.2	46.0
y/y ex-FX	*17%*	*17%*	*20%*	*24%*	*28%*	*37%*	*39%*
Other	1.3	1.5	1.4	1.7	1.6	1.8	1.6
y/y ex-FX	*4 %*	*18 %*	*7 %*	*7 %*	*25 %*	*23 %*	*17 %*
North America sales	92.9	100.1	106.3	127.1	104.1	116.2	112.9
y/y ex-FX	*8%*	*11%*	*11%*	*10%*	*12%*	*16%*	*6%*
North America EBIT	5.8	7.5	4.8	11.5	8.3	9.1	8.7
y/y ex-FX	*18%*	*49%*	*(14%)*	*25%*	*42%*	*21%*	*81%*
International sales	33.5	36.8	40.9	50.7	39.8	42.2	43.1
y/y ex-FX	*8%*	*11%*	*10%*	*11%*	*11%*	*15%*	*8%*
International EBIT	1.0	1.5	1.2	1.0	1.4	1.7	1.6
y/y ex-FX	*19%*	*324%*	*(31%)*	*(45%)*	*6%*	*18%*	*42%*
AWS sales	29.3	30.9	33.0	35.6	37.6	42.2	46.0
y/y ex-FX	*17%*	*17%*	*20%*	*24%*	*28%*	*37%*	*39%*
AWS EBIT	11.5	10.2	11.4	12.5	14.2	16.6	17.8
y/y ex-FX	*21%*	*10%*	*11%*	*19%*	*26%*	*64%*	*55%*

Source: Amazon

TWILIO

Guidance na 3Q zakłada spowolnienie wzrostu organicznego do 11-12% z 16% w 2Q

GODADDY

Wyniki za 3Q: utrzymanie głównych trendów trendów

USDm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Total bookings (USDm)	1,345	1,355	1,283	1,455	1,422	1,432	6%	1%
ARPU (USD)	230	237	242	246	250	253	7%	1%
Revenue	1,218	1,265	1,274	1,267	1,298	1,342	6%	3%
y/y	8%	10%	7%	6%	7%	6%		
Applications & Commerce	464	481	498	498	515	524	9%	2%
Core Platform	754	784	776	769	783	818	4%	4%
Normalized EBITDA	382	409	431	414	434	449	10%	4%
y/y	15%	11%	12%	13%	14%	10%		
EBITDA margin	31.3%	32.3%	33.8%	32.6%	33.4%	33.5%		
EBIT	266	297	317	311	343	363	22%	6%
Net income	200	211	245	215	240	262	24%	9%
y/y	37%	10%	23%	-2%	20%	24%		
P/E 12M trailing	16.6	16.2	15.3	15.4	14.7	13.9		

Source: Company, Trigon

GAMING

CI GAMES (CIG PW; SELL; PLN 2.34)

Dziś mija termin spłaty finansowania PKO BP

- Do 31 października spółka zakłada pozyskanie nowego finansowania Do tej pory brak potwierdzenia postępów w tym zakresie.

ROBLOX

Wyniki 3Q26: wyraźne hamowanie y/y, lepszy trend q/q; ostrożny 4Q outlook

- Przychody USD 1.572 mld (+16% y/y), bookings USD 1.697 mld (-12% y/y); strata netto USD 230 mln, adj. EBITDA USD 138 mln, FCF USD 364 mln;
- Średnie DAU 138 mln (-9% y/y, +12% q/q); godziny spędzone na platformie ok. 34 mld (-15% y/y, +17% q/q); MUP 30 mln (-16% y/y);
- Bookings per hour wzrosły o ok. 4% y/y. Użytkownicy 18+ to 29% globalnych i 37% amerykańskich DAU z weryfikacją wieku; grupa 18+ najszybciej rosnąca;
- Guidance na 4Q26: bookings USD 1.89-2.00 mld (-15% do -10% y/y), adj. EBITDA USD -70 do -10 mln, FCF USD -190 do -105 mln (w tym przesunięcie capex z 3Q);
- Ujawniono USD 140 mln kosztów rozliczeń/negocjacji z władzami stanowymi w 1-3Q26, w tym USD 49 mln w 3Q; dalsze sprawy pozostają źródłem ryzyka;\
- Odczyty na minus, wyniki lepsze od własnego guidance, lecz spadek bookings i engagement y/y oraz słaby outlook na sezonowo mocny 4Q pozostają wyzwaniem dla equity story. Pozytywny jest przyrost DAU i godzin q/q oraz poprawa bookings per hour po optymalizacji algorytmu RFY pod długoterminową retencję;
- Pivot w stronę 18+ działa jakościowo (użytkownicy 18+ w USA monetyzują się lepiej), ale nie kompensuje jeszcze problemów w młodszych kohortach. Strategia Roblox Everywhere / Universal Player ma zwiększać zasięg twórców i dystrybucję gier poza własną aplikacją; na razie nie jest to skwantyfikowany katalizator P&L.

UBISOFT

Priorytet dla nowych gier Assassin's Creed, nie kolejnych remake'ów

- W update od developera z 29 października Ubisoft potwierdził, że po Black Flag Resynced nie ma obecnie kolejnego remake'u Assassin's Creed w aktywnej produkcji;
- Codename Hexe robi postępy, ale kolejne duże informacje o projekcie spółka zapowiada dopiero na 2027 r.; nie podano daty premiery;
- Codename Invictus (PvP) przeszedł prywatne testy, po których zespół modyfikuje koncepcję, by mocniej odzwierciedlała filary IP;
- Assassin's Creed Valhalla przekroczył 40 mln graczy (nie sprzedaży); aktualizacja New Game+ zaplanowana na 5 listopada;
- Produkcja serialu aktorskiego Assassin's Creed dla Netflixa zbliża się do końca; bez daty premiery.

INDUSTRIALS

RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 1520)

Wykonanie opcji na 69 kołowych BWP Schakal dla Niemiec i Holandii

- OCCAR zamówił w Artec, joint venture Rheinmetalla i KNDS Deutschland, dodatkowe 69 pojazdów Schakal: 35 dla Bundeswehry i 34 dla Holandii;
- Wartość zamówienia przypadająca na Rheinmetall mieści się w środkowym przedziale setek milionów EUR;
- Dostawy zaplanowano od maja 2032 do listopada 2033;
- Kontrakt bazowy z października 2025 obejmuje 222 pojazdy oraz opcje na kolejne 200, obecne zamówienie zwiększa zakontraktowaną liczbę do 291;
- Niemiecka komisja budżetowa zatwierdziła pierwsze wykonanie opcji 24 czerwca 2026;
- Schakal łączy podwozie Boxera z wieżą Pumy, armatą Rheinmetalla 30 mm oraz przeciwpancernymi pociskami kierowanymi MELLS;
- Przemysł deklaruje możliwość istotnego przyspieszenia dostaw pojazdów objętych opcjami w przypadku uruchomienia dużego programu zakupowego Boxerów „Arminius".

KONGSBERG / DEFENCE & SPACE

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Backlog & outlook

- Backlog do rozpoznania w przychodach w 2027 wynosi ~53 mld NOK, po wzroście o ~9 mld NOK w kwartale;
- Na 4Q26 przypada ~12 mld NOK backlogu, a na 2028 i kolejne lata ~109 mld NOK;
- Zarząd oczekuje silnego wzrostu przychodów w 2027, podtrzymano ambicje osiągnięcia 100 mld NOK sprzedaży w 2029 i 150 mld NOK w 2033;

#Marże i Zone 5

- Marża EBIT Defence Systems wyniosła 20,6%, wsparta wolumenami, miksem i dodatnimi efektami jednorazowymi;
- Rentowność produkcji NSM i JSM poprawia się wraz ze wzrostem skali, spadek marży Missiles & Aerostructures do 11,6% odzwierciedla wpływ Zone 5 i kosztów transakcyjnych;

#Moce produkcyjne i nowe programy

- Nowy zakład w okolicach Gdańska ma rozpocząć produkcję w 1H28, obsługując polskich i innych europejskich klientów w obszarze systemów antydronowych;
- Trwają rozmowy z państwami europejskimi o rozszerzeniu produkcji pocisków Zone 5, zarząd wskazuje 2027 jako istotny rok dla tej ekspansji;
- W programie obrony przeciwbalistycznej FREYJA planowane jest rozpoczęcie testów do końca 2026; równolegle rozwijana jest integracja istniejących rozwiązań innych partnerów;

#Space i systemy podwodne

- Zarząd wskazuje rosnące zapotrzebowanie na suwerenne europejskie konstelacje satelitarne, przywołując ten priorytet w rozmowie z prezydentem Ukrainy;
- Wzrost przychodów Discovery o 11% wspierały autonomiczne pojazdy podwodne i małe satelity;
- Kontrakt USA za 54 mln USD na autonomiczne pojazdy podwodne potwierdza konwersję popytu w zamówienia;

#Patria
- W raportowanym okresie czerwiec–sierpień przychody Patrii wzrosły o 31% do 307 mln EUR, EBIT o 85% do 37 mln EUR; marża osiągnęła 12,1%;
- Popyt na pojazdy opancerzone pozostaje silny, a backlog wynosi 3,5 mld EUR, kwartalne przychody zależą od harmonogramu przepływów materiałowych w dużych programach.

RYNEK DEFENCE & SPACE / INDRA

Duże zamówienia IRIS², silny wzrost Defence, guidance utrzymany

#Defence
- Przychody wyniosły 435 mln EUR (+95% r/r, organicznie +64%), EBIT 62 mln EUR (+52% r/r), marża EBIT 14,2% (-4,0 pp r/r);
- Bez TESS marża EBIT wyniosła 17,3%, rentowność ograniczał mniejszy udział programów Eurofighter i FCAS, przychody FCAS spadły o 62% r/r;
- Kwartalny order intake spadł do 169 mln EUR (-33% r/r), book-to-bill wyniósł 0,39x, backlog osiągnął 11,5 mld EUR;
- Do konferencji dostarczono w 2026 roku 78 pojazdów VCR 8x8, zarząd zapowiada wyraźne przekroczenie wcześniejszego celu 90 dostaw;
- Zarząd nadal oczekuje nowych hiszpańskich programów modernizacyjnych PEM oraz finalizacji kontraktu na gąsienicowe pojazdy wsparcia VAC przed końcem roku;

#Guidance / cash flow
- Utrzymano cele 2026: przychody >7 mld EUR w stałych kursach, EBIT >700 mln EUR oraz FCF >375 mln EUR, bez zaliczek PEM i przy stałym factoringu;
- Zarząd oczekuje wzrostu przychodów Defence o ~80% wobec ~70% wcześniej oraz całorocznej marży EBIT 18-19% bez TESS;
- Przychody PEM mają sięgnąć 600 mln EUR, TESS przekroczyć 400 mln EUR, a przychody segmentu Space również przekroczyć 400 mln EUR;
- Nowa strategia oraz szersze omówienie perspektyw Defence, Space i IndraMind zostaną przedstawione podczas CMD 25 listopada.

#Space / IRIS²
- Przychody Space wyniosły 96 mln EUR (+329% r/r), ale organicznie spadły o 20%, EBIT wyniósł 8 mln EUR, marża 8,5%;
- Backlog Space osiągnął 4,8 mld EUR, kontrakty IRIS² obejmują segment naziemny za 1626 mln EUR oraz warstwę Low LEO za 300 mln EUR;
- Około 70% przychodów z kontraktów IRIS² ma zostać rozpoznane do końca 2030 roku, pozostałe 30% w latach 2031-2035, wkład w 2026 będzie minimalny;
- Kontrakty infrastrukturalne IRIS² są finansowane zaliczkowo przez KE, ograniczając zapotrzebowanie na własne finansowanie ich realizacji;
- Odrębne nakłady związane z prawami komercjalizacji wzrosły do 500-540 mln EUR z ~400 mln EUR, do 2030 roku wyniosą <100 mln EUR;
- Większość tych nakładów przypadnie na okres od 2031 roku, Hispasat uzyska prawa komercjalizacji usług IRIS² w latach 2031-2038.

EUTELSAT / SPACE

Wyniki i konferencja za 1Q26/27: LEO +30%, IRIS² wchodzi w fazę budowy
- Przychody za lipiec-wrzesień wyniosły 286 mln EUR, -2,4% r/r raportowo i -0,9% organicznie, przychody podstawowych segmentów spadły organicznie o 2,1%;
- Przychody LEO wzrosły organicznie o 30,1% do 70,9 mln EUR, wspierając wzrost Connectivity o 11,9% do 168,3 mln EUR;
- Government Services wzrosły organicznie o 14,3%, Mobile Connectivity o 38,1%, natomiast Video spadło o 17,8%, zarząd oczekuje stopniowego łagodzenia spadków Video;

#Guidance i konferencja
- Utrzymano cele FY26/27: lekki wzrost przychodów podstawowych segmentów, wzrost LEO >30%, stabilna marża EBITDA oraz capex ~1,2 mld EUR;
- OneWeb ma osiągnąć próg rentowności EBITDA w bieżącym roku, zarząd nie widzi ograniczeń podażowych terminali, mimo perspektywy przyspieszenia popytu;
- Potwierdzono cele FY28/29: przychody podstawowych segmentów 1,5-1,7 mld EUR i marża EBITDA >60%, cele wyłączają działalność budowlaną IRIS²;

#IRIS² i inwestycje
- Zakończenie pierwszego etapu uzgodnień technicznych IRIS² (First Rendez-Vous) umożliwiło przejście do fazy budowy i rozpoznanie 8,9 mld EUR backlogu związanego z realizacją programu;
- Backlog wzrósł do 12,1 mld EUR dzięki ujęciu 8,9 mld EUR prac budowlanych IRIS², rozpoznawanych głównie w latach 2027-2031;
- Przychody budowlane IRIS² wyniosły 5,1 mln EUR, w bieżącym roku mają sięgnąć setek milionów EUR, przy niskiej marży i dużym udziale podwykonawców;
- Eutelsat odpowiada za 330 satelitów LEO, pierwsze starty planowane są od 2029, pełna operacyjność części komercyjnej na połowę 2032;
- OneWeb otrzyma dodatkowe 229 satelitów za ~1 mld EUR, poza wcześniej zamówionymi 440, utrzymano czteroletnią kopertę inwestycyjną FY26-29 na ~4 mld EUR.

FORTE

Podsumowanie konferencji wynikowej [negatywne]
- Sytuacja rynkowa się nie zmieniła, rynek pozostaje trudny, ale działania podjęte przez spółkę w zakresie asortymentu i relacji z klientami przynoszą efekty, spółka wypada lepiej na tle szerokiego rynku
- Rynek w Niemczech spadł 8%, do największego klienta sprzedaż spadła -20%, co udało się nadrobić innymi klientami
- Po dobrym 1Q26/27 w Specifi w 2Q utracono największego klienta co negatywnie odbiło się na rentowności (EBITDA w 1H26/27 wyniosła -1mln PLN vs +1mln PLN po 1Q), w kolejnym kwartale zakładane wyjście na break even
- Tanne działa na najwyższych mocach produkcyjnych
- Ok. połowy wzrostu kosztów surowców udało się przełożyć na odbiorców, ceny wzrosły średnio o 3,5%, a luka pomiędzy cost/pricing pozostaje na poziomie ok. 5mln PLN, kolejne podwyżki mogą być trudne do zrealizowania
- Lasy Państwowe zmniejszyły dostępność drewna o 4mln m3 w br., ograniczona podaż wpływa na ceny przy rosnących zakupach ze strony energetyki

- Centrum logistyczne: opóźnienie sięga 2-3 miesięcy, ukończenie ma nastąpić w 4Q26, peak kosztów związanych z przenosinami jest już za spółka, a negatywna skala będzie się zmniejszać, pełny efekt widoczny w 1Q27
- Koszty: chemia +50-60% (segment płyty), elementy stalowe/aluminiowe kilka %, drewno 320 PLN/m3 vs 260PLN/m3 rok wcześniej
- Konkurencja: sytuacja w branży jest trudna, na rynku francuskim dwóch dużych producentów jest w postępowaniu upadłościowym
- EasyKlix: udział w przychodach jest na podobnym poziomie jak w poprzednim roku
- Inwestycje: w planach inwestycja w robotyzacje stanowisk, która pozwoli ograniczyć zatrudnienie o ok. 60 osób
- Meble łazienkowe/kuchenne: sprzedaż rozwija się dobrze, jednak zarząd nie precyzuje skali przychodów zwracając uwagę na dwucyfrowe wzrosty

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

CTP (CTPNV NA; BUY; TP EUR 18.5)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]

#Komercjalizacja

- Leasing w 9M26 wzrósł o 23% r/r do 1.94 mln m2, choć w samym 3Q26 wyniósł 368 tys. m2 (-35% r/r, -55% kw/kw). Zarząd oczekuje poprawy dynamiki podpisywanych umów w 4Q26, wskazując na istotnie wyższą r/r liczbę ofert najmu, także w Niemczech;
- Popyt jest zdywersyfikowany geograficznie i branżowo, a ok. 2/3 umów Spółka zawiera z obecnymi najemcami przy retencji na poziomie ok. 90%;
- Spółka chce zwiększyć obłożenie z ok. 93% do co najmniej 95% Pre-let dla planowanych oddań w FY26 wynosi obecnie 55%, jednak Zarząd podtrzymuje cel 80-90% wynajęcia powierzchni w momencie oddania;
- W Rumunii Spółka nie oczekuje dalszych obniżek ERV, a w ciągu ok. 6M widzi przestrzeń do ich podwyższenia;

#Aktywność deweloperska

- Spółka na koniec 3Q26 ma w budowie ok. 1.7 mln m2 (vs. ok. 2.0 mln m2 na koniec 2Q26) przy YoC ok. 10%, co ma przynieść ok. 130 mln EUR dodatkowego czynszu rocznie;
- Zarząd ostrożniej rozpoczyna nowe inwestycje, dostosowując podaż do tempa komercjalizacji, aby ograniczyć presję na stawki najmu i utrzymać zakładaną rentowność projektów;
- Spółka deklaruje możliwość szybkiego zwiększenia powierzchni w budowie do ponad 2 mln m2;
- Spółka kontynuuje prace budowlane w Mülheim, natomiast rozpoczęcie inwestycji w Düsseldorfie oraz na nowo nabytym gruncie w Brnie wymaga zakończenia procedur planistycznych i uzyskania pozwoleń;
- Nakłady na modernizację portfela Deutsche Industrie mają wynieść w FY26 ok. 8 mln EUR wobec budżetu 12 mln EUR;

#Ekspansja

- We Włoszech Spółka rozpoczęła projekt w Padwie, a w 4Q26E ruszy kolejny, nieujęty jeszcze w pipeline;
- W październiku Spółka nabyła grunt pod Belgradem i od razu rozpoczęła budowę;
- W Wietnamie budowa pierwszych projektów na dwóch działkach ma ruszyć w 4Q26E lub 1Q27E;
- Spółka przeznaczyła dodatkowe 20 mln EUR na projekt energetyczny w Wuppertalu;
- Spółka nie planuje wejścia na nowe rynki;

#Finansowanie

- Spółka jest otwarta na sprzedaż dojrzałych aktywów, ale obecnie jej nie planuje i nie potrzebuje jej do sfinansowania pipeline;
- LTV (46.6%) ma wrócić do przedziału 40-45% dzięki rosnącym przepływom z portfela;
- Spółka nie zdecydowała jeszcze o refinansowaniu obligacji o wartości 500 mln EUR zapadających w lutym 2027, przy czym finansowanie bankowe jest obecnie tańsze od rynku obligacji;
- 99% długu ma stałe oprocentowanie lub jest zabezpieczone, dlatego Spółka oczekuje jedynie ograniczonego wzrostu średniego kosztu długu;
- Skapitalizowane odsetki wzrosły do ok. 56 mln EUR w 9M26 wobec 28 mln EUR w 1H26, co wynika z postępu realizacji projektów. Zarząd nie zmienił zasad ich kapitalizacji, ale potwierdził, że mniejsza skala budów może ograniczyć ten efekt w FY27;

#Outlook

- Na koniec FY26E Spółka oczekuje stabilnych stóp kapitalizacji i ERV;
- Guidance na FY27E zostanie podany wraz z wynikami FY26.

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 i Strategii Grupy 2030+ [neutralne]

#Budownictwo

- Aktualnie Spółka jest obecna w 4 procesach dotyczących budowy tuneli i zamierza rozwijać w tym swoje kompetencje.
- Zarząd wskazuje, że budowa sieci autostrad jest na ukończeniu (sieć autostrad ukończona w 93% a sieć dróg ekspresowych w 62%), a w kolejnych latach na znaczenie zyskiwać będą kontrakty utrzymaniowe/remontowe na rynku drogowym.

#Portfel zamówień

- Grupa szacuje, że nawet bez D35 tegoroczna kontraktacja powinna z nawiązką przekroczyć 8mld PLN (vs. guidowane wcześniej 8mld PLN).
- Z podpisanych w 1-3Q26 6.4mld PLN kontraktach drogi stanowiły 1.6mld PLN, 2.9mld PLN kolej oraz 1.9mld PLN kubatura + pozostałe.
- W poczekalni Grupa posiada 7.1mld PLN, z czego 4mld PLN na rynku polskim (vs. 3.4mld PLN kwartał temu). Wartość ta nie uwzględnia dodatkowych 5mld PLN w kontraktach Rail Baltica w Łotwie i Estonii.
- Z prawie 18mld PLN portfela zamówień, 15% powinno zapaść w FY26E, 52% w FY27E, a 25% w FY28E.

#Strategia 2030+

- Grupa zamierza w 2030 roku być o ponad 30% większą w skali przychodów.
- Spółka zamierza zwiększać przychody z rynków zagranicznych o 10% średniorocznie.
- Grupa szacuje, że potencjał rynku drogowego w Czechach wynosi >500km, z czego także w formule PPP.
- W ostatnich 2 latach w Niemczech widoczna była recesja, obecnie widać istotne pobudzenie.
- Pierwszym „silnikiem" wzrostu mają być rynek lokalny, inwestycje w aktywa infrastrukturalne i rynki zagraniczne.
- Drugim „silnikiem" są m.in. kontrakty PPP, Data Center, atom, Port Polska oraz infrastruktura elektroenergetyczna.
- Grupa planuje oportunistycznie/projektowo realizować projekty mieszkaniowego (jako deweloper), które jednocześnie pozwolą zapewnić ciągłość robót dywizji kubaturowej.
- Obecnie w JV z Ferrovialem Grupa buduje jedno z większych data center w Polsce o mocy 400MW (projekt przy ul. Energetycznej w Piasecznie), Spółka rozważa również wejście w data center na rynkach zagranicznych (także poprzez przejęcia).

- Do 2030 roku struktura portfela przesunie się w stronę kolei i sieci energetycznych oraz atomu.
- W bazowej ścieżce rozwoju nie zostały uwzględnione m.in. większy rynek w Polsce, Czechach i Niemczech, nowe obszary M&A, nowe segmenty działalności oraz rynek ukraiński w którym Spółka widzi dla siebie istotne możliwości wzrostu po zakończeniu konfliktu.

#Q&A

- Wśród potencjalnych do przejęcia firm technologicznych, Spółka nie poszukuje operatów data center, tylko uzupełniających kompetencje infrastrukturalne Grupy.
- Grupa planuje aktywnie uczestniczyć we współfinansowaniu odbudowy Ukrainy, natomiast dopiero po zakończeniu działań wojennych.
- Grupa rozpozna zysk ze sprzedaży pierwszego etapu projektu mieszkaniowego w Poznaniu w FY27E.
- Obecnie konsorcjum ViaAlliance35 oczekuje na podpisanie umowy budowę D35.

ARCHICOM (ARH PW; BUY; TP PLN 65)

Zgoda Rady Nadzorczej na wypłatę zaliczki na poczet dywidendy za rok obrotowy 2026 w kwocie 95,35mln PLN

- DPS 1,63 PLN;
- Zaliczka zostanie wypłacona 30 listopada 2026 roku, uprawnieni do niej będą akcjonariusze posiadający akcje spółki 23 listopada 2026 roku;
- DPS 3,3%.

POLIMEX-MOSTOSTAL (PXM PW; BUY; TP PLN 11.5)

Konsorcjum z Polimeksem ma umowę z Orlenem na max. 258mln PLN netto

- Przedmiotem umowy jest modernizacja oczyszczalni ścieków w Płocku;
- W skład konsorcjum wchodzą Inżynieria Rzeszów (lider) oraz Naftoremont-Naftobudowa.

PEKABEX (PBX PW; Under Review)

Zawarcie transakcji zabezpieczających ryzyko kursowe w łącznej kwocie 40mln SEK

UNIBEP

Spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę w przetargu na dostosowanie obwodnicy terenu technicznego do instrukcji o ochronie obiektów wojskowych

- Wartość oferty opiewa na kwotę 71mln PLN netto.

ZUE

Spółka złożyła najkorzystniejszą ofertę za 90mln PLN brutto na prace w Świętochłowicach

- Przedmiotem przetargu jest rozbudowa dróg powiatowych w Świętochłowicach;
- Termin realizacji prac wyznaczono na okres 36 miesięcy;
- Budżet zamawiającego na to zadanie wynosi 122,6mln PLN brutto.

PORR

Najkorzystniejsza oferta o wartości 789 mln PLN netto w przetargu PKP PLK

- Przetarg dotyczy modernizacji linii kolejowej z Wejherowa do Choczewa, wartość oferty Spółki wyniosła 789 mln PLN netto (180 mln EUR);
- Drugą najniższą ofertę w wysokości 888 mln PLN netto złożyło konsorcjum PPM-T i TRANSKOL, co daje odchylenie o ok. 13%;
- Budżet zamawiającego wyniósł 728 mln PLN netto;
- W przetargu złożono 11 ofert.

BIOTECH

SCOPE FLUIDICS (SCP PW; BUY; TP PLN 205.7)

Bacteromic rozszerza ścieżkę certyfikacyjną IVDR o panel UNI FAST Pro GN; potencjalne przyspieszenie komercjalizacji [lekko pozytywne]

- Nowy panel: Bacteromic planuje uzyskać certyfikat CE-IVDR dla panelu UNI FAST Pro GN, umożliwiającego ilościową i jakościową ocenę lekowrażliwości bakterii Gram-ujemnych w czasie do 6 godzin. Panel obejmuje 34 antybiotyki, 54 kombinacje antybiotyk–grupa bakterii (drug-bug combinations) oraz wykrywanie mechanizmu oporności ESBL.
- Harmonogram: Spółka planuje złożenie dokumentacji do jednostki notyfikowanej na przełomie 2026/27, z możliwością rozpoczęcia sprzedaży w 2027 r., pod warunkiem uzyskania certyfikatu IVDR. Decyzja o wydzieleniu panelu GN pozwala na wcześniejszą certyfikację części rozwijanej technologii, bez konieczności oczekiwania na zakończenie pełnego programu UNI FAST Pro.
- Portfolio: Nowy panel uzupełni certyfikowany w maju 2026 r. UNI FAST, oferujący 24 antybiotyki i 48 kombinacji antybiotyk–bakteria dla patogenów Gram-dodatnich i Gram-ujemnych. Docelowy UNI FAST Pro, obejmujący obie grupy bakterii i czas oznaczenia 6–8 godzin, pozostaje rozwijany zgodnie z dotychczasowym planem.

EUROPEAN COMPANIES

PRYSMIAN / ELECTRICAL COMPONENTS

Wyniki 3Q26: popyt w data centers przyspiesza skłaniając zarząd do podniesienia guidance [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Popyt związany z data centers przyspiesza, wzrost organiczny I&C w Ameryce Północnej wyniósł 24% r/r, a spółka przesuwa część mocy kabli średniego napięcia z Power Grid do obsługi tego rynku
- Przychody związane z data centers mają wynieść ok. 2,5mld EUR w 2026, czyli ok. 10–12% sprzedaży grupy, natomiast w północnoamerykańskim I&C ich udział sięga 25–30%
- W Power Grid popyt pozostaje mocny we wszystkich regionach, ale tempo wzrostu ogranicza przekierowanie części produkcji do I&C
- Backlog Transmission wynosi 16,5mld EUR i obniżył się kw/kw wskutek słabszego order intake, przy czym zarząd wskazuje na przesunięcie istotnych projektów włoskiego operatora sieciowego na 2027

- Zarząd oczekuje, że wartość tegorocznych rozstrzygnięć na rynku Transmission będzie nieco niższa od zakładanych 10–12mld EUR, jednocześnie obecne wykorzystanie mocy nadal ogranicza możliwość udziału Prysmian w części przetargów
- W Digital Solutions wzrost organiczny wyniósł ok. 17%, w tym ok. 35–40% w części światłowodowej odpowiadającej za około jedną trzecią segmentu, gdzie niedobór podaży pozwala kontynuować podwyżki cen
- Podpisane umowy światłowodowe z Molex i hyperscalerami obejmują ok. 10mld EUR przychodów, a spółka negocjuje kolejne kontrakty, których łączna wartość może być zbliżona do umowy Molex wynoszącej 5,5mld EUR
- Specialties pozostaje segmentem umiarkowanego wzrostu, z możliwością poprawy dzięki zwiększaniu sprzedaży specjalistycznych kabli do data centers

#Wyniki finansowe

- Adj. EBITDA w 3Q26 wzrosła o 32,1% r/r do 851mln EUR, przy wzroście organicznym sprzedaży o 13,1% i marży liczonej przy standardowych cenach metali na poziomie 16,8% wobec 14,8% rok wcześniej
- Transmission wypracował 213mln EUR EBITDA, o ok. 60mln EUR więcej r/r, natomiast EBITDA I&C wzrosła o ok. 100mln EUR do 304mln EUR

#Koszty i marże

- Marża EBITDA I&C wyniosła 17,6%, w tym ok. 27% w Ameryce Północnej wobec ok. 10–12% w pozostałych regionach, dzięki silnemu popytowi i pricingowi
- Zarząd oczekuje utrzymania korzystnych warunków cenowych I&C przez kolejne kwartały, ale zastrzega, że obecna rentowność w Ameryce Północnej nie jest poziomem znormalizowanym i w dalszym horyzoncie nastąpi jej obniżenie
- Marża Power Grid utrzymała się na 13,8%, ponieważ formuły cenowe odzwierciedlają średnie koszty z poprzednich trzech miesięcy, a dalszy wzrost bieżących kosztów opóźnia powrót rentowności do 14,5–15%
- Digital Solutions osiągnął 25% marży EBITDA dzięki repricingowi i wysokiej rentowności connectivity, przy czym zarząd ocenia wykorzystanie dotychczasowego potencjału podwyżek cen w części optycznej na ok. 75%
- W Transmission marża EBITDA wyniosła 20%, a dalszą poprawę mają wspierać realizacja kontraktów o wyższej rentowności oraz integracja działalności instalacyjnej
- Własna produkcja walcówki miedzianej ogranicza ryzyko niedoboru surowca w USA, gdzie według zarządu import walcówki objęty jest 50% cłem, podczas gdy katody pozostają dostępne bez tego obciążenia

#Outlook/guidance

- Guidance adj. EBITDA na 2026 podniesiono z 2,8–2,9mld EUR do 3,075–3,125mld EUR, a FCF z 1,65–1,75mld EUR do 1,75–1,85mld EUR, co oznacza przekroczenie celów finansowych na 2028 dwa lata wcześniej
- Zarząd oczekuje EBITDA w 4Q26 wyższej niż w 3Q26, ponieważ popyt data centers w I&C ma zrekompensować typowe sezonowe osłabienie aktywności w listopadzie i grudniu
- W Digital Solutions zarząd wskazuje na potencjał wzrostu organicznego rzędu 15–20% w kolejnych latach, początkowo dzięki cenom, a od 2H28 coraz bardziej dzięki nowym wolumenom, przy marży EBITDA powyżej 26% w 2027, ok. 27–28% w 2028 i 28–30% w dalszym horyzoncie
- Dwa duże kontrakty z hyperscalerami mogą zostać podpisane do grudnia 2026 lub stycznia 2027, z zabezpieczeniami take-or-pay, przedpłatami i gwarancją marży na jednostkę wolumenu oraz potencjalnie lepszym pricingiem niż we wcześniej zawartych umowach
- Obecny plan zakłada niemal podwojenie mocy światłowodowych, z uruchamianiem dodatkowej produkcji od 2H28 i osiągnięciem pełnych zdolności do 2030, natomiast negocjowane kontrakty wymagałyby dalszej rozbudowy
- Program inwestycji przekraczający 700mln EUR obejmuje m.in. osiem linii kabli średniego napięcia uruchamianych po jednej kwartalnie od końca 1Q27 oraz drugą instalację produkcji walcówki w McKinney, planowaną na przełom 2028/29, przy czym dodatkowe moce dla data centers nie są obecnie zabezpieczone pisemnymi umowami długoterminowymi
- Capex w 2026 ma przekroczyć 1,1mld EUR, a poprawę FCF w 4Q mają wspierać wzrost EBITDA i efektywność working capital, przy utrzymującym się obciążeniu rosnącymi cenami metali
- W Transmission zarząd wskazuje na potencjał osiągnięcia 24–25% marży EBITDA do 2030, a pełne plany wzrostu, inwestycji i cash flow mają zostać przedstawione podczas CMD w 2Q27

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenues	5,030	4,966	5,218	6,021	6,417	28%	7%	19,650	22,622
Transmission	877	899	754	882	1,088	24%	23%	3,262	3,623
Power Grid	985	961	1,012	1,206	1,179	20%	-2%	3,811	4,358
Industrial&Construction	1,851	1,867	2,160	2,396	2,564	39%	7%	7,519	8,987
Specialities	730	702	696	813	837	15%	3%	2,983	3,048
Other	121	111	145	184	183	51%	-1%	457	623
Digital Solutions	466	426	451	540	566	21%	5%	1,618	1,983
Adj. EBITDA	644	622	601	730	851	32%	17%	2,398	2,804
EBITDA	965	589	579	697	816	-15%	17%	2,688	2,681
Adj. EBIT	501	416	430	545	674	35%	24%	1,760	2,065
EBIT	813	374	406	500	614	-24%	23%	1,928	1,894
Net profit	598	248	246	323	408	-32%	26%	1,270	1,225
Operating cash flow	109	1,769	-288	278	754	592%	171%	2,138	2,513
Capex	-75	-306	-145	-158	-259	-	-	-746	-868
FCF	428	1,211	-628	100	441	3%	341%	656	1,124
Revenue organic ytd y/y	5.7%	5.4%	5.0%	7.2%	9.2%	3.5%	2.0%		
Adj. EBITDA margin	12.8%	12.5%	11.5%	12.1%	13.3%	0.5%	1.1%	12.2%	12.4%
EBITDA margin	19.2%	11.9%	11.1%	11.6%	12.7%	-6.5%	1.1%	13.7%	11.9%
Transmission	17.3%	20.1%	19.4%	20.3%	70.1%	52.8%	49.8%	17.8%	35.0%
Power Grid	12.7%	10.9%	10.6%	11.2%	79.5%	66.8%	68.3%	12.6%	29.5%
Industrial&Construction	11.5%	10.8%	9.1%	9.5%	83.5%	72.0%	73.9%	10.6%	30.8%
Specialities	9.6%	8.7%	9.2%	8.2%	84.3%	74.8%	76.1%	9.4%	29.5%
Digital Solutions	18.9%	17.6%	19.5%	22.6%	62.9%	44.0%	40.3%	16.6%	32.3%
Net profit margin	11.9%	5.0%	4.7%	5.4%	6.4%	-5.5%	1.0%	6.5%	5.4%

Source: Company,

KONCAR / ELECTRICAL COMPONENTS

Wyniki 3Q26: blisko rekordowy napływ nowych zamówień, book-to-bill na poziomie ~2x [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- W 3Q26 napływ zamówień wyniósł 731,2mln EUR przy 371mln EUR sprzedaży, co oznacza book-to-bill blisko 2x
- Po 9M26 zamówienia wzrosły o 45,2% r/r do 1,75mld EUR, backlog na koniec września 3,3mld EUR (+42% r/r)
- Ok. 1,26mld EUR backlogu przypada na 2027, a 1,5mld EUR na kolejne lata
- Order intake w eksporcie wzrósł +80,4% r/r do 1,44mld EUR i odpowiadał za 82,6% nowych kontraktów
- Największym rynkiem nowych zamówień była Szwecja z 404,2mln EUR, wspierana kontraktem Dalekovodu dla Svenska kraftnät o wartości ponad 300mln EUR, natomiast w Niemczech pozyskano 283,5mln EUR zamówień
- Popyt wspierają elektryfikacja, bezpieczeństwo energetyczne, integracja OZE i modernizacja sieci przesyłowych oraz dystrybucyjnych, a zarząd podkreśla długoterminowy charakter obecnego cyklu inwestycyjnego

#Koszty i marże

- Koszty zatrudnienia wzrosły o 27,3% do 211,8mln EUR, szybciej od przychodów, przy zwiększeniu średniego zatrudnienia o 16,7% do 6652 osób

#Outlook/guidance

- Backlog przewidziany do realizacji w 4Q26 wynosi ok. 538mln EUR, co wraz ze sprzedażą po 9M26 daje ok. 1,63mld EUR potencjalnych tegorocznych przychodów
- Grupa kontynuuje największy program inwestycyjny w swojej historii, obejmujący rozbudowę mocy produkcyjnych, automatyzację, cyfryzację i R&D, którego pełny wpływ na wyniki ma pojawić się w kolejnych latach
- Pakiet finansowania inwestycji od EBRD, IFC, PBZ i ZABA wynosi 320mln EUR

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order intake	**285**	**752**	**585**	**429**	**731**	**156%**	**71%**	**2,123**	**2,497**
Backlog	2,323	2,670	2,905	2,940	3,300	42%	12%	2,905	3,300
Book-to-bill ratio	1.01	1.83	1.73	1.08	1.94			1.56	1.64
Book-to-bill ratio (LTM)	1.28	1.46	1.56	1.44	1.64				
Revenue	**277**	**405**	**331**	**394**	**371**	**34%**	**-6%**	**1,344**	**1,501**
PowerGeneration	31	47	27	51	44	46%	-14%	131	170
PowerTransmissionandDistribution	196	260	277	310	280	43%	-10%	1,006	1,127
UrbanMobilityandInfrastructure	41	21	34	38	44	9%	17%	142	138
Revenue-export	191	248	239	278	256	34%	-8%	923	1,021
share (%)	69%	61%	72%	70%	69%	0%	-1%	69%	68%
EBITDA adj.	**43**	**59**	**74**	**94**	**58**	**37%**	**-38%**	**246**	**286**
EBIT	36	49	71	86	51	40%	-41%	220	257
EBIT adj.	**35**	**51**	**67**	**86**	**50**	**42%**	**-42%**	**215**	**253**
Net profit	38	53	73	99	59	54%	-40%	228	284
Net profit to owners of the parent	24	35	49	66	42	70%	-37%	151	191
EBITDA margin	15.8%	14.1%	23.9%	23.9%	16.0%	0.2%	-7.9%	18.6%	
EBITDA adj. margin	15.4%	14.6%	22.5%	23.7%	15.7%	0.4%	-8.0%	18.3%	
EBIT margin	13.1%	12.1%	21.6%	21.9%	13.7%	0.6%	-8.2%	16.4%	
EBIT adj. margin	12.6%	12.5%	20.2%	21.7%	13.4%	0.7%	-8.3%	16.0%	
Net margin	13.8%	13.1%	22.0%	25.0%	15.9%	2.1%	-9.1%	17.0%	
Net adj. margin	8.8%	8.6%	14.8%	16.7%	11.2%	2.4%	-5.5%	11.2%	
Net debt(+)/cash(-)	-264	-319	-424	-399	-388	47%	-3%	-424	-388

Source: Company, Trigon

BEFESA / METALS

Wyniki 3Q26: ulga w USA zwiększa potencjał wypłat dywidendy dla akcjonariuszy [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Europa: odbicie produkcji stali jest wolniejsze od oczekiwań przez słabość budownictwa i automotive oraz wysokie ceny energii, jednak wykorzystanie mocy Befesy wzrosło do ok. 90%, o 2pp r/r.
- USA: produkcję stali wspierają inwestycje w data centers, infrastrukturę energetyczną i przemysł, a nowe kontrakty na odbiór pyłów z pieców EAF zwiększają wolumeny pomimo przestojów remontowych w 3Q
- Azja: wolumeny w Turcji i Korei pozostają niższe r/r, natomiast zakłady w Chinach pracują przy niskim wykorzystaniu mocy i rentowności zbliżonej do break-even
- Słabsze wolumeny Steel Dust w 3Q wynikały z przestojów, wymagającego otoczenia i wysokiej bazy porównawczej
- Secondary aluminium: poprawa marży wynika z ograniczania produkcji przez konkurentów, popyt pozostaje słaby
- Ograniczona dostępność złomu aluminiowego w Europie nadal obciąża wolumeny

#Koszty i marże

- Średnia cena cynku w 3Q26 wyniosła 3830 USD/t (+36% r/r), a dodatni wpływ niezabezpieczonej ekspozycji cenowej pozostaje głównym wsparciem wyników Steel Dust
- Benchmark treatment charge na 2026 wynosi 85 USD/t wobec 80 USD/t rok wcześniej, natomiast spot TC na poziomie ok. -150 USD/t wskazuje według zarządu na możliwość korzystniejszego otoczenia w 2027
- Hedging cynku obejmuje cały 2027 przy średniej cenie 3000 USD/t, 2028 przy 3100 USD/t oraz 9M29 przy 3200 USD/t
- Koszty koksu pozostają pod presją, którą zarząd przewiduje również w 4Q26 i na początku 2027
- Wyższe koszty energii elektrycznej i gazu dotyczą przede wszystkim aluminium, gdzie możliwości przenoszenia ich na klientów są większe niż w przypadku koksu zużywanego w Steel Dust
- Negatywny wpływ kursów walutowych po 9M26 wyniósł ok. 6–7mln EUR, przy czym spółka korzysta na mocniejszym USD.

#Outlook/guidance

- Guidance adj. EBITDA na 2026 bez ulgi Section 45X zawężono do 260–270mln EUR z 250–270mln EUR, natomiast uwzględnienie ok. 26mln EUR ulgi zwiększa przedział do 286–296mln EUR

- Section 45X ma zapewniać powtarzalny dodatni wpływ na EBITDA rzędu 25–30mln EUR rocznie.
- Ujęcie ulgi poprawia tegoroczną EBITDA i prognozę EPS, ale nie zwiększy OCF w 2026, a pierwszy wpływ oczekiwany w 1H27
- W 2026 wolumeny Steel Dust mają być zbliżone lub nieznacznie wyższe r/r, przy wzroście w USA o ok. 60–70tys. ton i słabszych pozostałych regionach, natomiast w 4Q zarząd oczekuje wolumenów nieco wyższych niż rok wcześniej
- W USA zarząd oczekuje dalszego wzrostu wolumenów o ok. 50tys. ton w 2027, a kolejne 60–70tys. ton w 2028 pozostaje możliwością zależną od uruchamiania nowych mocy hutniczych
- Od 2027 zarząd zapowiada dodatkowe wypłaty nadwyżek gotówki poprzez buyback lub dywidendę specjalną, zależnie od wyceny spółki, obok regularnego payout ratio 40–50% zysku netto
- Jedynym rozpatrywanym projektem wzrostowym pozostaje Recytech we Francji za 60–70mln EUR w ciągu dwóch lat, z rozpoczęciem uzależnionym od widoczności dodatkowych wolumenów, orientacyjnie w latach 2028–2029 lub później
- Zarząd traktuje ok. 300mln EUR EBITDA jako wcześniejszą orientacyjną ambicję obejmującą rozbudowę Recytech

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Zinc blended price (EUR/t)	2,534	2,613	2,615	2,694	2,860	13%	6%	10,273	10,782
Aluminium alloy (EUR/t)	2,276	2,358	2,546	3,136	2,975	31%	-5%	9,604	11,015
Revenue	290	291	285	304	312	7%	2%	1,160	1,192
Steel Dust	205	206	182	199	210	2%	6%	782	798
Aluminium Salt Slags	27	30	30	31	32	16%	1%	116	122
Secondary aluminium	78	71	85	96	87	11%	-9%	321	339
EBITDA	62	69	58	64	66	7%	5%	244	257
Steel Dust	58	58	50	51	52	-10%	2%	213	211
Aluminium Salt Slags	7	6	8	10	11	60%	12%	30	35
Secondary aluminium	-3	3	2	1	3	-	520%	2	8
Adj. EBITDA	62	69	58	66	68	10%	3%	245	261
EBIT	41	33	37	44	46	11%	6%	148	160
Net profit	21	20	21	24	23	11%	-5%	83	88
Capex	14	29	21	17	18	28%	5%	80	84
Operating cash flow	51	97	38	33	57	13%	75%	216	225
Net debt	610	552	550	555	564	-8%	2%	2,313	2,221
EBITDA margin	21.3%	23.8%	20.2%	20.9%	21.3%	0.0%	0.4%	21.1%	21.5%
Steel Dust	28.3%	28.0%	27.5%	25.8%	24.8%	-3.5%	-1.0%	27.2%	26.5%
Aluminium Salt Slags	25.7%	21.6%	25.8%	31.8%	35.4%	9.7%	3.6%	26.1%	28.8%
Secondary aluminium	-3.6%	3.6%	2.1%	0.5%	3.6%	7.1%	3.0%	0.7%	2.4%

Source: Company, Trigon

AMAG / METALS

Wyniki 3Q26: wzrost udziałów rynkowych skutkuje podniesieniem prognoz [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Automotive: dostawy po 9M26 wzrosły o 44% r/r dzięki ekspozycji na platformy o wysokiej intensywności aluminium oraz przejęciu dodatkowych wolumenów po zakłóceniach produkcji konkurenta w Ameryce Północnej
- Heat exchangers: dostawy wzrosły o 19% r/r po 9M26, wspierane zapotrzebowaniem na systemy chłodzenia data centers, gdzie spółka zwiększa udziały i rozwija współpracę z klientami
- Aerospace: dostawy wzrosły o 11% r/r po 9M26, a zarząd wskazuje na wygasanie destockingu u bezpośrednich odbiorców i producentów samolotów, co powinno wspierać wzrost zamówień na materiały w 2027
- Industrial applications: wolumeny po 9M26 były zbliżone r/r, ale poprawił się mix i pricing, a popyt na wyroby poddawane obróbce cieplnej rośnie w Europie Zachodniej, Ameryce Północnej i Azji Południowo-Wschodniej, m.in. ze strony półprzewodników, aerospace i sektora kosmicznego
- Packaging: dostawy ograniczono o 16% r/r po 9M26 w uzgodnieniu z klientami, przy dużej konkurencji
- Portfel zamówień Rolling pozostaje w przedziale 60–90tys. ton, a jego obniżenie w 3Q zarząd tłumaczy sezonowością, ostrożniejszym przyjmowaniem zamówień w sierpniu i wrześniu oraz selekcją oczekiwanego mixu
- Dostawy Rolling wzrosły w 3Q26 o 16% r/r, we wrześniu osiągając rekordowe 23,6tys. ton, natomiast Casting pracuje zaledwie 2–3% poniżej nominalnych mocy produkcyjnych

#Wyniki finansowe

- Po 9M26 przychody wyniosły 1,32mld EUR (+16% r/r), EBITDA 181,4mln EUR (+59% r/r), a zysk netto 81,7mln EUR (+142% r/r), przy poprawie wyników wszystkich segmentów operacyjnych
- EBITDA w samym 3Q26 wyniosła 80,3mln EUR, co było drugim najwyższym kwartalnym wynikiem w historii spółki

#Koszty i marże

- Rentowność Rolling wspierają wyższa produktywność, poprawa pricingu i przesunięcie sprzedaży w kierunku produktów premium, przy częściowym zabezpieczeniu kosztów energii ograniczającym wpływ wzrostu cen w 3Q
- W Casting poprawę marż umożliwiają wyższe ceny stopów odlewniczych, działania kosztowe i zarządzanie zakupami złomu, którego dostępność i ceny pozostają istotnym wyzwaniem

#Outlook/guidance

- Guidance EBITDA na 2026 wynosi 200–220mln EUR wobec wcześniejszych 170–190mln EUR, przy oczekiwanej poprawie wyników r/r we wszystkich segmentach operacyjnych
- W Rolling zarząd oczekuje utrzymania mocnej działalności operacyjnej w 4Q
- Zarząd zakłada utrzymanie zwiększonej skali sprzedaży w 2027, choć niekoniecznie u tych samych klientów
- Nominacje automotive zwykle zapewniają obecność na danej platformie przez 3–5 lat, czasem sześć lat, a zarząd oczekuje, że właściwy dobór kolejnych platform pozwoli utrzymać korzyści po tegorocznym przejęciu awaryjnych dostaw w Ameryce Płn
- W 4Q zarząd oczekuje dalszej poprawy OCF i uwolnienia kapitału obrotowego, ale nie potwierdza dodatniego FCF

STELLANTIS / AUTOMOTIVE

Wyniki 3Q26: oszczędności wspierają odbudowę, Europa nadal ciąży

#Sytuacja rynkowa

- W Ameryce Północnej spółka zwiększa udziały rynkowe narastająco od początku roku, a głównym motorem pozostaje Ram
- Zarząd ocenia rynek północnoamerykański jako stabilny, ale wskazuje na przesunięcie popytu w stronę aut poniżej 40tys. USD, większe zainteresowanie HEV
- Europa pozostaje pod presją chińskiej konkurencji i trudnego pricingu
- Sprzedaż osobowych BEV w EU30 wzrosła o 65% r/r, a z uwzględnieniem Leapmotor o 93%, przy szczególnie mocnym popycie we Francji, Niemczech i Wielkiej Brytanii
- W lekkich pojazdach użytkowych Stellantis utrzymuje około 27% udziału w rynku europejskim
- Zapasy samochodów wyniosły około 1,4mln szt. (+14% r/r), choć zapasy dealerów spadły o ponad 50tys. szt. kw/kw, a w USA obniżyły się o 6% kw/kw do około 368tys. szt., pozostając o 23% wyższe r/r
- Produkcja Leapmotor B10 w Saragossie ma poprawiać wykorzystanie europejskich zakładów i absorpcję kosztów stałych

#Wyniki finansowe

- Przychody w 3Q26 wyniosły 37,6mld EUR (+1% r/r), przy spadku skonsolidowanych dostaw o 1% do około 1,3mln aut,
- Skorygowany wynik operacyjny AOI wyniósł 256mln EUR wobec 90mln EUR rok wcześniej, przy marży 0,8% (+0,5pp r/r)

#Koszty i marże

- Net pricing wniósł około 23mln EUR do poprawy wyniku grupy, ponieważ pozytywny wpływ około 421mln EUR w Ameryce Północnej został niemal w całości zneutralizowany przez presję cenową w Europie
- Rentowność Europy obciążały nie tylko ceny, lecz również większy udział BEV
- Wzrost kosztów surowców odpowiadał około 1% przychodów w 3Q i podobna skala obciążenia jest zakładana w 4Q, natomiast w 2027 presja ma wzrosnąć wraz z odnawianiem dotychczasowych kontraktów
- Drożejące pamięci miały jeszcze niewielki wpływ na P&L w 3Q, ale mają stanowić dodatkowe obciążenie w 4Q i 2027

#Outlook/guidance

- Podtrzymano guidance na 2026 zakładający średni jednocyfrowy wzrost przychodów, niską jednocyfrową marżę AOI
- Oszczędności VCP mają przyspieszyć w 4Q do kilkuset milionów EUR, a zarząd oczekuje przekroczenia 2,4mld EUR rocznego run-rate na koniec 2026 i dojścia do 6mld EUR w 2028
- W 4Q spółka oczekuje wyższych wolumenów, przede wszystkim w Europie, dodatniego pricingu w Ameryce Północnej oraz stabilizacji cen w Europie, choć nadal przy ich negatywnym wpływie r/r
- Przemysłowy FCF w 3Q wyniósł około -4mld EUR, w tym -2,7mld EUR wpływu working capital, a w 4Q spółka oczekuje uwolnienia kapitału obrotowego pozwalającego zneutralizować jego około 3,1mld EUR negatywnego wpływu po 9M26
- Zapasy dealerów w USA mają spaść do 320–350tys. aut na koniec roku, przy dostosowywaniu produkcji do popytu
- Odbudowę wyników w 2027 mają wspierać nowe modele Ram i Jeep, odnowiony Dodge Durango, platforma STLA One w Europie oraz przechodzenie z baterii NMC na tańsze LFP.

INDRA / DEFENCE

Wyniki 3Q26: defence przyspiesza, a kontrakt kosmiczny potwierdzają perspektywę wzrostu [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Order intake po 9M26 wzrósł o 82% r/r do 8,1mld EUR, a backlog o 133% do 22,2mld EUR, przede wszystkim dzięki Defence i kontraktowi IRIS²
- Defence: napływ zamówień wzrósł o 80% r/r po 9M26, przy rosnącej realizacji hiszpańskich programów modernizacyjnych PEM, pojazdów TESS i programów lotniczych
- Space: order intake osiągnął 2,2mld EUR, w tym 1,9mld EUR z IRIS², a backlog przekroczył 4,8mld EUR
- Air Traffic: zamówienia po 9M26 wzrosły o 27% r/r, backlog o 26% do 1,4mld EUR, a book-to-bill wyniósł 1,85x, przy mocnym popycie na radary i systemy zarządzania ruchem lotniczym
- Mobility: order intake ponad trzykrotnie przekroczył poziom ubiegłoroczny dzięki kontraktom w Wielkiej Brytanii, Arabii Saudyjskiej i USA, zwiększając backlog o 74% do 1,7mld EUR przy book-to-bill 3,57x
- Minsait: budżety IT dużych klientów pozostają mocne, jednak niepewność dotycząca wpływu AI skraca okresy odnawianych kontraktów, ogranicza długoterminowe zobowiązania i opóźnia decyzje zakupowe
- Aerospace & Defence odpowiadało po 9M26 za 80% backlogu, 46% przychodów i 69% EBIT grupy, zwiększając znaczenie segmentów o wieloletniej widoczności zamówień

#Koszty i marże

- Niższa rentowność Defence w 3Q26 wynikała z mniejszego udziału Eurofighter i FCAS, a zarząd podtrzymuje oczekiwanie normalizacji marży bez TESS do 18–19% w całym roku
- Zatrudnienie spadło o 4% r/r do blisko 59 tys. osób, głównie wskutek optymalizacji Minsait, a przychody na pracownika wzrosły o 34% dzięki zmianie mixu i poprawie efektywności

#Outlook/guidance

- Spółka utrzymuje guidance na 2026 powyżej 7mld EUR przychodów, 700mln EUR EBIT i 375mln EUR FCF bez zaliczek PEM, mimo mocniejszych oczekiwań dla Defence
- Defence ma zwiększyć przychody o około 80% r/r wobec wcześniejszych oczekiwań około 70%, przy około 600mln EUR sprzedaży z PEM, ponad 400mln EUR z TESS i ponad 280mln EUR z Eurofighter
- Do końca września dostarczono 60 pojazdów VCR 8x8 w 2026, kolejne 18 przekazano przed konferencją, a zarząd oczekuje wyraźnego przekroczenia rocznego celu 90 sztuk
- Space ma przekroczyć 400mln EUR przychodów w 2026, Air Traffic osiągnąć dwucyfrowy wzrost sprzedaży i marżę EBIT 12–13%, a Mobility średni jednocyfrowy wzrost i około 5% marży EBIT
- Minsait ma zwiększyć przychody w niskim jednocyfrowym tempie i utrzymać marżę EBIT około 6,6%, bez oczekiwanej wcześniej poprawy rentowności
- Około 70% z 1,9mld EUR przychodów zakontraktowanych w IRIS² ma zostać rozpoznane do końca 2030, a pozostałe 30% w latach 2031–2035, przy bardzo niewielkim wkładzie w 2026
- Dodatkowe nakłady Hispasat związane z komercjalizacją usług IRIS² mają wynieść 500–540mln EUR, z czego mniej niż 100mln EUR do 2030, a większość od 2031, niezależnie od zasadniczej części programu finansowanej z góry przez Komisję Europejską
- Kolejne PEM i uruchomienie programu gąsienicowych wozów wsparcia VAC są oczekiwane przed końcem roku, a CMD 25 listopada ma przedstawić szczegóły strategii Space, Minsait i IndraMind

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Backlog	9,512	16,083	20,334	20,533	22,165	133%	8%	16,083	22,165
Defence	4,745	11,336	11,402	11,746	11,481	142%	-2%	11,336	45,965
Space	174	n/a	2,868	2,873	4,819	2670%	68%	n/a	10,560
Air Traffic	1,137	1,052	1,135	1,379	1,434	26%	4%	1,052	5,000
Mobility	976	1,014	1,714	1,744	1,699	74%	-3%	1,014	6,171
Minsait	2,654	2,681	3,215	2,791	2,733	3%	-2%	2,681	11,420
Net Order Intake	3,120	9,658	2,855	2,155	5,930	90%	175%	15,940	20,598
Defence	663	7,497	493	1,051	662	0%	-37%	8,861	9,703
Space	39	n/a	56	54	2,098	5279%	3785%	95	2,208
Revenues	2,325	3,132	1,334	1,845	2,800	20%	52%	7,907	9,111
Defence	491	916	275	698	710	45%	2%	1,887	2,599
Space	41	n/a	89	101	185	351%	83%	79	375
Air Traffic	224	299	138	162	284	27%	75%	781	883
Minsait	1,466	1,663	752	789	1,451	-1%	84%	4,631	4,655
EBITDA	265	371	194	262	395	49%	51%	901	1,222
Defence	92	166	71	132	142	54%	8%	359	511
Space	5	n/a	35	42	72	1340%	71%	2	149
Air Traffic	38	31	23	23	47	24%	104%	106	124
Minsait	124	153	61	63	124	0%	97%	396	401
Net Profit	135	301	76	143	212	57%	48%	651	732
Operating cash flow	-98	799	1,364	-60	194	-	-	627	2,296
Capex	-27	-55	-59	-124	-191			-97	-429
Free Cash Flow	69	295	1,444	43	1,649	2290%	3735%	429	3,431
Net Debt Position	-19	602	-855	-178	-1,014	-	-	602	-
Adj. EBITDA margin	11.4%	11.8%	14.5%	14.2%	14.1%	2.7%	-0.1%	11.4%	13.4%
Defence	18.7%	18.1%	25.8%	18.9%	20.0%	1.3%	1.1%	19.0%	19.7%
Space	12.2%	#ARG!	39.3%	41.6%	38.9%	26.7%	-2.7%	2.5%	39.7%
Air Traffic	17.0%	10.4%	16.7%	14.2%	16.5%	-0.4%	2.4%	13.6%	14.0%
Mobility	6.7%	9.0%	5.0%	2.1%	5.9%	-0.7%	3.8%	7.4%	6.4%
Minsait	8.5%	9.2%	8.1%	8.0%	8.5%	0.1%	0.6%	8.6%	8.6%
Adj. EBITA margin	8.8%	10.0%	8.8%	10.7%	9.1%	0.3%	-1.6%	9.2%	9.7%
Book-to-bill	1.34x	3.08x	2.14x	1.17x	2.12x			2.02x	2.26x
Defence	1.35x	8.18x	1.79x	1.51x	0.93x			4.70x	3.73x
Space	0.95x	#ARG!	0.63x	0.53x	11.34x			1.20x	5.89x
Minsait	1.17x	1.03x	1.47x	0.91x	1.19x			1.13x	1.13x

Source: Company, Trigon

MTU AERO / DEFENCE

Wyniki 3Q26: aftermarket wspiera wyniki, zakłócenia w łańcuchach dostaw hamują dostawy silników

#Sytuacja rynkowa

- Popyt na nowe silniki i MRO pozostaje mocny, linie lotnicze utrzymują wysokie wykorzystanie flot, a niska liczba wycofywanych starszych samolotów wspiera zapotrzebowanie na remonty i części zamienne
- Głównym ograniczeniem wzrostu pozostaje podaż komponentów, problemy obejmują wiele programów silnikowych i wpływają zarówno na dostawy nowych jednostek, jak i termin zakończenia remontów
- V2500: mimo niższej liczby cykli lotniczych zarząd obserwuje stabilny napływ silników do remontów, a około połowa eksploatowanej floty nadal wymaga drugiego, bardziej rozbudowanego shop visit, co wspiera sprzedaż części
- Core MRO zwiększył w 3Q26 przychody w USD o 18% r/r dzięki niezależnym remontom, naprawom części oraz leasingowi i zarządzaniu aktywami w MLS
- GTF odpowiadał za 45% przychodów MRO, przy wzroście liczby remontów i wysokiej wartości materiałów wykorzystywanych podczas prac
- Backlog wynosi 29,8mld EUR, a część zakontraktowanych zamówień na nowe silniki, szczególnie GTF, nie została jeszcze w pełni uwzględniona w portfelu

#Wyniki finansowe

- Przychody po 9M26 wzrosły o 13% r/r do 7,1mld EUR, adj. EBIT o 5% do ponad 1mld EUR, a adj. zysk netto o 4% do 751mln EUR, przy marży adj. EBIT 14,6%.
- OEM: przychody w 3Q26 wzrosły o 15% r/r w EUR, w tym commercial OEM o 16%, a military o 10%
- Commercial MRO: przychody w 3Q26 wzrosły o 14% r/r w EUR, a adj. EBIT zwiększył się o 20%, przy poprawie marży do 8%
- FCF w 3Q26 wyniósł 172mln EUR, ponad dwukrotnie więcej r/r, a po 9M26 wzrósł o 67% do 466mln EUR

#Koszty i marże

- Rosnący udział MRO o niższej rentowności obniża marżę grupy, a w OEM zwiększenie udziału silników instalowanych w samolotach względem bardziej rentownych jednostek zapasowych i leasingowych pogarsza mix
- Rentowność MRO obciążają koszty ramp-upu zakładów Fort Worth i Jinwan oraz wysoki udział GTF
- Podwyżki cen części zaczęły wpływać na wyniki w 3Q26, a w części programów weszły później niż rok wcześniej, dlatego zarząd oczekuje silniejszego efektu pricingu w 4Q26

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 wynosi obecnie 9,5–9,7mld EUR, przy utrzymaniu adj. EBIT 1,35–1,45mld EUR

- Prognoza organicznego wzrostu: Com OE obniżenie z mid-high teens do mid-high single; Com. Spare parts podniesienie z low-mid teens do mid teens; military mid teens (bez zmian); Com MRO podniesienie z low-mid teens do mid teens
- Zakłady MRO pracują przy pełnym wykorzystaniu mocy, jednak opóźnienia komponentów przesuną zakończenie części remontów i rozpoznanie przychodów z 4Q26 na 2027
- Pozostałe bezpośrednie wypłaty rekompensat za uziemione samoloty związane z wadą materiałową GTF mają zakończyć się do końca 2026, po wypłaceniu około 170mln USD w 9M26
- Capital Markets Day 30 listopada ma przynieść aktualizację perspektyw wzrostu, FCF i polityki dywidendowej

DORMAKABA / BUILDING PRODUCTS

Wyniki 1Q26/27: rosnące wolumeny i backlog wspierają perspektywy sprzedaży [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Access Solutions utrzymuje mocny popyt, a wzrost organiczny o ok. 4% był niemal równomiernie rozłożony pomiędzy wolumen i ceny
- Backlog Access Solutions pozostaje wyraźnie wyższy r/r i zapewnia przeciętnie 3–4 miesiące widoczności sprzedaży, z mocną sytuacją w USA, Niemczech i Australii oraz istotną kontrybucją projektów dla wybranych branż
- Europa utrzymuje dobre momentum, szczególnie Szwajcaria, Europa Północna, Beneluks i Europa Południowa, a w Niemczech dobrze rozwijają się rozwiązania kontroli dostępu
- Wielka Brytania pozostaje obciążona wysoką bazą projektów hospitality, Francja jest nieco słabsza, a w niemieckim safe locks baza porównawcza obejmuje większy ubiegłoroczny projekt
- Ameryka Północna nadal rośnie, Australia przyspiesza, a w Azji i Pacyfiku widoczna jest poprawa przy utrzymującej się słabości Chin
- W Key & Wall Solutions wzrost jest bardziej zależny od cen, wolumeny związane z automotive spadają, a backlog jest nieco słabszy
- Zarząd nie obserwuje jeszcze wpływu niemieckiego pakietu infrastrukturalnego, natomiast wysokie stopy procentowe nadal ograniczają nowe projekty mieszkaniowe, przy ponad 80% ekspozycji grupy na obiekty komercyjne

#Wyniki finansowe

- Przychody w 1Q26/27 wyniosły 702,9mln CHF, +5,2% r/r, przy wzroście organicznym o 4%, obejmującym wolumen +1,3% i pricing +2,7%

#Koszty i marże

- Zarząd oczekuje utrzymania wysokiej inflacji kosztów zakupów, dlatego pricing pozostaje głównym narzędziem ochrony rentowności i ma odpowiadać za ok. dwie trzecie całorocznego wzrostu organicznego
- Podwyżki cen są ustalane lokalnie, z większą skalą w USA niż w Szwajcarii, przy ok. 25% udziale rynku amerykańskiego w sprzedaży grupy
- Key Systems jest szczególnie wrażliwy na surowce, których wzrost cen zarząd określił na ok. 8%, przenosząc wyższe koszty na klientów
- Przejście na IFRS zwiększa roczne przychody o ok. 34–35mln CHF przez przeniesienie części kosztów frachtu z pomniejszenia sprzedaży do kosztu własnego, co zmienia bazę porównawczą wskaźników marżowych

#Outlook/guidance

- Spółka podtrzymuje guidance na FY26/27 według IFRS: wzrost organiczny sprzedaży powyżej 3%, marża zysku operacyjnego powyżej 11% i marża OCF 10,5–11%
- Mocny backlog Access Solutions wspiera perspektywy kolejnych miesięcy, ale tempo jego realizacji zależy od rodzaju projektu
- Zarząd nie podnosi guidance po dobrym początku roku i przestrzega przed prostą ekstrapolacją dynamiki 1Q, ponieważ istotna część ubiegłorocznego wzrostu przypadła na 4Q
- Rozwój sprzedaży do lotnisk, hoteli, szpitali i data centers ma być wspierany szerszą ofertą produktową i software, przy utrzymaniu silnej pozycji w dystrybucji odpowiadającej za ok. 60% biznesu
- Data centers generują obecnie ok. 20mln CHF sprzedaży i szybko rosną, ale pozostają niewielką częścią grupy, a przejęcie TANIock rozszerza ofertę dla tego rynku
- Po ośmiu akwizycjach w FY25/26 spółka ogłosiła w 1Q26/27 przejęcia Style Group, Azure i Alliants, traktując dalsze M&A jako integralną część strategii wzrostu
- CMD zaplanowany na 18 listopada ma przynieść więcej informacji o rozwoju poszczególnych branż oraz docelowej skali kontrybucji M&A

FLUIDRA / BUILDING PRODUCTS

Wyniki 3Q26: Aftermarket podtrzymuje wzrost przy słabym rynku nowych basenów

#Sytuacja rynkowa

- Aftermarket, odpowiadający za ok. 65% sprzedaży, pozostaje odporny i kompensuje słabość budowy nowych basenów oraz remontów, a wzrost grupy wynika przede wszystkim ze zdobywania udziałów rynkowych
- W USA zarząd zakłada budowę ok. 55–56tys. nowych basenów w 2026, ok. 30% poniżej średniej z lat 2016–2025, bez sygnałów istotnej poprawy aktywności
- Ameryka Północna wzrosła organicznie o 2,6% w 3Q26 wobec wysokiej bazy +13% przed rokiem, natomiast sell-through rósł w średnim–wysokim jednocyfrowym tempie i przewyższał sell-in, co według zarządu potwierdza zdrowy poziom zapasów w kanale
- Europa Południowa wzrosła organicznie o 6% w 9M26 dzięki mocnemu 1H i wcześniejszemu rozpoczęciu sezonu
- Pozostałe rynki były organicznie płaskie w 3Q26, ponieważ wzrost na rynkach wschodzących kompensował słabość Bliskiego Wschodu
- Commercial pools odnotowały spadek sprzedaży o 4% w 9M26 po ponad 10% wzroście w 2025, głównie przez opóźnienia projektów na Bliskim Wschodzie, choć zarząd wskazuje na mocny pipeline i podpisywanie kolejnych kontraktów

#Wyniki finansowe

- Sprzedaż w 3Q26 wzrosła o 3% przy stałych kursach i o 1% organicznie, a adj. EBITDA zwiększyła się o 7% przy stałych kursach do 107mln EUR

#Koszty i marże

- Marża brutto w 9M26 utrzymała się na poziomie 56%, ponieważ pricing i poprawa efektywności kompensowały inflację kosztów szacowaną na ok. 4% oraz niekorzystny mix
- Dodatkowe podwyżki cen kompensują wzrost kosztów w ujęciu kwotowym, ale wywierają presję na procentową marżę
- Możliwości pricingu w Europie są mniejsze niż w USA ze względu na bardziej otwartą konkurencję, w tym producentów chińskich, oraz inny mix produktowy

#Outlook/guidance

- Spółka zawęziła guidance na 2026 do wzrostu sprzedaży przy stałych kursach o 3,5–5,5%, marży adj. EBITDA 23,3–23,5% oraz wzrostu adj. EPS o 5–9%

- Zarząd nie oczekuje istotnej zmiany sytuacji na rynku nowych basenów w 2027, dlatego dalszy wzrost ma opierać się przede wszystkim na zdobywaniu udziałów w aftermarket
- Na sezon 2027 wdrożono podwyżki cen w Ameryce Północnej o 3,5–5%, a w Europie planowany pricing wynosi ok. 2%
- W 2027 nie będzie tegorocznych zwrotów ceł, natomiast nowe taryfy mają zostać uwzględnione w pricingu, a poprawę rentowności mają wspierać oszczędności, uruchomiona w 3Q fabryka w Tangerze oraz nowe produkty

MELEXIS / SEMICONDUCTORS

Wyniki 3Q26: Chiny i nowe projekty podtrzymują wzrost

#Sytuacja rynkowa

- Wzrost sprzedaży napędzają nowe projekty i rosnąca zawartość elektroniki w samochodach, przede wszystkim w thermal management, układach kierowniczych i hamulcowych, a także czujniki położenia, sterowniki i oświetlenie wnętrza
- Sprzedaż w Chinach osiągnęła rekordowy poziom w 3Q26, a portfel zamówień wskazuje na dalszy wzrost w 4Q, wspierany przez realizację wcześniejszych design wins, większą zawartość elektroniki w lokalnych autach i lokalizację łańcucha dostaw
- Od dwóch lat liczba design wins w Chinach przewyższa liczbę projektów pozyskiwanych w Europie, podczas gdy cztery lata temu relacja była odwrotna
- W Q&A zarząd doprecyzował, że zapasy dystrybutorów i głównych klientów od około sześciu miesięcy pozostają stabilne
- W robotyce design wins zaczęły przekładać się na produkcję seryjną, głównie u jednego klienta w USA oraz mniejszych klientów w Chinach, a spółka ma już zamówienia na 2027
- Bieżący ramp-up robotyki obejmuje czujniki położenia i sterowniki przegubów, natomiast sensory dotykowe pozostają na etapie rozwoju projektów i mają wejść do produkcji później
- Poza automotive utrzymuje się pozytywny trend w zastosowaniach energetycznych, w tym PV i pompach ciepła, a rozwój obecności w Indiach ma wspierać ekspozycję na jednoślady, elektryfikację i inteligentne liczniki energii

#Wyniki finansowe

- Przychody w 3Q26 wyniosły 223,7mln EUR (+4% r/r, +3% kw/kw)
- Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 91,1mln EUR (+9% r/r, +4% kw/kw), przy marży 40,7%
- EBIT wzrósł do 41,3mln EUR (+9% r/r, +7% kw/kw), przy marży 18,5%, a zysk netto do 31,3mln EUR (+14% r/r, +2% kw/kw)

#Koszty i marże

- Zarząd oczekuje dalszej stopniowej poprawy marży brutto w 2027 dzięki obniżaniu kosztów zakupowych
- Niższe ceny u dostawców były główną przyczyną spadku wartości zapasów w ostatnich kwartałach i powinny wspierać przyszłą rentowność
- Wysokie ceny złota obciążały marżę również w 3Q, a zastępowanie złota miedzią jest możliwe tylko w części produktów
- W montażu układów scalonych widoczna jest presja kosztowa i większe napięcie dostępności mocy

#Outlook/guidance

- Podtrzymano guidance na 2H26 zakładający 445–455mln EUR przychodów, około 41% marży brutto i około 18% marży EBIT
- Nowe projekty dla BYD obejmujące magnetyczne i indukcyjne czujniki położenia oraz układy latch/switch mają generować sprzedaż od 2027, uzupełniając dotychczasowy biznes czujników prądu
- Spółka podtrzymuje długoterminowy cel wysokiego jednocyfrowego wzrostu przychodów
- Capex w 2026 ma wynieść około 40mln EUR, a spółka zamierza zwiększać własne zapasy pod przyszły wzrost sprzedaży

ANDRITZ / MACHINERY

Wyniki 3Q26: segment Hydropower przekłada rekordowy backlog na wzrost sprzedaży

#Sytuacja rynkowa

- Order intake wyniósł ok. 2,2mld EUR, pozostając na poziomie zbliżonym r/r, a spółka ósmy kwartał z rzędu pozyskała ponad 2mld EUR zamówień i osiągnęła book-to-bill powyżej 1x
- Hydropower zwiększył zamówienia o 34% r/r w kwartale i 68% po 9M26, z istotnym wzrostem w Brazylii oraz utrzymaniem wysokiej aktywności projektowej
- Metals zwiększył order intake o 21% r/r w kwartale i 9% po 9M26, korzystając z poprawy rynku oraz inwestycji hutniczych i automotive w Indiach
- Zamówienia Pulp & Paper spadły w kwartale przez wysoką bazę trzech dużych kontraktów, natomiast po 9M26 były niższe o ok. 3%, a głównym źródłem inwestycji pozostaje integracja chińskich papierni z produkcją celulozy
- Zarząd wskazuje na ponad 50% udziału w obsługiwanym rynku chińskich projektów integracji z produkcją celulozy i oczekuje kontynuacji tego trendu także w 2027
- W Pulp & Paper postoje celulozowni w krajach nordyckich ograniczają popyt na części i prace remontowe, a niska rentowność klientów oraz bariery handlowe pogarszają skłonność do inwestycji poza chińskimi projektami integracyjnymi.

#Koszty i marże

- Marża EBITA Hydropower wzrosła o 190pb r/r do 8,9%, dzięki większemu udziałowi nowych kontraktów, wygasaniu projektów o niższej rentowności i lepszemu wykorzystaniu kosztów stałych, bez dodatnich zdarzeń jednorazowych
- Zarząd nie traktuje kwartalnej marży Hydropower jako poziomu powtarzalnego w każdym kolejnym kwartale, ale oczekuje stopniowej poprawy wraz ze zmianą miksu backlogu
- Marża EBITA Metals wzrosła o 60pb r/r do 7%, dzięki restrukturyzacji, lepszej realizacji projektów i mniejszemu udziałowi starszych kontraktów o niskiej marży
- Marża Environment & Energy spadła do 7,6% z 10,3% rok wcześniej przez dodatkowe koszty uruchamiania projektów nowych technologii, a zarząd oczekuje w kolejnych kwartałach rentowności przy dolnej granicy docelowego przedziału lub nieco poniżej.

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 pozostaje bez zmian i zakłada 8–8,3mld EUR przychodów oraz 8,7–9,1% porównywalnej marży EBITA, przy czym zarząd wskazuje na górną granicę przedziału sprzedaży i środek przedziału marży
- Zarząd nie oczekuje spadku order intake kw/kw w 4Q, wskazując na aktywny pipeline w Hydropower, Metals i pozostałych obszarach
- W Pulp & Paper zarząd ostrożnie ocenia inwestycje w najbliższych sześciu miesiącach, a wsparciem mają pozostać serwis i chińskie projekty integracji pionowej
- EBITA mid-term targets na 2029: pulp&paper 11-13% vs 10,8% LTM, hydropower 8-10% vs 7,7% LTM, metals 7-9% vs 6,6% LTM, environment&energy 10-12% vs 9,8% LTM

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Backlog	**10,799**	**10,458**	**12,367**	**12,602**	**12,729**	**18%**	**1%**	**10,458**	**12,729**
Capital	8,143	7,858	9,199	9,301	9,409	16%	1%	7,858	9,199
Order intake	**2,180**	**2,003**	**3,598**	**2,322**	**2,166**	**-1%**	**-7%**	**8,910**	**10,089**
Pulp&Paper	936	679	1,006	881	707	-24%	-20%	3,348	3,272
Metals	296	311	337	573	357	21%	-38%	1,479	1,579
Hydropower	525	646	1,877	569	704	34%	24%	2,516	3,796
Environment&Energy	424	367	378	299	398	-6%	33%	1,566	1,442
Revenue	**1,887**	**2,345**	**1,791**	**2,051**	**2,060**	**9%**	**0%**	**7,883**	**8,246**
Pulp&Paper	705	873	667	803	767	9%	-4%	2,957	3,110
Metals	424	476	394	415	422	0%	2%	1,694	1,708
Hydropower	400	554	404	469	501	25%	7%	1,730	1,928
Environment&Energy	358	441	325	364	369	3%	1%	1,503	1,499
EBITDA	204	246	190	214	223	10%	4%	823	873
EBITA	160	200	145	168	176	10%	5%	648	688
EBITA adj.	**168**	**228**	**147**	**182**	**185**	**10%**	**1%**	**698**	**742**
EBIT	140	186	129	153	164	17%	7%	583	631
Net income	111	154	92	109	127	14%	17%	457	483
OCF	145	339	89	202	320	121%	58%	653	950
Capex	66	106	65	67	69	5%	4%	270	306
EBITDA margin	10.8%	10.5%	10.6%	10.4%	10.8%	0.0%	0.4%	10.4%	10.6%
EBITA margin	8.5%	8.5%	8.1%	8.2%	8.5%	0.1%	0.4%	8.2%	8.3%
EBITA adj. margin	8.9%	9.7%	8.2%	8.9%	9.0%	0.1%	0.1%	8.9%	9.0%

Source: Company, Trigon

VALMET / MACHINERY

Wyniki 3Q26: mocniejszy biznes serwisowy poprawia perspektywy marży [neutralne]

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Orders received	1083	1281	1092	1373	1408	30%	103%	5,216	2,781
Process Performance	345	372	400	379	399	16%	105%	1,499	778
Biomaterial Solutions	738	908	693	994	1009	37%	102%	3,716	2,003
Revenue	1295	1477	1244	1315	1360	5%	103%	5,197	2,675
Process Performance	361	410	341	370	408	13%	110%	1,482	778
Flow Control	196	204	191	206	248	27%	120%	788	454
Automation Solutions	165	206	150	164	160	-3%	98%	694	324
Biomaterial Solutions	934	1067	904	945	952	2%	101%	3,716	1,897
Pulp, Energy and Circu	400	505	434	411	416	4%	101%	1,610	827
Packaging and Paper	347	390	335	360	356	3%	99%	1,484	716
Tissue	187	173	135	173	180	-4%	104%	622	353
Gross profit	351	404	310	359	366	4%	102%	1,448	725
EBITA adj.	159	196	114	152	169	6%	111%	619	321
Process Performance	79	90	63	69	82	4%	119%	290	151
Biomaterial Solutions	89	123	64	98	102	15%	104%	381	200
Profit for the period	86	105	34	75	70	-19%	93%	280	145
Operating cash flow	94	189	35	65	210	123%	323%	579	276
CAPEX	71	170	21	50	-224	-415%	-448%	484	-178
Book-to-bill	0.84x	0.87x	0.88x	1.04x	1.04x			1.00x	1.04x
Process Performance	0.96x	0.91x	1.17x	1.02x	0.98x			1.01x	1.00x
Biomaterial Solutions	0.79x	0.85x	0.77x	1.05x	1.06x			1.00x	1.06x
EBITA adj. margin	12.3%	13.3%	9.2%	11.6%	12.4%	0.1%	0.9%	11.9%	12.0%
Process Performance	21.9%	22.0%	18.5%	18.6%	20.1%	-1.8%	1.4%	19.6%	19.4%
Biomaterial Solutions	9.5%	11.5%	7.1%	10.4%	10.7%	1.2%	0.3%	10.3%	10.6%

Source: Company, Trigon

#Sytuacja rynkowa

- Order intake wzrósł o 30% r/r, w tym o 25% organicznie, do ok. 1,4mld EUR, dzięki poprawie serwisu, wzrostowi Process Performance Solutions i dużym projektom Biomaterial Solutions and Services
- Zamówienia biomaterial services wzrosły organicznie o 12%, odwracając spadki z pierwszych dwóch kwartałów, z poprawą w częściach, materiałach eksploatacyjnych i modernizacjach oraz we wszystkich głównych regionach.
- Zamknięcia części mocy papierniczych poprawiły utilization pozostałych zakładów, a zarząd wskazuje również na nieco wyższe r/r wolumeny produkcji klientów, co wspiera zapotrzebowanie na serwis
- Procesy inwestycyjne klientów wydłużyły się w ostatnich ok. 18 miesiącach przez niepewność geopolityczną, co ogranicza widoczność terminów podpisywania dużych kontraktów
- Sytuacja na Bliskim Wschodzie ogranicza projekty i dostęp do instalacji wymagających serwisu w flow control
- Chińskie projekty integracji papierni z produkcją celulozy pozostają aktywne, ale zarząd nie określa ich tempa w kolejnych kwartałach i utrzymuje selektywne podejście do nowych zamówień

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 pozostaje bez zmian i zakłada przychody na poziomie poprzedniego roku oraz porównywalną EBITA na poziomie 2025 lub wyższą, przy istotnym znaczeniu aktywności serwisowej i realizacji dostaw w 4Q
- Zarząd oczekuje niskiego wzrostu rynku Process Performance Solutions, zasadniczo niezmienionego otoczenia Biomaterials i stabilizacji rynku Biomaterial Services, bez ekstrapolowania 12% wzrostu zamówień serwisowych z 3Q
- Backlog wynosił blisko 4,5mld EUR, z czego ok. 3,7mld EUR ma przełożyć się na sprzedaż w 4Q26 i 2027, a book-to-bill LTM poprawił się do 0,96x z 0,91x na koniec 2Q
- Projekt Arauco jest zaawansowany w ok. 70% i przebiega zgodnie z harmonogramem, z oczekiwanym uruchomieniem w 2H27 oraz ok. 500mln EUR przychodów w 2026 wobec ok. 400mln EUR rozpoznanych po 9M26
- Wygasanie realizacji Arauco w 2H27 będzie wymagało zastąpienia jego przychodów wzrostem pozostałej działalności, a zarząd wskazuje przede wszystkim na rozwój aftermarketu
- Przegląd strategiczny dotyczący potencjalnego podziału na dwie spółki giełdowe trwa, a w 4Q Valmet poniesie ok. 10mln EUR kosztów przygotowania segmentów do samodzielnego działania
- Aktualizacja dotycząca podziału ma nastąpić najpóźniej przy wynikach rocznych 4 lutego 2027, przy czym decyzja zależy m.in. od oceny utraconych synergii, skutków podatkowych i struktury finansowania

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Orders received	1083	1281	1092	1373	1408	30%	103%	5,216	2,781
Process Performance	345	372	400	379	399	16%	105%	1,499	778
Biomaterial Solutions	738	908	693	994	1009	37%	102%	3,716	2,003
Revenue	1295	1477	1244	1315	1360	5%	103%	5,197	2,675
Process Performance	361	410	341	370	408	13%	110%	1,482	778
Flow Control	196	204	191	206	248	27%	120%	788	454
Automation Solutions	165	206	150	164	160	-3%	98%	694	324
Biomaterial Solutions	934	1067	904	945	952	2%	101%	3,716	1,897
Pulp, Energy and Circu	400	505	434	411	416	4%	101%	1,610	827
Packaging and Paper	347	390	335	360	356	3%	99%	1,484	716
Tissue	187	173	135	173	180	-4%	104%	622	353
Gross profit	351	404	310	359	366	4%	102%	1,448	725
EBITA adj.	159	196	114	152	169	6%	111%	619	321
Process Performance	79	90	63	69	82	4%	119%	290	151
Biomaterial Solutions	89	123	64	98	102	15%	104%	381	200
Profit for the period	86	105	34	75	70	-19%	93%	280	145
Operating cash flow	94	189	35	65	210	123%	323%	579	276
CAPEX	71	170	21	50	-224	-415%	-448%	484	-178
EBITA adj. margin	12.3%	13.3%	9.2%	11.6%	12.4%	0.1%	0.9%	11.9%	12.0%
Process Performance	21.9%	22.0%	18.5%	18.6%	20.1%	-1.8%	1.4%	19.6%	19.4%
Biomaterial Solutions	9.5%	11.5%	7.1%	10.4%	10.7%	1.2%	0.3%	10.3%	10.6%

Source: Company, Trigon

BASLER / ROBOTICS

Podniesienie prognozy marży przychodów z 295-300mln EUR (+20mln EUR) oraz marży EBIT do 17,5-19,5% (+5pp) [pozytywne]

- Poprzednia prognoza zakładała przychody na poziomie 270-290mln EUR i marże EBIT 12,5-14,5%

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Incoming order	58.5	65.3	85.6	94.4	98.6	69%	4%	237.1	343.9
Book-to-bill	1.04x	1.16x	1.11x	1.26x	1.31x			1.1x	1.2x
Revenue	56.3	56.5	77.3	75.0	75.1	33%	0%	224.5	283.9
Gross profit	27.3	27.1	39.8	38.8	n/a	-	-	106.4	-
EBIT	5.8	3.2	17.6	13.5	20.0	245%	48%	17.7	54.3
Net income	4.8	0.5	13.0	10.6	n/a	-	-	11.6	-
Operating cash flow	11.5	10.1	7.6	9.0	n/a	-	-	30.1	-
Investing cash flow	-2.0	-2.6	-2.8	-1.0	n/a	-	-	-9.1	-
FCF	9.7	6.6	4.8	8.2	18.0	86%	120%	18.6	37.6
Gross margin	48.5%	48.0%	51.5%	51.7%	n/a	-	-	47.4%	-
EBIT marign	10.3%	5.7%	22.8%	18.0%	26.6%	16.3%	8.6%	7.9%	19.1%
Net profit margin	8.5%	0.9%	16.8%	14.1%	n/a	-	-	5.2%	-

Source: Company, Trigon

KION / ROBOTICS

Wyniki 3Q26: Utrata udziałów w wózkach opóźnia odbudowę rentowności [negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Rynek wózków rośnie we wszystkich regionach, ale KION zwiększa zamówienia w EMEA wolniej od rynku, co zarząd wiąże z utrzymaniem dyscypliny cenowej w premium oraz niewystarczającą ofertą i dystrybucją w szybciej rosnących segmentach value i economy
- Wolumen zamówień ITS wzrósł o 13% r/r, ale wartość zamówień na nowe wózki spadła o 9% r/r ze względu na większy udział tańszych urządzeń magazynowych, produktów value/economy oraz APAC kosztem EMEA
- Wzrost zamówień serwisowych ITS o 5% r/r niemal skompensował spadek nowych urządzeń, ograniczając spadek order intake całego segmentu do 1% r/r

- APAC pozostaje mocnym regionem ITS, z wolumenem zamówień rosnącym o 36% r/r i oczekiwaną przez zarząd poprawą udziałów rynkowych
- W IAS zamówienia wzrosły o 1% r/r, w tym serwis o 7% r/r dzięki dwucyfrowej dynamice modernizacji i upgrade'ów, natomiast zamówienia od klientów pure-play e-commerce podwoiły się i stanowiły 61% zamówień Business Solutions
- Pipeline automatyzacji magazynowej pozostaje mocny, a zarząd nie obserwuje ograniczania skali ani odraczania projektów ze względu na poziom stóp procentowych

#Koszty i marże

- Rentowność ITS obciążały niższe wykorzystanie mocy i FX, które zneutralizowały oszczędności z programu efektywnościowego oraz niższe koszty programów motywacyjnych
- W 3Q zaczęły materializować się wyższe koszty wybranych materiałów związane z konfliktem w Iranie, obok wcześniej widocznego wzrostu kosztów transportu i paliw, przy czym kwietniowa podwyżka cen dotychczas pokrywała inflację kosztową
- Zarząd analizuje zmiany polityki handlowej, w tym pricingu premium, aby poprawić konkurencyjność, ale nie ujawnił skali ewentualnych obniżek cen
- Zakończony w 2025 program efektywnościowy zapewnia ok. 150mln EUR rocznych oszczędności kosztów pośrednich, głównie w ITS w EMEA
- Poprawę marży IAS wspierają zamykanie starszych, problematycznych kontraktów, lepsza realizacja projektów i wzrost serwisu, a umowy zawierane od 3Q22 zawierają mechanizmy ochrony przed znaczącym wzrostem kosztów i odchyleniami projektowymi

#Outlook/guidance

- Zaktualizowany 14 października guidance grupy zakłada przychody 11,45-11,75mld EUR wobec wcześniej 11,525-12,025mld EUR, adj. EBIT 815-875mln EUR wobec 880-980mln EUR oraz FCF 400-500mln EUR wobec 420-540mln EUR
- W ITS prognoza przychodów została obniżona do 8,1-8,3mld EUR z 8,2-8,5mld EUR, a adj. EBIT do 690-740mln EUR z 765-835mln EUR, przede wszystkim ze względu na wpływ słabszych zamówień w 3Q na sprzedaż i wynik 4Q
- W IAS zawężono prognozę przychodów do 3,35-3,45mld EUR z 3,325-3,525mld EUR oraz adj. EBIT do 230-250mln EUR z 230-270mln EUR
- Wstępne oczekiwanie zarządu dla marży adj. EBIT ITS w 2027 odpowiada ok. 8,5% implikowanym na 4Q26, bez obecnych przesłanek do poprawy względem tego poziomu
- Spółka zamierza zwiększyć wykorzystanie chińskich zakładów do dostaw kompletnych wózków value/economy do EMEA oraz komponentów dla szerszej oferty, z pierwszym wpływem tych działań oczekiwanym w 2027
- Cel ponad 10% marży adj. EBIT dla grupy i obu segmentów został przesunięty poza 2027, a nowy termin ma zależeć od skuteczności działań w ITS
- Pierwszy wpływ rozwiązań physical AI na wyniki oczekiwany jest w 2H27, przy czym skalowanie wdrożeń wymaga czasu

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order intake	2,676	2,823	2,985	2,809	2,651	-1%	-6%	8,999	11,268
ITS	1,942	2,177	2,041	1,941	1,915	-1%	-1%	6,189	8,074
IAS	740	658	951	873	751	1%	-14%	2,843	3,233
E-commerce (%)	24%	25%	50%	46%	61%	154%	33%	186%	182%
Revenue	2,704	3,097	2,771	2,916	2,835	5%	-3%	8,509	11,619
services (%)	50%	45%	48%	47%	50%	0%	3%		
ITS	1,944	2,193	2,012	2,068	1,955	1%	-5%	6,157	8,228
services	1,027	1,090	1,037	1,066	1,070	4%	0%	3,151	4,263
IAS	769	917	768	861	890	16%	3%	2,384	3,436
services	321	303	286	313	348	8%	11%	930	1,250
Adj. EBITDA	456	495	472	497	490	7%	-1%	1,408	1,954
Adj. EBIT	190	213	205	224	203	7%	-9%	592	845
ITS	171	192	183	183	163	-5%	-11%	536	721
IAS	48	57	46	60	66	38%	10%	147	229
EBIT	178	176	177	210	184	3%	-12%	523	747
Net income	114	69	90	112	99	#####	#####	277	370
Adj. EBITDA margin	16.9%	16.0%	17.0%	17.0%	17.3%	0.4%	0.2%	16.5%	16.8%
Adj. EBIT margin	7.0%	6.9%	7.4%	7.7%	7.2%	0.1%	-0.5%	7.0%	7.3%
ITS	8.8%	8.8%	9.1%	8.8%	8.3%	-0.5%	-0.5%	8.7%	8.8%
IAS	6.2%	6.2%	6.0%	7.0%	7.4%	1.2%	0.4%	6.2%	6.7%
Net profit margin	4.2%	2.2%	3.2%	3.8%	3.5%	-0.7%	-0.3%	3.3%	3.2%

Source: Company, Trigon

OTHER INFORMATION

DELKO: Pozytywna opinia RN w sprawie wypłaty 0,35 PLN dywidendy na akcję za rok 2025/26
- Zarząd rekomenduje ustalenie dnia dywidendy na 7 stycznia, a dnia wypłaty dywidendy na 21 stycznia 2026 roku;
- DY=5,9%.

DIGITAL NETWORK: Spółka podtrzymuje oczekiwania na 2026 roku i liczy na istotny wzrost wyników w 2027 roku – prezes
- Obok uruchamiania nowych nośników potencjał dalszego wzrostu spółka opiera na zwiększeniu wyprzedania istniejącego inventory.

JRH ASI: Zawarcie umowy sprzedaży wszystkich posiadanych akcji AIP SEED ASI za kwotę 5mln PLN

KPPD: Zawarcie umowy zakupu działki w Kaliszu Pomorskim za kwotę 2,1mln PLN brutto

PASSUS: Zawarcie z podmiotem należącym do Skarbu Państwa umowy na dostawę licencji oprogramowania
- Wartość umowy wynosi 4,16mln PLN brutto;
- Dostawa oprogramowania nastąpi do dnia 30 listopada 2026 roku.

INSIDER TRADING

URTESTE
Fundacja Rodzinna Kenja w organizacji, podmiot związany z członkiem zarządu, kupił 106,7 tys. akcji @ 44,05 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

MONNARI TRADE
Nabycie 2,1 tys. akcji @ 4,95 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

MBANK
Powołanie p. Dorotę Poniatowską-Mańczak na stanowisko członka RN.

ZPC OTMUCHÓW
RN postanowiła odwołać p. Monikę Butz z pełnienia funkcji członka zarządu i powołać ją na stanowisko wiceprezesa zarządu.

ZPC OTMUCHÓW
RN delegowała przewodniczącego RN p. Fikret Basar do czasowego pełnienia obowiązków prezesa zarządu na okres do dnia 31 stycznia 2027 roku.

ZUK STĄPORKÓW
Rezygnacja p. Rafała Manii, p. Andrzeja Pargieły, p. Artura Mączyńskiego, p. Lecha Pasturczaka oraz p. Michała Manii z pełnienia funkcji członków RN.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

SUNEX
Zmniejszenie zaangażowania przez Polska Ekologia sp. z o.o z 61,45% do 54,59% kapitału zakładowego i głosów.

BONDS

BEST
Spółka przydzieliła inwestorom obligacje serii AF4 o łącznej wartości nominalnej 103,4mln PLN. Marżę ustalono na poziomie 3%.

MURAPOL
Spółka wyemitowała obligacje serii 1/2026 o łącznej wartości nominalnej 150mln PLN. Oprocentowanie obligacji wynosi WIBOR 3M + 3,5% w skali roku. Dzień wykupu obligacji będzie przypadać na 29 kwietnia 2030 roku.

REINO CAPITAL
Spółka chce wyemitować trzyletnie obligacje o łącznej wartości nominalnej 5mln EUR.

BLOCK TRADES

POLIMEX-MOSTOSTAL
Wolumen: 120 tys. @ 9,60
% kapitału: 0,05

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

TENDERHUT: Uchwała NWZA w sprawie odwołania p. Anny Janiczek z pełnienia funkcji członka RN
- Do RN powołano p. Pawła Demczuk oraz p. Pawła Deptułę.

VIGO PHOTONICS: Uchwała NWZA w sprawie zmian w składzie RN
- Ze składu RN odwołano p. Krzysztofa Dziewickiego;
- Do RN powołano p. Mateusza Komorowskiego oraz p. Tomasza Rejmana.

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	RICHT	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, 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, PBX, 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

							P/E			P/BV			ROE			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
Alior	ALR	Buy	165.0	142.0	16%	18,539	11.3	8.8	8.5	1.4	1.3	1.2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	35.9	17%	44,763	11.6	8.6	8.1	1.8	1.6	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	172.4	13%	25,506	11.4	8.9	8.1	1.4	1.3	1.2	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	32.6	-2%	22,684	18.1	11.7	11.1	2.0	1.8	1.7	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	107.4	20%	44,089	10.6	9.4	9.2	1.7	1.5	1.4	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	125	1%	16,332	12.1	11.8	11.2	1.6	1.6	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	470.0	-11%	61,147	15.1	13.0	11.3	2.8	2.6	2.4	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	1,004.0	13%	190,809	10.8	10.3	9.9	1.5	1.5	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,667.5	-28%	70,949	18.0	14.1	13.0	2.8	2.4	2.2	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	24	-19%	28,824	19.1	11.7	10.9	2.4	2.1	1.9	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	196.2	-2%	100,258	13.9	12.9	12.4	2.8	2.7	2.6	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	42,750.0	16%	11,970	10.5	8.8	8.4	1.9	1.7	1.6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	270.6	6%	71,024	12.0	9.7	9.3	2.0	1.8	1.7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	118.4	4%	148,000	13.5	10.2	9.6	2.4	2.2	2.0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	812.4	-3%	83,019	15.1	12.3	11.0	2.3	2.2	2.0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	340.0	38%	6,645	6.8	6.1	5.7	1.1	1.0	0.9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	73.3	2%	63,296	10.2	9.7	9.4	1.7	1.6	1.5	16%	16%	16%	63

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
11bit Studios	11B	Hold	136.0	119.1	14%	288	---	---	15.6	5.7	45.8	5.3	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	153.6	17%	2,688	9.7	10.4	10.9	6.7	7.1	7.2	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	16.5	25%	205	10.1	9.2	8.2	6.0	5.3	4.6	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	59.9	9%	60,976	29.5	22.2	18.2	15.8	13.0	11.0	3%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	18.6	13%	468	10.1	10.2	9.4	4.6	4.4	4.1	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	9.7	-12%	2,125	31.5	19.1	16.7	5.0	5.0	4.8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	23.8	24%	453	15.7	11.0	8.7	7.1	6.2	5.5	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65.0	49.7	31%	2,907	7.1	6.5	5.7	6.8	6.4	5.6	5%	7%	10%	---
Artifex Mundi	ART	Buy	27.0	19.7	37%	239	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Asbis	ASB	Hold	180.0	168.2	7%	9,335	12.6	10.3	8.8	8.4	7.2	6.5	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	171.0	15%	3,682	24.1	20.3	18.0	11.9	10.3	9.0	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	247.8	-7%	20,567	24.3	22.6	21.2	---	---	---	5%	5%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81.0	77.0	5%	3,996	18.1	15.3	13.8	10.0	8.9	8.0	3%	3%	3%	---
Atal	1AT	Buy	80.0	61.6	30%	2,665	6.1	6.0	5.6	7.9	7.0	6.4	7%	13%	13%	---
Auto Partner	APR	Buy	34.5	28.7	20%	3,749	13.1	11.2	10.3	9.1	7.9	7.2	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	17.1	---	1,698	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	5,960.0	11%	19,674	19.9	16.2	15.5	12.0	10.0	8.8	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	70	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	22.8	67%	439	---	7.8	3.5	13.9	3.8	1.7	0%	0%	10%	---
Budimex	BDX	Buy	900.0	702.4	28%	17,932	24.0	20.6	17.4	14.2	12.3	10.5	5%	5%	6%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110.0	53.7	105%	341	---	7.9	---	---	4.7	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	270.3	20%	27,006	42.1	28.0	8.5	36.4	22.5	5.6	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	16.9	130%	909	8.9	91.8	31.2	141.1	13.8	10.0	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1,385	1,368	1%	735,970	20.2	20.7	23.1	8.3	8.2	8.4	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.34	2.4	-2%	522	149.4	7.9	7.0	21.2	3.0	2.9	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	358	25%	257	6.6	15.4	65.4	3.3	5.5	8.7	11%	14%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	838.0	12%	2,937	137.1	54.1	37.5	57.6	29.0	19.5	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	19.7	22%	4,396	47.4	25.3	12.2	7.0	6.3	4.9	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	104.6	5%	2,058	25.9	14.9	12.5	13.1	9.0	7.7	3%	4%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	14.8	49%	14,752	12.9	10.7	9.2	8.6	7.1	6.0	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

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
CTP	CTPNV	Buy	18.5	12.4	49%	6,224	14.0	5.4	4.5	16.3	8.7	7.9	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	193.1	19%	3,578	54.7	23.1	17.6	17.2	12.2	9.7	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	21.5	14.8	45%	9,462	17.0	12.3	9.8	6.4	5.9	5.4	0%	0%	3%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	88.5	15%	1,044	37.9	27.4	19.5	20.1	15.6	11.5	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10.0	8.3	20%	3,896	8.6	7.9	7.8	8.0	7.5	7.3	9%	9%	10%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	149.8	21%	5,057	19.3	15.9	13.7	9.6	8.3	7.3	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	308.0	22%	1,406	22.5	16.7	13.1	10.5	8.4	7.1	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	38.4	5%	37,647	23.1	17.3	14.0	13.9	10.7	8.6	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	242.5	18%	6,256	9.0	8.3	7.5	7.6	6.7	5.9	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.3	31%	2,204	13.7	6.7	4.6	8.4	6.3	5.2	15%	15%	15%	---
Erbud	ERB	Buy	30.0	23.8	26%	284	---	9.8	10.3	4.9	5.1	4.1	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	21.7	19%	11,516	4.8	4.7	5.5	4.0	4.1	4.7	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	48.4	51%	849	60.7	14.4	13.2	4.0	3.9	3.8	7%	7%	8%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.4	---	607	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.8	12%	75	12.3	10.2	9.4	7.0	5.9	5.4	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	13,100	3%	2,441,840	11.3	8.8	7.9	5.4	5.5	4.5	4%	8%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	104.3	-19%	4,378	17.3	16.2	15.5	14.2	12.7	11.9	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62.0	55.1	13%	3,796	14.1	12.6	11.8	9.8	8.7	7.8	5%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3.0	2.2	35%	1,281	---	46.2	17.4	45.9	23.3	19.9	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	24.0	34%	678	2.7	3.1	3.7	1.6	1.9	2.4	69%	37%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	175.4	-30%	280,442	22.0	21.2	20.3	8.4	8.4	8.3	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	56.3	4%	175,405	25.6	23.2	21.2	13.9	12.7	11.6	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,064.0	17%	15,075	14.0	11.9	10.3	9.8	8.6	7.4	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	18.3	15%	11,510	18.4	13.8	12.6	6.1	5.6	5.3	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	27.8	---	3,262	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,269.0	10%	12,513	18.2	15.8	12.4	11.9	10.5	9.0	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	303.1	15%	60,610	6.2	8.1	9.1	4.3	4.8	5.0	0%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	27,100	3%	50,371	16.7	15.8	14.0	8.5	7.6	6.7	3%	4%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	7	95%	2,302	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	8	---	147	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	279.5	16%	518	0.8	4.2	2.9	1.3	2.9	2.2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	55.3	14%	578	14.3	7.4	---	10.5	5.0	---	31%	82%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	12.0	13%	1,320	10.5	10.4	9.0	6.8	6.9	5.7	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	103.5	26%	2,483	9.5	6.2	4.8	11.1	9.3	7.7	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	426.5	0%	1,498	14.0	13.1	12.6	9.5	8.9	8.5	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	100.8	-15%	7,764	---	30.0	19.3	13.4	7.4	6.1	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	5,050.0	7%	3,795	5.7	6.3	7.6	3.2	3.3	3.4	7%	7%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	5.9	94%	145	---	1.6	---	---	0.6	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	38	38%	1,552	5.7	5.4	5.5	6.3	5.8	5.9	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	122.2	43%	14,603	25.5	16.6	13.4	6.1	5.1	4.0	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	703.0	15%	3,264	15.6	13.6	12.3	8.3	7.5	6.6	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	8.2	10%	447	32.9	16.9	14.2	9.4	7.2	6.2	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	103.0	55%	1,163	13.6	11.8	10.5	8.4	7.6	6.9	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	16.6	14%	21,831	18.8	16.6	14.0	5.8	5.7	5.2	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	147.0	18%	170,658	5.7	6.2	7.1	3.1	3.2	3.7	5%	7%	7%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	64.0	22%	1,297	10.3	11.0	9.3	5.2	4.5	4.0	3%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3.2	---	149	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	121.5	---	60,750	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.6	---	212	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	51.0	-1%	29,427	18.3	16.4	15.1	8.2	7.5	7.0	---	---	---	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

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
PGE	PGE	Hold	18.8	16.5	14%	36,909	5.6	6.2	7.1	4.1	4.6	4.9	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	53.4	23%	4,123	37.2	31.4	38.8	12.1	10.9	11.2	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	7.7	50%	2,017	15.2	13.7	12.0	5.8	4.8	3.9	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	20.4	79%	121	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	122.5	47%	1,783	9.3	9.1	8.3	6.4	6.0	5.1	7%	6%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	1,054.0	44%	49,316	32.3	21.4	16.1	17.2	11.7	8.9	1%	1%	2%	75
Robyg	ROB	Buy	40.0	30.0	34%	3,250	8.1	6.7	6.0	7.8	6.9	6.2	0%	9%	10%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.7	17.8	89%	412	---	12.8	43.8	---	6.5	13.2	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	676.3	11%	367,490	43.3	29.9	24.2	24.0	17.5	14.3	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	205.7	148.6	38%	471	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35	16.7	110%	315	---	41.0	20.4	8.1	7.1	5.3	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	82.2	22%	1,037	13.0	10.5	10.3	7.6	6.4	6.1	---	---	---	---
Synektik	SNT	Hold	377.6	332.8	13%	2,838	16.0	13.7	12.6	10.9	9.0	8.0	3%	4%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	9.2	27%	16,036	6.8	6.5	6.7	5.5	5.5	5.6	2%	2%	2%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102	93.3	10%	604	13.3	10.1	7.1	8.2	6.3	4.3	11%	8%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	68.3	24%	1,569	16.2	12.3	8.1	8.0	5.5	3.2	5%	3%	4%	---
Toya	TOA	Buy	12.5	11.3	11%	837	8.8	8.2	7.4	7.1	6.7	6.0	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	252.5	---	348,450	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	156.8	16%	1,231	7.4	12.0	9.9	6.3	6.6	6.2	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	120.2	30%	2,671	23.0	18.0	14.5	16.4	12.8	10.2	2%	3%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	538.0	38%	541	45.9	25.3	14.2	17.2	13.6	8.4	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	157.6	15%	1,655	15.3	15.5	13.4	8.6	8.6	7.6	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.5	21%	1,280	10.7	9.3	8.5	5.2	4.8	4.5	1%	4%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	56.9	14%	1,694	11.4	15.3	13.5	6.0	5.2	5.0	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	11.0	-33%	203	18.4	15.8	15.7	4.3	4.6	4.4	0%	0%	4%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	10.0	---	1,034	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155.7	144.0	8%	16,930	11.0	12.0	10.3	7.4	7.6	6.3	3%	7%	6%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	69.5	---	205	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.7	4%	31,814	26.2	19.3	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 MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepcja@trigon.pl

LinkedIn
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	*Managing Director*

SALES TRADING

Paweł Szczepański	*Head of Sales*	**Paweł Czupryński**	*Senior Sales Trader*
Michał Sopiński, CFA	*Deputy Head of Sales*	**Hubert Kwiecień**	*Sales Trader*

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieścia 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 jakiekolwiek 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 jakiekolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.