Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS
MEDICOVER: 3Q26 Results Review: Poprawa marż pomimo presji kursowej; mocniejsze wyniki Healthcare, utrzymująca się presja na segment diagnostyczny w Niemczech [neutralne]
ENEA: Szacunkowe wyniki za 3Q26 [neutralne]
DATAWALK: Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 3Q26 [lekko negatywne]
PASSUS: Wyniki finansowe za 3Q26
MFO: Wstępne wyniki 3Q26: EBITDA 13% poniżej naszych szacunków [lekko negatywne]

FINANCIALS
GPW: Obroty akcjami na Głównym Rynku wzrosły w październiku o 35.6% r/r
BANKI: Zysk netto sektora wzrósł we wrześniu o 6% r/r do 3,0mld PN (YTD spada o 11% r/r) - NBP
BANKI: Quercus TFI zawarł warunkową umowę nabycia 49% Open Life za 14.8 mln PLN
OKI: MF pracuje z KAS, KNF i GPW nad jednolitymi standardami wdrożenia OKI

OIL, GAS & CHEMICALS
ORLEN: Analiza capexu na Możejki. Możliwość zamknięcia rafinerii

CONSUMER
ALLEGRO.EU: Super-Pharm otwiera oficjalny sklep na Allegro z kilkunastoma tysiącami SKU – Wirtualne Kosmetyki
JERONIMO MARTINS: Sąd obniżył karę za wprowadzające w błąd promocje do ~84 mln PLN, wyrok nieprawomocny - PAP
ZALANDO: Podsumowanie konferencji za 3Q26: Zarząd potwierdza środek przedziału adj. EBIT [lekko pozytywnie]
ASBIS / AMD: Wyniki AMD za 3Q26: Data Center +97% r/r, mocny outlook na 4Q26
ASBIS / SUPERMICRO: Wyniki Supermicro za 1Q FY27: sprzedaż niemal 4x wyższa r/r, mocny outlook przy spadku marży kw/kw
AUTO PARTNER: Przychody ze sprzedaży w październiku'26 na poziomie 427mln PLN, +6,2% r/r
RETAIL ELEKTRONIKI / E-COMMERCE: KE warunkowo zatwierdziła przejęcie MediaMarkt/Saturn przez JD.com za 2,2mld EUR – KE / Reuters, 3.11

TMT
SHOPIFY: Wyniki za 3Q26: lekkie spowolnienie dynamiki GMV przez wysoką bazę, utrzymanie zbliżonej dynamiki przychodów oczekiwane w 4Q26

GAMING
CI GAMES: Studio celuje w budżet LotF II na poziomie 55 mln EUR – CEO na X
11 BIT STUDIOS: Trzy gry wydawnicze w Game Pass w 2027 r. [lekko pozytywne]
ARTIFEX MUNDI: Przychody i koszty UA w październiku '26: płasko m/m [neutralne]
TAKE-TWO INTERACTIVE: GTA VI: pre-load od 10 listopada, premiera niezmiennie 19 listopada
UBISOFT: Ubisoft wśród zainteresowanych przejęciem Arkane Lyon od Microsoftu

INDUSTRIALS
SAAB: Podsumowanie spotkania z inwestorami [neutralne]
CREOTECH INSTRUMENTS / RYNEK SPACE: MikroGlob ma osiągnąć docelowe parametry do marca 2027 - wywiad z szefem ARGUS dla Space24
RYNEK DEFENCE / CSG: Czechy nie realizują 70% celów zdolnościowych NATO, przyspieszenie wydatków dopiero po 2029 roku - Reuters
RYNEK DEFENCE / SPACE: UE i Francja uruchamiają program współpracy francuskich firm z ukraińskimi startupami obronnymi - Reuters
WB ELECTRONICS / DEFENCE: Właściciele WB zgodzili się na IPO, które może dojść do skutku w 1H27 przy wycenie nawet ponad 30mld PLN - Parkiet

CONSTRUCTION & REAL ESTATE
BUDIMEX: Spółka jedynym oferentem w przetargu NASK na serwerownie KCPD o wartości do 2.3mld PLN – Puls Biznesu [pozytywne]
BUDIMEX: Estonia opóźnia Rail Balticę
BUDIMEX: Podsumowanie wywiadu z CEO - Parkiet
MIRBUD: Podpisanie umowy o wartości 464 mln PLN netto z GDDKiA
ATREM: Podpisanie umowy o wartości 128 mln PLN netto z PSE

BIOTECH
MEDINICE: Patent w Izraelu na krioaplikator z końcówką funkcjonalną (projekt CoolCryo)

EUROPEAN COMPANIES
BURCKHARDT COMPRESSION / MACHINERY: Wyniki 1H26/27: powolne odbicie zamówień i presja cenowa w dużych kontraktach
SCHAEFFLER / AUTOMOTIVE TIER1: Wyniki 3Q26: restrukturyzacja poprawia marże przy utrzymującej się słabości automotive
WARTSILA / ENERGY EQUIPMENT: CMD 2026: Energy wydłuża widoczność wzrostu, a serwis zwiększy wyniki w przyszłości

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

MEDICOVER (MCOVB SS; BUY; TP SEK 325)

3Q26 Results Review: Poprawa marż pomimo presji kursowej; mocniejsze wyniki Healthcare, utrzymująca się presja na segment diagnostyczny w Niemczech [neutralne]

EURm	4Q25	2025	1Q26	2Q26	3Q26E*	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenue	**611.7**	**2378.1**	**625.0**	**640.4**	**570.8**	**-6.7%**	**-10.9%**	**585.0**	**582.0**
Revenues: Healthcare	426.8	1650.2	431.7	442.8	374.7	-12.2%	-15.4%	393.9	
Revenues: Diagnostic	192.0	754.9	200.3	205.1	203.8	6.1%	-0.6%	208.4	
EBITDA	90.1	371.0	103.8	106.8	99.3	10.2%	-7.0%	102.3	100.0
Adj. EBITDA	**94.6**	**388.1**	**106.8**	**106.8**	**101.3**	**7.1%**	**-5.1%**	**105.8**	**103.0**
Adj. EBITDAaL	**61.5**	**260.2**	**73.1**	**72.7**	**72.9**	**18.5%**	**0.3%**	**74.5**	
EBITDA: Healthcare	47.7	191.7	48.9	55.6	54.3	13.8%	-2.3%	51.8	
EBITDA: Diagnostic	25.0	106.8	33.4	30.3	29.2	16.8%	-3.6%	32.5	
EBITDA: Central/Other	-11.2	-38.3	-9.2	-13.2	-12.6	-	-	-9.8	
EBIT	35.2	155.7	47.5	51.2	49.3	40.1%	-3.7%	43.4	47.7
Net Profit	18.8	71.5	24.7	24.5	24.8	31.9%	1.2%	20.6	24.3
adj. EBITDA margin	**15.5%**	**16.3%**	**17.1%**	**16.7%**	**17.7%**	228bps	107bps	**17.8%**	**17.7%**
adj. EBITDAaL margin	**10.1%**	**10.9%**	**11.7%**	**11.4%**	**12.8%**	272bps	142bps	**12.5%**	
Healthcare	11.2%	11.6%	11.3%	12.6%	14.5%	332bps	194bps	13.2%	
Diagnostic	13.0%	14.1%	16.7%	14.8%	14.3%	131bps	-45bps	15.6%	
EBIT margin	5.8%	6.5%	7.6%	8.0%	8.6%	288bps	64bps	7.3%	8.2%
Net profit margin	3.1%	3.0%	4.0%	3.8%	4.3%	127bps	52bps	3.5%	4.2%
OCF	100.1	343.7	76.2	73.0	93.8	-6.3%	28.5%		
FCF**	15.1	-105.2	18.5	11.7	38.2	153.0%	226.5%		
Net Debt	1357	1357	1367	1372	1180	-13.0%	-13.9%		
P/E12M trailing	136	40	33	26	26				
EV/EBITDA 12M trailing	16.7	8.3	7.9	7.5	7.0				

Source: Company, Trigon, Infront for consensus. Note: (*) data from continuing operations (ex-MHI), whereas historical data includes MHI (**) CFO-Total Capex (incl. M&A)-Lease Payment.

- Wyniki za 3Q26 nie obejmują indyjskiego biznesu szpitalnego, który zgodnie z IFRS 5 został zaklasyfikowany jako działalność zaniechana.

 # Healthcare:

- **Przychody**: EUR 374,7m (+6,0% r/r), przy wzroście organicznym 8,0%, z czego 6,3pp wynikało z podwyżek cen. Negatywny wpływ FX wyniósł 1,9pp, natomiast przychody z przejęć wyniosły EUR 0,5m.
- Dynamika przychodów według krajów: Polska +8,2% r/r (EUR 310,3m); Rumunia -1,4% (EUR 46,1m); Niemcy -17,4% (EUR 11,5m); pozostałe kraje +8,1% (EUR 6,2m). Indie zostały wyłączone z działalności kontynuowanej w wyniku reklasyfikacji zgodnie z IFRS 5.
- **Liczba abonentów**: Liczba członków objętych finansowanymi pakietami medycznymi spadła o 4,0% r/r do 1 487 tys. (-62 tys. r/r), głównie w wyniku słabszych wyników na rynku rumuńskim. Łączna liczba aktywnych relacji z klientami przekroczyła 4,1 mln.
- **Rozwój sieci**: Liczba przychodni medycznych spadła do 170 (-8% r/r), natomiast liczba szpitali pozostała stabilna na poziomie 18, przy 1 415 dostępnych łóżkach (-6% r/r). Sieć fitness zwiększyła się do 189 klubów (+9% r/r), z czego cztery otwarto w 3Q26, a łącznie 16 w 9M26. Zarząd kontynuuje optymalizację sieci, koncentrując się na lokalizacjach o wyższej rentowności.
- **Rentowność**: EBITDA wzrosła o 9,6% r/r do EUR 74,0m, przy poprawie marży o 70pb do 19,8%. EBITDAaL zwiększyła się o 12,4% r/r do EUR 54,3m, przy wzroście marży o 90pb do 14,5%. EBIT wzrósł o 22% r/r do EUR 40,6m, co odpowiada marży 10,8% (+140pb r/r).

 # Diagnostics

- **Przychody**: EUR 203,8m (+6,3% r/r), przy wzroście organicznym 8,5%, z czego 4,3pp pochodziło z podwyżek cen. Negatywny wpływ FX wyniósł 2,2pp, głównie w związku z osłabieniem UAH i RON. W kwartale nie rozpoznano przychodów z przejęć.
- Dynamika przychodów według krajów: Niemcy +2,1% r/r (EUR 82,7m); Rumunia +5,4% (EUR 36,8m); Polska +8,6% (EUR 23,8m); Ukraina +16,4% (EUR 25,2m); pozostałe kraje +9,0% (EUR 28,5m). Wzrost wspierał silny popyt na badania finansowane bezpośrednio przez pacjentów w CEE, podczas gdy Niemcy pozostawały najsłabszym spośród głównych rynków.
- **Struktura przychodów:** Przychody prywatne wzrosły o 10,1% r/r do EUR 142,9m, podczas gdy przychody z finansowania publicznego spadły o 3,2% do EUR 54,1m.
- **Wolumen badań:** Liczba wykonanych badań laboratoryjnych wzrosła o 5,3% r/r do 40,2 mln, wobec 38,2 mln w 3Q25. Wolumen obejmował 1,4 mln niskomarżowych badań podstawowych realizowanych na Ukrainie w ramach finansowania publicznego, wobec 0,9 mln rok wcześniej. Rosnący udział badań zaawansowanych dodatkowo wspierał korzystną zmianę miksu sprzedaży.
- **Rozwój sieci:** Liczba laboratoriów spadła do 132 (-5% r/r), natomiast liczba punktów pobrań zwiększyła się do 1 101 (+5% r/r), odzwierciedlając dalszą optymalizację sieci i poprawę dostępności usług, szczególnie w Polsce. Liczba przychodni diagnostycznych zmniejszyła się nieznacznie do 34 z 35.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	155 850	-0,3%	1%	40%
WIG20	4 139	-0,3%	1%	39%
mWIG40	10 487	-0,3%	0%	30%
sWIG80	29 347	0,1%	-4%	-2%
PX (Prague)	2 645	0,4%	1%	10%
BUX (Budapest)	146 075	0,5%	4%	35%
BET (Bucharest)	34 803	-0,8%	8%	54%
BIST30 (Istanbul)	13 754	0,4%	-10%	16%
DAX	25 865	-0,4%	3%	8%
FTSE 100	10 638	-1,1%	2%	10%
STOXX Europe 600	646	-0,6%	2%	13%
S&P 500	7 569	0,4%	-2%	12%
NASDAQ 100	28 180	0,7%	-9%	11%
Nikkei 225	62 189	0,0%	-9%	21%
Shanghai Comp	3 684	-0,8%	-4%	-7%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5,7%	-8,7	-11,3	102,6
PL 10Y bond yield	6,3%	-8,2	-1,5	94,9
CZ 10Y bond yield	5,3%	-5,7	-1,3	79,0
HU 10Y bond yield	5,5%	1,0	-20,0	-132,0
RO 10Y bond yield	7,1%	-1,2	-22,1	18,0
WIBOR 3M	3,9%	0,0	7,0	-49,0
EURIBOR 3M	2,7%	3,8	11,6	67,4

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	3,93	-0,3%	0,6%	6%
EUR/PLN	4,41	0,0%	0,7%	3,4%
EUR/USD	1,12	0,3%	0,1%	-2,2%
GBP/PLN	5,29	0,0%	-2,4%	-8,7%
CZK/PLN	0,18	0,0%	-1,1%	-3,6%
HUF/PLN	0,012	-0,1%	-1,5%	-9,4%
RON/PLN	0,83	0,0%	-0,6%	1,5%
CNY/PLN	0,59	0,5%	-2,4%	-11,5%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4 028	2,2%	-3%	2%
Silver (USD/toz)	51,7	4%	-15%	10%
Copper (USD/t)	14 036	-2,2%	-2%	29%
Zinc (USD/t)	3 791	-2,6%	2%	22%
Molybdenum (USD/lb)	33,3	1,8%	0%	38%
Iron ore (USD/t)	92	1,1%	1%	-12%
HCC (USD/t)	258	-1,0%	0%	15%
HRC EU (EUR/t)	750	0,0%	1%	25%
Brent crude oil (USD/bbl.)	103,9	0,3%	2%	61%
CO2 (EUR/t)	89,9	-0,7%	7%	8%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	92,0	-1%	21%	191%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	156	1,5%	21%	76%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	568	-1,9%	5%	29%
Shanghai Freight Index	3 687	0,2%	1%	163%

- **Rentowność:** EBITDA wzrosła o 5,5% r/r do EUR 37,8m, przy spadku marży o 20pb do 18,5%. EBITDAaL zwiększyła się o 6,2% do EUR 29,2m, natomiast marża pozostała stabilna r/r na poziomie 14,3%. EBIT wzrósł o 8,3% r/r do EUR 22,3m, przy poprawie marży o 20pb do 10,9%.

ENEA (ENA PW; BUY; TP PLN 25.8)

Szacunkowe wyniki za 3Q26 [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	6 589	7 099	7 198	5 639	6 074	-8%	8%	6 326	6 300
EBITDA	**1 271**	**967**	**1 548**	**1 204**	**1 139**	-10%	-5%	**1 165**	**1 165**
Generation	467	663	637	464	368	-21%	-21%	418	
Power Plants	412	524	438	397	291	-29%	-27%	345	
Heat	27	99	118	25	19	-29%	-24%	25	
RES	28	40	80	42	58	108%	37%	48	
Distribution	701	685	741	708	769	10%	9%	705	
Mining	-106	240	26	81	82	-	2%	82	
Trading	170	-403	71	25	-37	-	-	10	
Others	40	-218	74	-74	-43	-	-	-50	
EBIT	912	-727	1 189	811	-	-	-	775	800
Net profit	**747**	**-856**	**929**	**568**	**542**	-27%	-5%	**490**	**582**
OCF	2 619	-1 362	1 319	1 929	-	-	-	416	
Capex	-985	-2 063	-1 523	-1 682	-	-	-	-2 800	
Capex (company)	-983	-1 774	-962	-2 196	-2 525	157%	15%	-2 800	
Net debt (company)	-751	2 711	2 762	2 279	2 770	-	22%	5 257	491
ND/EBITDA (company)	-0.12	0.48	0.53	0.46	0.57				
Economic Net debt	2 065	3 360	3 440	3 575	-	-	-	6 553	2 979
EBITDA margin	19%	14%	22%	21%	19%			18%	
EBIT margin	14%	-	17%	14%	-			12%	
Net profit margin	11%	-	13%	10%	9%			8%	
P/E12M trailing	13.5	6.1	6.5	7.9	9.3				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	2.3	2.7	3.0	3.1	-				

Source: Company, Trigon DM

KPI	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q
Electricity generation (TWh)	4.5	5.7	5.9	4.5	4.5	-1%	-1%
Conventional	3.8	5.0	5.1	3.7	3.9	2%	5%
RES	0.7	0.8	0.8	0.8	0.6	-18%	-26%
Coal production (m tonnes)	1.3	2.4	2.0	2.3	2.0	51%	-15%
Distribution (TWh)	4.9	5.3	5.4	5.0	5.0	2%	-1%
Sales in trading (TWh)	5.9	6.5	6.5	5.3	5.5	-7%	4%

Source: Company, Trigon DM

- **Wyniki za 3Q26 są zbliżone do oczekiwań**. **EBITDA** wyniosła 1.14 mld PLN (-2% vs. konsensus i nasza prognoza), a **zysk netto** 0.54 mld PLN, wobec naszej prognozy 0.49 mld i konsensusu 0.58 mld PLN.
- **Capex** wyniósł 2.5 mld PLN (+15% q/q), poniżej zakładanych przez nas 2.8 mld. Raportowany przez Spółkę wskaźnik ND/EBITDA wzrósł z 0.46x do 0.57x q/q, co implikuje **wzrost raportowanego długu netto** (bez rezerw na CO2) **o ok. 0.5 mld q/q** do 2.78 mld PLN. Istotniejsza będzie jednak publikacja ekonomicznego długu netto, dla którego zakładaliśmy wzrost o ok. 3 mld q/q.
- Lepiej od naszej prognozy wypadł segment **dystrybucji**, gdzie EBITDA wzrosła o 9% q/q do 0.77 mld PLN (vs. nasze 0.71 mld), przy wzroście wolumenów o 2% r/r. Spadł poziom rezerw dotyczących majątku sieciowego.
- Poniżej naszych oczekiwań wypadły **energetyka konwencjonalna** (0.29 mld PLN EBITDA vs. prognozowane 0.34 mld, przy niższych r/r marżach na odkupach i współspalaniu) oraz **trading** (-37 mln PLN vs. oczekiwane +10 mln).
- Publikacja raportu za 3Q26: 18 listopada

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2812	2455,7	2551,9	2502,5	110%
WIG20	2185,5	1983,1	2052,3	2060,9	106%
WIG40	452,6	361,9	393,0	357,5	115%
sWIG80	66,4	56,6	59,1	60,3	112%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	317	XTB	100,3	DIG	6,3
KGH	295,7	ASB	40,4	EUR	6,0
ALE	268,7	BFT	36,7	GNS	3,3
PKN	180,9	ACP	35,2	SCW	3,2
PEO	152,6	MDV	30,0	ICE	1,9
LPP	121,0	MIL	29,2	BMC	1,8
DNP	107,7	TPE	22,4	COG	1,6
ZAB	69,4	SNT	11,0	LWB	1,4
PCO	65,4	GPW	10,9	DAT	1,4
PZU	61,4	APR	10,9	MDG	1,3

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ZAB	146%	EUR	334%	EUR	334%
KGH	126%	ATC	233%	WWL	291%
MBK	122%	GPP	181%	WLT	260%
LPP	117%	PKP	159%	ATC	233%
ALE	106%	MIL	142%	STP	195%
MDV	104%	CAR	134%	BMC	185%
PEO	99%	NEU	133%	ICE	178%
PKN	97%	DOM	128%	FRO	153%
PKO	90%	XTB	128%	ROB	150%
PCO	88%	APR	124%	ARL	149%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			**WIG20**		**Worst**
PEO	261	3,0%	KGH	275	-4%
BDX	735	2,9%	LPP	26 220	-2,9%
PKO	114	1,2%	ALE	58	-2,7%
ALR	136	1,1%	MDV	93	-2,6%
EBP	769	1,0%	PGE	16	-2,5%
Best			**mWIG40**		**Worst**
EUR	4,8	12,0%	ACP	236,6	-5%
PKP	10,0	8,1%	GPP	52,0	-3,2%
SNT	322,4	2,8%	MDV	93,2	-2,6%
HUG	24,6	2,7%	ABE	143,0	-1,9%
APR	28,0	1,8%	GPW	94,9	-1,2%
Best			**sWIG80**		**Worst**
EUR	4,8	12,0%	CLN	16,8	-4%
DIG	300,0	4,9%	BMC	11,0	-3,7%
ICE	56,7	4,4%	MDG	21,6	-3,6%
AMB	18,4	3,0%	REX	10,9	-3,5%
STP	245,0	2,9%	UNI	14,2	-3,0%

DATAWALK

Szacunkowe skonsolidowane wyniki finansowe za 3Q26 [lekko negatywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E
Revenues	**10.3**	**7.3**	**6.7**	**4.0**	**7.0**	**3.5**	**-52%**	**-50%**	**5.0**
Revenues y/y	*130%*	*58%*	*-26%*	*-70%*	*-32%*	*-52%*			*-32%*
Revenues LTM	37.5	40.2	37.8	28.4	25.1	21.2	-47%	-15%	22.7
Revenues LTM y/y	*62%*	*73%*	*53%*	*-10%*	*-33%*	*-47%*			*-44%*
adj. EBITDA	**-5.3**	**-5.8**	**-8.1**	**-11.8**	**-10.9**	**-16.9**	-	-	**-12.6**
Rev. minus adj. EBITDA	15.6	13.1	14.8	15.8	17.9	20.4	55%	14%	17.5
EBIT	-60.4	1.9	-15.3	-49.1	9.3	-25.6	-	-	-18.0
adj. EBIT	**-6.3**	**-7.0**	**-9.3**	**-13.0**	**-12.1**	**-18.1**	**-**	**-**	**-13.7**
EV/Sales LTM	15.2	14.4	15.3	19.5	22.3	26.8			

Source: Company, Trigon

PASSUS

Wyniki finansowe za 3Q26

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Revenues	**14.7**	**36.6**	**60.6**	**23.7**	**45.5**	**16.7**	**-54%**	**-63%**
y/y	*0%*	*46%*	*2%*	*107%*	*210%*	*-54%*		
Public sector	5.4	16.7	24.6	7.6	22.6	5.6	-67%	-75%
Commercial sector	9.3	20.0	36.0	16.1	22.9	11.2	-44%	-51%
IT Integration	9.5	28.2	50.3	13.1	34.1	11.4	-60%	-67%
AWS Services	5.1	8.4	10.3	10.5	11.2	5.5	-35%	-51%
Hardware	0.2	0.1	4.3	0.0	3.1	0.9	1252%	-72%
Licences	5.8	26.4	35.4	14.5	26.7	6.9	-74%	-74%
Support / maintenance	8.0	9.8	20.8	9.0	15.4	7.3	-25%	-53%
Other services	0.7	0.4	0.0	0.2	0.2	1.6	295%	977%
Gross profit from sales	-1.0	6.5	7.3	1.2	5.7	-6.3	-	-
EBITDA	0.3	7.0	7.7	1.6	6.0	-6.0	-	-
EBIT	**-0.1**	**6.7**	**7.4**	**1.2**	**5.7**	**-6.3**	**-**	**-**
y/y	-	*99%*	*-35%*	-	-	-		
Net profit a.m.	**-0.2**	**4.9**	**6.0**	**0.6**	**4.2**	**-5.5**	**-**	**-**
Operating CF	-4.7	9.1	2.3	-11.5	12.4	-2.3	-	-
CAPEX	0.0	0.0	-2.4	-0.1	0.1	0.0	-	-
Net debt	-9.3	-14.9	-14.5	-2.9	-11.6	-9.3	-38%	-20%
P/E 12M trailing	15.9	13.1	25.7	23.1	16.6	49.6		

Source: Company, Trigon

- Wyniki za 3Q były poniżej oczekiwań zarządu ze względu na przesunięcie realizacji jednego z dużych kontraktów na czwarty kwartał;
- Koszty programu motywacyjnego obciążyły wynik EBITDA kwotą 7,3mln PLN, EBITDA bez ESOP wyniosła 1,3mln PLN (-81% r/r).

MFO

Wstępne wyniki 3Q26: EBITDA 13% poniżej naszych szacunków [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	LTM
Revenues	178	168	173	217	181	2%	-17%	190	739
Gross profit	19.9	18.0	19.4	28.7	-	-	-	23.0	n/a
Other operating items, net	0.5	1.0	0.8	0.1	-	-	-	0.0	n/a
EBITDA	8.1	4.4	6.9	12.4	7.9	-2%	-36%	9.1	32
adj. EBITDA	8.1	4.4	6.9	12.4	-	-	-	9.1	n/a
EBIT	5.4	1.5	3.9	9.1	4.6	-14%	-49%	5.6	19
Net financial costs	-1.5	-2.6	-0.8	-2.0	-	-	-	-2.2	n/a
EBT	3.9	-1.1	3.1	7.1	-	-	-	3.5	n/a
Net profit	3.3	-1.0	2.4	6.4	2.7	-16%	-57%	2.8	10.6
Gross margin	11.2%	10.7%	11.2%	13.2%	-	-	-	11.7%	-
EBITDA margin	4.6%	2.6%	4.0%	5.7%	4.4%	-0.2pp	-1.3pp	3.8%	4.3%
EBIT margin	3.0%	0.9%	2.2%	4.2%	2.6%	-0.5pp	-1.6pp	2.1%	2.6%
Net profit margin	1.8%	-0.6%	1.4%	3.0%	1.5%	-0.3pp	-1.4pp	0.8%	1.4%
OCF	27	-12	20	34	-	-	-	-31	n/a
Net debt	75	105	103	93	-	-	-	139	n/a
P/E 12M trailing	13.3	16.4	18.3	14.9	15.6				
EV/EBITDA 12M trailing	8.3	9.1	9.5	8.1	-				

Source: Company, Trigon

FINANCIALS

GPW (GPW PW; SELL; TP 84.5 PLN)

Obroty akcjami na Głównym Rynku wzrosły w październiku o 35.6% r/r

- Łączna wartość obrotów akcjami wyniosła 59.5 mld PLN, a w arkuszu zleceń 57.6 mld PLN, o 33.6% więcej r/r;
- Średnia dzienna wartość obrotów wyniosła 2.62 mld PLN, o 39.7% więcej r/r;
- Obroty ETF, ETN i ETC wzrosły o 49.1% r/r do 596.6 mln PLN, a wolumen instrumentów pochodnych o 9.1% do 0.8 mln szt;
- Obroty akcjami na NewConnect spadły o 31.9% r/r do 135.5 mln PLN.

BANKI

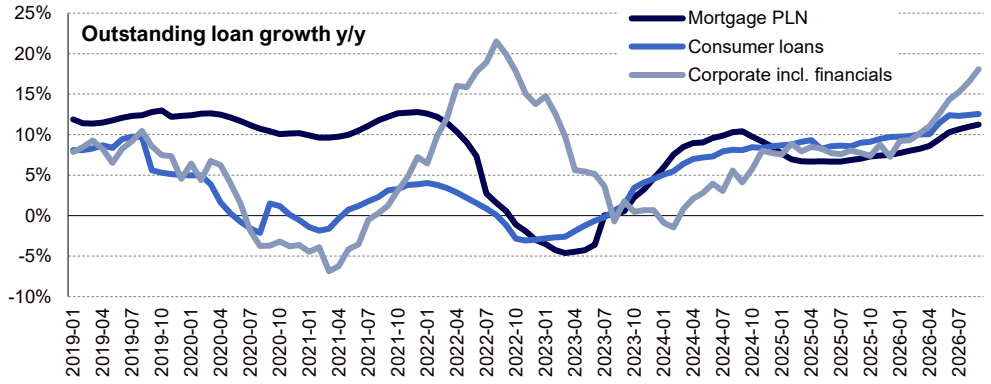
Zysk netto sektora wzrósł we wrześniu o 6% r/r do 3,0mld PN (YTD spada o 11% r/r) - NBP

(mln PLN)	w.25	p.25	l.25	g.25	s.26	l.26	m.26	k.26	m.26	c.26	l.26	s.26	w.26	r/r	YTD
Wynik odsetkowy	8 646	9 420	9 293	8 765	9 415	8 467	9 109	8 829	9 433	8 455	9 737	9 776	9 315	8%	1%
Wynik prowizyjny	1 707	1 741	1 554	1 868	1 773	1 587	1 897	1 748	1 693	1 861	1 822	1 661	1 812	6%	6%
Pozostałe przychody	-912	-244	214	-1 942	697	645	233	699	1 006	963	358	564	-706	n.a.	691%
Przychody ogółem	**9 441**	**10 917**	**11 061**	**8 691**	**11 885**	**10 699**	**11 239**	**11 276**	**12 132**	**11 279**	**11 917**	**12 001**	**10 421**	**10%**	**5%**
Koszty operacyjne	-4 974	-5 042	-4 981	-5 654	-6 613	-5 390	-5 579	-4 888	-4 995	-5 482	-5 250	-5 209	-5 261	6%	8%
Wynik operacyjny	4 467	5 875	6 080	3 037	5 272	5 309	5 660	6 388	7 137	5 797	6 667	6 792	5 160	16%	3%
Saldo rezerw	-907	-253	-604	-609	-319	-353	-569	-472	-495	-645	-333	-439	-497	-45%	-3%
Zysk netto	**2 815**	**4 203**	**4 826**	**3 755**	**3 080**	**2 996**	**3 352**	**3 793**	**4 390**	**3 364**	**4 155**	**4 175**	**2 975**	**6%**	**-11%**

Źródło: NBP

(PLNm)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	y/y	q/q	YTD
Net interest income	27 159	27 623	27 582	27 000	27 493	27 478	26 991	26 717	28 828	5%	8%	1%
Net F&C result	4 936	4 827	4 923	5 001	5 077	5 163	5 257	5 302	5 295	4%	0%	6%
Other income	-1 127	-3 851	533	-210	241	-1 972	1 575	2 668	216	-10%	-92%	691%
Total income	**30 968**	**28 599**	**33 038**	**31 791**	**32 811**	**30 669**	**33 823**	**34 687**	**34 339**	**5%**	**-1%**	**5%**
Total costs	-13 601	-14 998	-16 203	-14 286	-14 560	-15 677	-17 582	-15 365	-15 720	8%	2%	8%
Operating profit	17 367	13 601	16 835	17 505	18 251	14 992	16 241	19 322	18 619	2%	-4%	3%
Net provisions	-1 970	-1 210	-1 291	-1 293	-1 660	-1 466	-1 241	-1 612	-1 269	-24%	-21%	-3%
Net profit	**11 324**	**8 996**	**11 727**	**11 614**	**12 738**	**12 784**	**9 428**	**11 547**	**11 305**	**-11%**	**-2%**	**-11%**

Source: NBP



BANKI

Quercus TFI zawarł warunkową umowę nabycia 49% Open Life za 14.8 mln PLN

- Quercus Agent Transferowy, spółka zależna Quercus TFI, ma nabyć pakiet od syndyka Open Finance; zawarcie umowy nie przeniosło własności akcji ani nie spowodowało zapłaty ceny;
- Zamknięcie transakcji wymaga zgody rady wierzycieli, spełnienia warunku antymonopolowego oraz niewniesienia sprzeciwu przez KNF;
- Data końcowa przypada na 4 listopada 2027 roku, z możliwością przedłużenia o maksymalnie sześć miesięcy; zakup ma być finansowany ze środków własnych grupy;
- Zobowiązania inwestorskie mogą obejmować wsparcie Open Life w przypadku spadku płynności lub kapitałów poniżej wymaganych poziomów.

OKI

MF pracuje z KAS, KNF i GPW nad jednolitymi standardami wdrożenia OKI

- Ministerstwo Finansów planuje rozpoczęcie szerszej kampanii informacyjnej w grudniu, przed uruchomieniem osobistych kont inwestycyjnych 1 stycznia 2027 roku;
- Resort konsultuje z instytucjami finansowymi jednolite rozumienie przepisów wspólnie z Krajową Administracją Skarbową, KNF i GPW.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)

Analiza capexu na Możejki. Możliwość zamknięcia rafinerii

- Orlen analizuje zasadność dokończenia instalacji pogłębionego przerobu ropy (BoB) w Możejkach, na co według nieoficjalnych informacji PAP potrzeba dodatkowych 600–700 mln USD. Alternatywą jest rezygnacja z projektu i ryzyko zamknięcia rafinerii w kolejnych latach. Prezes Fąfara wskazał, że przez ostatnie 20 lat Orlen zainwestował w Możejki ponad 5 mld USD (2.3 mld USD zakup i 2.8 mld USD modernizacje), przy łącznym zysku netto rafinerii na poziomie zaledwie 1 mld USD. Dokończenie BoB mogłoby wydłużyć działalność zakładu o kilkanaście lat, jednak warunkiem inwestycji jest możliwość jej sfinansowania przez Orlen Lietuva bez dodatkowego wsparcia Grupy. Decyzja będzie analizowana w najbliższych tygodniach. Prezes podkreślił również strategiczne znaczenie rafinerii dla bezpieczeństwa energetycznego Litwy.

CONSUMER

ALLEGRO.EU (ALE PW; BUY; TP PLN 65)

Super-Pharm otwiera oficjalny sklep na Allegro z kilkunastoma tysiącami SKU – Wirtualne Kosmetyki

- Oferta obejmuje kilkanaście tysięcy produktów, m.in. kosmetyki, dermokosmetyki, suplementy i marki własne Super-Pharm;
- Według danych Allegro w 2025 z kategorii Uroda korzystało 7mln aktywnych kupujących, a platforma odpowiada za ok. 20% internetowych wydatków na kosmetyki w Polsce.

JERONIMO MARTINS (JMT PL; BUY; TP 21 EUR)

Sąd obniżył karę za wprowadzające w błąd promocje do ~84 mln PLN, wyrok nieprawomocny - PAP

- SOKiK obniżył karę dla Jeronimo Martins Polska do ~84 mln PLN z blisko 105 mln PLN nałożonych przez UOKiK w grudniu 2025;
- Sprawa dotyczy promocji „Specjalna Środa" i „Walentynkowa Środa", obiecujących zwrot 100% wartości zakupów na vouchery, bez ujawnienia istotnych ograniczeń ich wykorzystania;
- Sąd potwierdził wprowadzanie konsumentów w błąd oraz umyślny charakter naruszeń, podzielając ocenę UOKiK;
- Wyrok jest nieprawomocny, UOKiK zapowiada apelację dotyczącą obniżenia kary, a Biedronka zdecyduje o dalszych krokach po analizie pisemnego uzasadnienia;
- Na rozstrzygnięcie drugiej instancji oczekują również sprawy kar 506 mln PLN za wykorzystywanie przewagi kontraktowej oraz 160 mln PLN dotyczących „tarczy antyinflacyjnej".

ZALANDO (ZAL GR)

Podsumowanie konferencji za 3Q26: Zarząd potwierdza środek przedziału adj. EBIT [lekko pozytywnie]

#Marża brutto

- Spadek marży brutto grupy o 0.9pp r/r: -0.6pp z B2C oraz -0.2pp z efektu mixu (szybszy wzrost niżej marżowego B2B);
- Zarząd określa spadek jako przejściowy, a 3Q26 wykorzystano na wyprzedaże końca sezonu i kampanie back-to-school, głównie w kategorii sneakers;
- W 4Q26 spółka oczekuje poprawy marży brutto r/r, w całym 2026 marży płaskiej r/r;
- W 2027 marża brutto ma dalej rosnąć dzięki partner business, retail media i zdrowej pozycji zapasowej;
- Spółka wykorzystała słabszą aktywność graczy z Chin do przejęcia popytu w 3Q26, natomiast w 4Q26 zarząd nie przesądza o utrzymaniu tego efektu;

#Logistyka

- Centrum logistyczne w Erfurcie zostało zamknięte z końcem września 2026;
- Wciąż trwa implementacja zautomatyzowanych centrów w Giessen, Paryżu i Rotterdamie oraz integracja sieci logistycznej ABOUT YOU;
- Zarząd oczekuje dalszej poprawy kosztów fulfilmentu w 2027 i 2028.

#B2B

- ZFS zbliża się do progu 1mld EUR przychodów;
- Wzrost Multi-Channel Fulfilment jest napędzany współpracą z Next oraz startem z M&S na 22 rynkach;
- Dodatkowe wsparcie marży brutto wynika z łączenia przesyłek przy rosnącym wolumenie ZFS;
- Zarząd oczekuje normalizacji marży adj. EBIT B2B do ok. 9-10% (3Q26 zawierał efekty przejściowe).

#Guidance oraz trading update

- Zarząd zadeklarował pełne przekonanie co do realizacji środka przedziału adj. EBIT na 2026 (700mln EUR), co implikuje wzrost adj. EBIT w 4Q26 o ok. 24% r/r;
- Ekspansja marży w 4Q26 ma wynikać głównie z linii opex oraz dalszych synergii z ABOUT YOU;
- Current trading zgodny z planem: dobry start sezonu jesień/zima i rosnące wskaźniki sell-through;
- Popyt utrzymuje się, natomiast europejski klient pozostaje bardzo wrażliwy na cenę i ostrożny.

ASBIS (ASB PW; HOLD; TP PLN 180) / AMD

Wyniki AMD za 3Q26: Data Center +97% r/r, mocny outlook na 4Q26

- Przychody wyniosły 13,38 mld USD (+45% r/r, +16% kw/kw), a EBIT non-GAAP 3,92 mld USD (+75% r/r), przy marży 29% (+5 p.p. r/r);
- Sprzedaż Data Center wzrosła do 8,5 mld USD (+97% r/r), wspierana popytem na procesory EPYC oraz akceleratory Instinct, w tym MI450;
- Przychody Client & Gaming spadły o 8% r/r do 3,7 mld USD, sprzedaż Client wzrosła o 7%, natomiast Gaming spadła o 40%.
- Guidance na 4Q26 zakłada przychody 17 mld USD ±3% (+66% r/r, +27% kw/kw) oraz marżę brutto non-GAAP ~55%, wzrost mają wspierać dostawy systemów Helios i procesorów Venice.

ASBIS (ASB PW; HOLD; TP PLN 180) / SUPERMICRO

Wyniki Supermicro za 1Q FY27: sprzedaż niemal 4x wyższa r/r, mocny outlook przy spadku marży kw/kw

- Według wstępnych, nieaudytowanych wyników przychody wyniosły 19,95 mld USD, wobec 5,02 mld USD rok wcześniej i 11,1 mld USD kwartał wcześniej;
- Marża brutto wyniosła 12,7%, wobec 9,3% rok wcześniej i 17,5% kwartał wcześniej, zysk netto wzrósł do 1,59 mld USD ze 168 mln USD;

Guidance przychodów na 2Q FY27 wynosi 19,5-21,5 mld USD, a na cały FY27 72-82 mld USD;

- Przepływy operacyjne wyniosły -434 mln USD, przy znacznym wzroście należności i zapasów.

AUTO PARTNER (APR WP; BUY; TP PLN 34.5)

Przychody ze sprzedaży w październiku'26 na poziomie 427mln PLN, +6,2% r/r

- YTD 4,15mld PLN, +10,5% r/r.

RETAIL ELEKTRONIKI / E-COMMERCE

KE warunkowo zatwierdziła przejęcie MediaMarkt/Saturn przez JD.com za 2,2mld EUR – KE / Reuters, 3.11

- Komisja Europejska wydała zgodę na przejęcie Ceconomy, właściciela MediaMarkt i Saturn, przez chińskiego JD.com. Spółka oczekuje finalizacji transakcji do 12 listopada;
- KE zidentyfikowała ryzyko wykorzystania chińskich subsydiów do finansowania ekspansji i agresywnej polityki cenowej;
- JD.com zobowiązał się do prowadzenia transakcji wewnątrzgrupowych na warunkach rynkowych oraz udostępniania usług logistycznych i technologicznych zewnętrznym detalistom na takich samych zasadach jak Ceconomy. Zobowiązania obowiązują przez 10 lat.

TMT

SHOPIFY

Wyniki za 3Q26: lekkie spowolnienie dynamiki GMV przez wysoką bazę, utrzymanie zbliżonej dynamiki przychodów oczekiwane w 4Q26

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26
GMV (USD b)	**74.8**	**87.8**	**92.0**	**123.8**	**100.7**	**115.6**	**119.1**
GMV y/y	*23%*	*31%*	*32%*	*31%*	*35%*	*32%*	*29%*
GMV 2Y CAGR	*23%*	*26%*	*28%*	*28%*	*29%*	*31%*	*31%*
GMV Europe y/y (c. cur.)	*39%*	*42%*	*42%*	*35%*	*35%*	*34%*	*33%*
Revenues (USD m)	**2,360**	**2,680**	**2,844**	**3,672**	**3,170**	**3,583**	**3,742**
Revenues y/y	*27%*	*31%*	*32%*	*31%*	*34%*	*34%*	*32%*
Subscription rev.	620	656	699	777	750	802	836
Solutions rev.	1,740	2,024	2,145	2,895	2,420	2,781	2,906
Take rate (% of GMV)	**3.16%**	**3.05%**	**3.09%**	**2.97%**	**3.15%**	**3.10%**	**3.14%**
thereof subscr.	*0.83%*	*0.75%*	*0.76%*	*0.63%*	*0.74%*	*0.69%*	*0.70%*
thereof solutions	*2.33%*	*2.30%*	*2.33%*	*2.34%*	*2.40%*	*2.41%*	*2.44%*
Gross profit	**1,169**	**1,302**	**1,391**	**1,693**	**1,546**	**1,708**	**1,781**
Gross profit margin	*50%*	*49%*	*49%*	*46%*	*49%*	*48%*	*48%*
EBIT (USD m)	**203**	**291**	**343**	**631**	**382**	**488**	**568**
EBIT y/y	*136%*	*21%*	*21%*	*36%*	*88%*	*68%*	*66%*
EBIT margin	*9%*	*11%*	*12%*	*17%*	*12%*	*14%*	*15%*
Net profit	-682	906	264	743	-581	1,502	462

Source: Company, Trigon

- Przychody 3,74 mld USD (+32% r/r, również w stałych walutach), nieznacznie poniżej konsensusu 3,77 mld USD;
- Adj. EPS 0,49 USD (+44% r/r), powyżej konsensusu 0,47 USD;
- GMV 119,1 mld USD (+29,5% r/r), wobec oczekiwań ok. 120 mld USD i +31,6% w 2Q26;
- FCF 816 mln USD (+61% r/r), marża 22% wobec 18% rok wcześniej;

#Segmenty i geografia

- Merchant Solutions: przychody +35% r/r do 2,91 mld USD;
- Subscription Solutions: przychody +20% r/r do 836 mln USD, MRR +19% do 230 mln USD;
- Shopify Payments: 81,4 mld USD GMV (+35% r/r), penetracja 68% (+3 pp r/r);
- GMV w Europie +33% r/r w stałych walutach wobec +34% w 2Q26, a w Ameryce Północnej +28%, trzeci kwartał z rzędu;
- B2B GMV +74% r/r, Offline GMV +30%, Shop Pay GMV +50%;
- Najszybciej rosną sprzedawcy z GMV powyżej 25 mln USD, ale największy przyrost GMV nadal zapewnia grupa 2-25 mln USD;
- Wzrost GMV pochodził w zbliżonych proporcjach od nowych sprzedawców i ze wzrostu sprzedaży istniejących sklepów;

#Outlook 4Q26 i rentowność

- Przychody mają wzrosnąć o niskie trzydzieści kilka procent r/r, przy negatywnym wpływie walut poniżej 1 pp;
- Zysk brutto ma wzrosnąć o wysokie dwadzieścia kilka procent r/r, a koszty operacyjne stanowić 29-30% przychodów;
- Marża FCF ma pozostać na poziomie z 4Q25, przy większych wydatkach marketingowych, inwestycjach w infrastrukturę i sezonowo wyższych płatnościach podatkowych;
- Marża brutto Merchant Solutions poprawiła się r/r trzeci kwartał z rzędu dzięki renegocjacji kosztów płatności, usługom wymiany walut i reklamie;

#Konferencja

- Shopify nadal zwiększa udział w rynku: według zarządu europejscy merchanci podwoili udział w e-commerce w trzy lata i od początku 2025 r. odpowiadają za ponad 40% przyrostu rynku;
- Ruch z kanałów AI wzrósł 2,6x r/r, a liczba zamówień 3,3x, przy nadal niewielkiej skali tego kanału;
- Konwersja ruchu z AI była o 64% wyższa niż z organic search, a wejścia bezpośrednio na kartę produktu występowały 3x częściej;
- Wyszukiwanie wykorzystujące Shopify Catalog konwertuje 2x lepiej niż ogólne wyszukiwanie AI, dzięki uporządkowanym danym o produktach, cenach i dostępności;
- Aż 74% zakupów przypisanych AI dotyczyło produktów spoza 100 największych kategorii, co wskazuje na potencjał lepszego dotarcia do klientów przez niszowe marki;
- Zarząd widzi w agentach AI również nowy kanał pozyskiwania merchantów, którzy mogą przygotować sklep w rozmowie z asystentem i następnie uruchomić go na Shopify;
- Przy przekierowaniu klienta z agenta AI do sklepu Shopify ekonomika transakcji dla platformy pozostaje taka sama jak przy innych źródłach ruchu;
- Shop Pay może być wykorzystywany jako portfel także przy zakupach przez wybranych agentów poza sklepami Shopify, zwiększając potencjalny zasięg usługi;
- Dzienne wykorzystanie Sidekick (asystent handlowy AI zintegrowany bezpośrednio z panelem administracyjnym platformy) nadal szybko rośnie: liczba aktywnych merchantów wzrosła 3,7x r/r;
- Sidekick odpowiadał za około 2/3 tworzonych automatyzacji Shopify Flow, rozszerzając zastosowania na zarządzanie zapasami, analizę dostaw, ceny i aplikacje zewnętrzne;
- Canvas (wizualny kreator stron) umożliwia budowę spersonalizowanego sklepu poprzez opis w Sidekick i według spółki skraca czas uruchomienia o 20%;
- Koszty Sidekick obciążały marżę Subscription Solutions r/r, ale spadły o 18% kw/kw dzięki niższemu kosztowi na konwersację o 28%, mimo wzrostu liczby rozmów w tym kanale o 14%;
- Shopify rozwija witrynę Shop.com (domena nabyta w 3Q26 za 99mln PLN) jako miejsce odkrywania marek i zakupów, przy ponad dwukrotnym wzroście GMV Shop (aplikacja) r/r;
- POS staje się samodzielnym kanałem pozyskiwania klientów: 55% merchantów wdrażających tę usługę w 3Q26 było nowych dla Shopify.

GAMING

CI GAMES (CIG PW; SELL; TP PLN 2.34)

Studio celuje w budżet LotF II na poziomie 55 mln EUR – CEO na X

- Kwota dotyczy budżetu developerskiego i marketingowego.

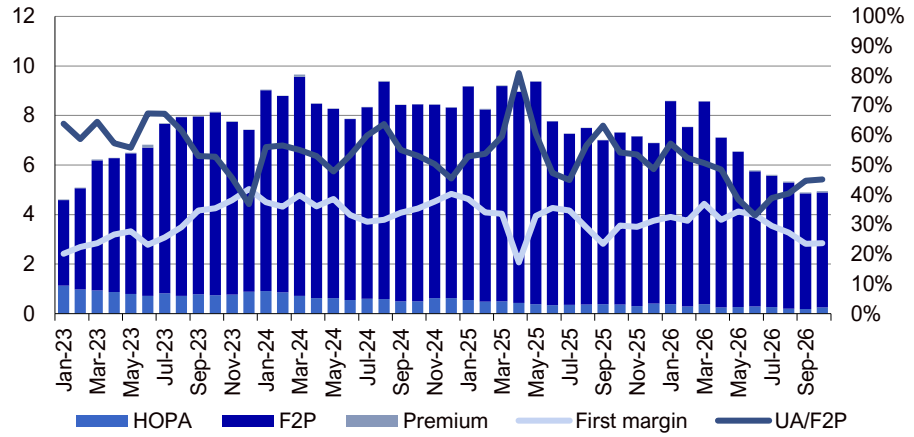
11 BIT STUDIOS (11B PW, HOLD; TP PLN 136)

Trzy gry wydawnicze w Game Pass w 2027 r. [lekko pozytywne]

- Podpisano umowę z Microsoftem na udostępnienie w Game Pass trzech tytułów z portfela wydawniczego;
- Wszystkie trzy gry mają mieć premierę w 2027 r.; prawa do tytułów pozostaną przy 11 bit studios;
- Warunki finansowe i harmonogram płatności tradycyjnie pozostaje niejawny. Spółka wskazuje na potencjalny wpływ na wyniki przyszłych okresów.

ARTIFEX MUNDI (ART PW; BUY; TP PLN 27)

Przychody i koszty UA w październiku '26: płasko m/m [neutralne]



- Przychody grupy na poziomie 4.9 mln PLN (+1% m/m, -33% r/r), koszty UA na poziomie 2.1 mln PLN, pierwsza marża 2.9 mln PLN (płasko m/m);
- Aplikacja „Unsolved" (segment gier Adventure) wygenerowała 4.6 mln PLN przychodu, pierwsza marża Unsolved na poziomie 2.5 mln PLN;
- Status quo zarysowane w ostatnich miesiącach się nie zmienia, niskim przychodom Unsolved towarzyszą niskie wydatki na UA, które mają utrzymać pierwszą marże na rozsądnym poziomie, do czasu większych inwestycji marketing związanych z uruchomieniem metagry, co ma mieć miejsce na początku przyszłego roku.

TAKE-TWO INTERACTIVE

GTA VI: pre-load od 10 listopada, premiera niezmiennie 19 listopada

- Rockstar potwierdził digital pre-load GTA VI od 10.11 na PS5 i Xbox Series X/S, a wydanie wersji code-in-box w handlu od 12.11;
- Pre-load będzie wymagał do 212 GB wolnego miejsca; data premiery pozostaje wyznaczona na 19.11.2026;
- Komunikat zmniejsza niepewność techniczną wokół końcowego etapu launchu i potwierdza utrzymanie harmonogramu komunikacji. Finansowo kluczowy pozostaje terminowy start gry i jakość builda na premierę.

UBISOFT

Ubisoft wśród zainteresowanych przejęciem Arkane Lyon od Microsoftu

- Według doniesień Bloomberga Ubisoft jest jednym z co najmniej trzech podmiotów, które złożyły Microsoftowi oferty przejęcia Arkane Lyon, studia odpowiedzialnego za Dishonored, Deathloop i rozwijany obecnie Marvel's Blade;
- Microsoft, który w ramach restrukturyzacji Xbox zamierza pozbyć się studia, rozważa także jego sprzedaż dotychczasowemu kierownictwu, co pozwoliłoby na kontynuację działalności jako niezależny podmiot;
- Termin zakończenia procesu konsultacji dotyczącego przyszłości studia został przesunięty z 13 listopada na 13 grudnia. W przypadku braku porozumienia Arkane może zostać zamknięte, co zagroziłoby ok. 217 miejscom pracy;
- Szczegóły finansowe ofert nie są znane, a żadna transakcja nie została dotychczas potwierdzona;
- Equity story UBI: Potencjalne przejęcie mogłoby wzmocnić portfolio deweloperskie Ubisoftu o doświadczony zespół specjalizujący się w wysokobudżetowych grach single-player. Z drugiej strony, w kontekście trwającej restrukturyzacji i presji na cash flow Ubisoftu, transakcja oznaczałaby dodatkowe zobowiązania i potencjalne nakłady na finansowanie projektów. Dużo zatem będzie zależeć od wyceny studia oraz warunków dotyczących praw do IP.

INDUSTRIALS

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)

Podsumowanie spotkania z inwestorami [neutralne]

#Popyt

- Najszybszą realizację planów zwiększania wydatków obronnych spółka obserwuje w Szwecji, Finlandii, państwach bałtyckich, Polsce i Niemczech, wolniejsze tempo wskazano m.in. w Hiszpanii i Portugalii;
- Ekspozycja Saab na kraje nordyckie i wschodnią flankę ma pozostawać korzystna dla perspektyw wzrostu;
- Konflikty oraz incydenty naruszania przestrzeni powietrznej zwiększają znaczenie radarów, systemów świadomości sytuacyjnej, obrony przeciwlotniczej i efektorów do zwalczania dronów;
- Bliski Wschód pozostaje istotnym źródłem popytu na rozwiązania Surveillance i air defence;

#Backlog, moce i rentowność

- Poprawa widoczności realizacji przychodów w 2027 obejmuje wszystkie cztery główne obszary biznesowe, duże programy platformowe dodatkowo wydłużają horyzont planowania produkcji, dalszy wzrost wymaga stopniowego zwiększania mocy w istniejących zakładach;
- Korzyści skali są już widoczne w Dynamics oraz Surveillance, w Aeronautics i Naval spółka widzi dalszy potencjał poprawy rentowności wraz ze wzrostem wolumenów, przy konieczności wcześniejszego poniesienia kosztów rozbudowy mocy i organizacji;
- Saab zamierza kontynuować wysokie nakłady na R&D, priorytetami pozostają systemy autonomiczne, koncepcja bezzałogowego samolotu A3, rozwiązania dronowe i C-UAS oraz nowe pociski;

#Aeronautics

- Podtrzymano plan zwiększenia produkcji Gripenów z obecnych ~15 do 25-30 samolotów rocznie w perspektywie kilku lat, wzrost skali ma wspierać poprawę rentowności segmentu, obok poprawy sytuacji pozostałych działalności;
- Obecny kontrakt dla Ukrainy spółka traktuje jako pierwszy etap długoterminowej rozbudowy tamtejszych sił powietrznych, przywołano deklarowane przez stronę ukraińską zainteresowanie docelowo 100-150 samolotami, co pozostaje ambicją klienta;
- Oferta Gripena dla Kanady obejmuje lokalny montaż, udział kanadyjskich partnerów w produkcji oraz wsparcie MRO, kluczowa pozostaje polityczna decyzja Kanady dotycząca ewentualnego 'dual-fleet', obejmującej samoloty amerykańskie i Gripeny;

#Surveillance

- Obecne tempo produkcji GlobalEye określono na ~1,5 samolotu rocznie, wobec celu 6 rocznie w latach 2030-2031, zwiększenie produkcji wymaga zarówno rozbudowy własnych zakładów, jak i równoległego wzrostu zdolności dostawców;
- Trwają negocjacje dotyczące ~10 GlobalEye dla NATO oraz 6 dla Kanady, w przypadku Kanady podstawą rozmów jest niewiążący term sheet, a proces jest odrębny od kampanii Gripena (decyzja jest w dużej mierze polityczna);
- Pipeline GlobalEye obejmuje również Holandię oraz innych, nieujawnionych potencjalnych klientów;
- LoyalEye na platformie MQ-9B jest traktowany jako uzupełnienie GlobalEye, rozszerzające ofertę o bezzałogowe zdolności wczesnego ostrzegania;

#Naval

- Program Orka jest już w realizacji, rozpoczęto zakupy komponentów i materiałów oraz rozbudowę zdolności w Karlskronie i Landskronie;
- Produkcja polskich okrętów ma wykorzystywać doświadczenia zdobyte przy dwóch szwedzkich A26, zwiększając skalę wspólnej platformy, Polska konfiguracja zawiera jednak elementy specyficzne dla klienta;

#Dynamics

- Spółka stopniowo zwiększa udział powtarzalnej produkcji seryjnej i produkcji na zapas względem modelu ściśle projektowego, dotyczy to przede wszystkim Carl-Gustaf, AT4, NLAW i powiązanej amunicji;
- Rozbudowa mocy będzie kontynuowana w wielu lokalizacjach, otwarcie nowego zakładu w USA wskazano na koniec 2026, a zakładu Carl-Gustaf w Indiach na 2027 rok;

#Space

- Saab zamierza rozwijać działalność kosmiczną przede wszystkim jako integrator systemów wojskowych, wykorzystując współpracę z SSC Space, OHB Sweden i Ericsson;
- Celem jest połączenie szwedzkich i nordyckich kompetencji kosmicznych oraz integracja tych zdolności z ofertą lądową, lotniczą i morską.

CREOTECH INSTRUMENTS (CRI PW; HOLD; TP PLN 940) / RYNEK SPACE

MikroGlob ma osiągnąć docelowe parametry do marca 2027 - wywiad z szefem ARGUS dla Space24

#MikroGlob

- Cały system MikroGlob ma osiągnąć docelowe parametry do marca 2027, oczekiwana rozdzielczość zobrazowań wynosi ~1 m;
- Trwa kalibracja MikroGlob-1, który nie osiągnął jeszcze docelowej orbity, konieczne są dodatkowe manewry, a publikowane zdjęcia nie osiągnęły docelowych parametrów;
- Pierwsze zobrazowania z pozostałych trzech satelitów MikroGlob mają dotrzeć w grudniu 2026, dotychczas publikowano zdjęcia wyłącznie z pierwszej jednostki;
- MikroGlob ma przede wszystkim zwiększać częstotliwość rewizyt, uzupełniając system POLEOS, zapewniający wyższą rozdzielczość obrazowania;
- Wojsko traktuje MikroGlob również jako inwestycję w krajowe kompetencje technologiczne, w kolejnych projektach zamierza stawiać producentom wyższe wymagania;

#Rozwój zdolności kosmicznych

- Polska ma obecnie osiem satelitów: cztery MikroSAR i cztery MikroGlob, do końca 2027 liczba ma wzrosnąć do 12, po sześć radarowych i optycznych;
- Dwa satelity optyczne Pléiades Neo w programie POLEOS mają trafić na orbitę w 1Q27, oferując rozdzielczość 30 cm;
- Według szefa ARGUS dostępne systemy umożliwiają obserwację wybranego obszaru kilka razy dziennie, dostarczenie użytecznej informacji zajmuje od godziny do doby;
- Planowane jest przekształcenie ARGUS w Dowództwo Operacji Kosmicznych i Wsparcia Środowiskowego, integrujące operowanie satelitami obrazującymi i wykorzystanie danych;
- Wojsko wskazuje potrzebę rozwoju rozpoznania przestrzeni kosmicznej oraz aktywnej ochrony satelitów, zdolności te buduje we współpracy z USA.

RYNEK DEFENCE / CSG (CSG NA; BUY; TP EUR 22.0)

Czechy nie realizują 70% celów zdolnościowych NATO, przyspieszenie wydatków dopiero po 2029 roku - Reuters

- Według nowej strategii armii Czechy nie realizują 70% celów zdolnościowych NATO, a najbardziej zasobochłonne obszary mają opóźnienia 5-10 lat;
- Rząd nie planuje zwiększenia wydatków obronnych powyżej 2% PKB w latach 2027-2029, pomimo pogarszającego się otoczenia bezpieczeństwa;
- Wzrost wydatków na podstawową obronność do 3,5% PKB przewidziano dopiero w latach 2030-2035, po zakończeniu obecnej kadencji rządu;
- Do 2030 roku finansowanie ma trafiać niemal wyłącznie na zatwierdzone projekty: 24 myśliwce F-35, czołgi Leopard i obronę przeciwlotniczą krótkiego oraz średniego zasięgu;
- Ograniczenia finansowe spowolnią budowę brygady średniej, rozwój systemów bezzałogowych i obrony przeciwdronowej, mimo deklarowanego przez premiera priorytetu dla tego ostatniego obszaru;
- Liczebność armii ma wzrosnąć z obecnych ~26 tys. do 32 tys. żołnierzy w 2030 roku.

RYNEK DEFENCE / SPACE

UE i Francja uruchamiają program współpracy francuskich firm z ukraińskimi startupami obronnymi - Reuters

- Komisja Europejska i Bpifrance uruchomiły program zakładający utworzenie 30 partnerstw między francuskimi firmami a ukraińskimi startupami obronnymi w ciągu trzech lat;
- Wsparcie obejmuje 150 mln EUR gwarancji unijnych oraz 13 mln EUR rocznie w formie grantów;
- Według organizatorów program może umożliwić uruchomienie finansowania o wartości >480 mln EUR;
- Priorytetowe obszary obejmują drony, łączność, systemy nawigacyjne, technologie kosmiczne oraz komponenty krytyczne;
- Bpifrance zapewni finansowanie i wsparcie wspólnych projektów, a środki będą pochodzić z unijnego Ukraine Investment Framework.

WB ELECTRONICS / DEFENCE

Właściciele WB zgodzili się na IPO, które może dojść do skutku w 1H27 przy wycenie nawet ponad 30mld PLN - Parkiet

- Według nieoficjalnych informacji "Parkietu" rozpoczęto wybór doradców, a zainteresowane są m.in. J.P. Morgan i Morgan Stanley. Debiut planowany jest najpóźniej w czerwcu 2027 r.;
- Akcjonariat: Piotr Wojciechowski ok. 45,5%, PFR ponad 26%, Adam Bartosiewicz ponad 28%. Struktura oferty nie jest znana;
- W 1H26 zysk netto wyniósł 519,6mln PLN wobec 253,9mln PLN r/r, a przychody wzrosły do ok. 1,6mld PLN z 1,1mld PLN;
- W ramach programu SAFE grupa podpisała z Agencją Uzbrojenia kontrakty na prawie 12mld PLN. "Parkiet" szacuje, że przychody mogą wzrosnąć w ciągu trzech lat z ok. 3mld PLN do 8-10mld PLN.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Spółka jedynym oferentem w przetargu NASK na serwerownie KCPD o wartości do 2.3mld PLN – Puls Biznesu [pozytywne]

- Według nieoficjalnych informacji „Pulsu Biznesu" Budimex złożył jedyną ofertę w postępowaniu NASK na generalnego wykonawcę trzech serwerowni Krajowego Centrum Przetwarzania Danych (KCPD) w Ożarowie Mazowieckim, Lesznie i Tarczynie. Do złożenia ofert zaproszono również Warbud i Hochtief Polska.
- Oferta opiewa na ok. PLN 1.3 mld w wariancie podstawowym i ok. PLN 2.3 mld w wariancie z robotami dodatkowymi, podczas gdy obecny budżet projektu wynosi PLN 1.6 mld. NASK szuka dodatkowych środków, a projekt zamiast z KPO będzie finansowany z FERC.
- NASK planuje podpisanie umowy w styczniu 2027 r. (termin związania ofertą upływa 25 stycznia 2027 r.), a produkcyjne uruchomienie KCPD zaplanowano na marzec 2029 r.
- LINK do artykułu.

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Estonia opóźnia Rail Balticę

- Rail Baltic Estonia przesunęła rozpoczęcie budowy odcinka z Parnawy do granicy z Łotwą na 2030 r., a jego uruchomienie na 2034 r. (wcześniej 2030 r.). Odcinek Tallin-Parnawa ma zostać oddany do użytku w 2032 r.
- Powodem jest decyzja rządu o rozłożeniu inwestycji w czasie, aby maksymalnie wykorzystać dotacje UE z kolejnej perspektywy budżetowej. Plan na lata 2027-2034 wynosi ok. EUR 2.82 mld, a nakłady na 2027-2028 obniżono łącznie do EUR 994 mln z ok. EUR 1.98 mld.
- Budimex posiada 40% udziałów w konsorcjum, które ma realizować ten odcinek na podstawie umowy o wartości EUR 332 mln z maja 2025 r. Spółka otrzymała od zamawiającego nieoficjalną informację o braku środków na rozpoczęcie inwestycji, a Estonia decyduje, czy kontrakt zostanie zawieszony, czy ogłoszony zostanie nowy przetarg.
- Również łotewskie Ministerstwo Transportu uznało ukończenie głównej linii do 2030 r. za niemożliwe i zapowiedziało rewizję zakresu projektu, a do tego czasu nowe zobowiązania wymagają zgody rządu.

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Podsumowanie wywiadu z CEO - Parkiet

- Strategia zakłada średnioroczny wzrost przychodów o 8% i marżę EBITDA powyżej 6%, wobec średnio 6,7% w latach 2015-2025 i rekordowych 9,5% rentowności operacyjnej w 2025 r. Popko: "nominalnie zakładamy wzrost zysków";
- Prezes oczekuje rozwoju modelu PPP w Polsce w ciągu dekady, ponieważ środki unijne będą przesuwane do segmentu militarnego i energetycznego. W czeskim kontrakcie PPP na autostradę koncesjonariusz otrzymuje przez 28 lat wynagrodzenie za dostępność, bez ryzyka ruchu;
- Budimex ubiega się o kontrakt na terminal Portu Polska w konsorcjum ze Strabagiem. Budowa ma trwać ok. 4 lata, co oznacza przerób rzędu 2mld PLN rocznie i ok. 10 tys. pracowników. Prezes nie uważa projektu za obarczony podwyższonym ryzykiem;
- Popko ocenia sytuację na przetargach jako nadal złą. Postępowania utykają w odwołaniach, dlatego potrzebna jest zmiana prawa zamówień publicznych.

MIRBUD (MBR PW; BUY; TP PLN 13.5)

Podpisanie umowy o wartości 464 mln PLN netto z GDDKiA

- Kontrakt dotyczy projektu i budowy autostrady A2 od węzła „Biała Podlaska" do gr. Pańswa, odc X.
- Drugą najniższą ofertę o wartości 508 mln PLN netto złożyło konsorcjum PORR i P.H.U.B. Piotr Pawlica, co daje odchylenie o ok. 9%.
- Budżet zamawiającego wyniósł 548 mln PLN netto.
- Termin realizacji zadania to 32 miesiące od daty zawarcia umowy.

ATREM

Podpisanie umowy o wartości 128 mln PLN netto z PSE

- Kontrakt dotyczy rozbudowy stacji 400/220/110 kV Mikułowa dla przyłączenia nowych obiektów do KSE.
- Drugą najniższą ofertę o wartości 139 mln PLN netto założył Elektrotim co daje odchylenie o ok. 8%.
- Budżet zamawiającego wyniósł 122 mln PLN netto z czego 85 mln PLN netto za zakres podstawowy.

BIOTECH

MEDINICE (ICE PW; HOLD; TP PLN 63)

Patent w Izraelu na krioaplikator z końcówką funkcjonalną (projekt CoolCryo)

- Izraelski Urząd Patentowy przyznał patent na krioaplikator do małoinwazyjnej ablacji kardiochirurgicznej z końcówką funkcjonalną;
- Rozwiązania z projektu CoolCryo są chronione również w USA, Kanadzie, Europie, Japonii, Korei Południowej, Chinach i Indiach.

EUROPEAN COMPANIES

BURCKHARDT COMPRESSION / MACHINERY

Wyniki 1H26/27: powolne odbicie zamówień i presja cenowa w dużych kontraktach

#Sytuacja rynkowa

- Order intake wzrósł o 5,4% do 422,5mln CHF, w tym organicznie o 2,9%, wspierany przez Marine, duże kontrakty serwisowe w Azji oraz przejęcie Fornovo Gas
- Transport i magazynowanie LNG/LPG pozostają najmocniejszymi rynkami, natomiast petrochemia w Chinach odczuwa nadpodaż mocy oraz ograniczoną dostępność surowców, przy dobrym popycie na poliolefiny w Indiach
- Konflikt na Bliskim Wschodzie ogranicza wykorzystanie instalacji rafineryjnych, petrochemicznych i LNG, zmniejszając liczbę godzin pracy kompresorów i odsuwając remonty oraz zakupy usług serwisowych, również pośrednio w Azji
- Z pipeline'u 15 dużych projektów o wartości 340mln CHF spółka pozyskała cztery kontrakty za 80-90mln CHF, trzy projekty anulowano, a osiem o wartości około 200mln CHF nadal oczekuje na decyzje klientów, bez utraty któregokolwiek projektu na rzecz konkurencji
- Pricing pozostaje pod presją przede wszystkim w rafineriach, gazach przemysłowych oraz gas gathering&processing, podczas gdy wysoki udział rynkowy w kompresorach dla transportu LNG/LPG zapewnia większą odporność cenową
- Rynek wodoru rozwija się nierównomiernie, z poprawą w Europie i silnym spowolnieniem w Chinach, natomiast brak nowych inwestycji w moce polysilicon utrzymuje popyt w gazach przemysłowych na niskim poziomie
- Bezpieczeństwo energetyczne otwiera nowe możliwości w infrastrukturze eksportowej poza cieśniną Ormuz oraz chińskich projektach coal-to-olefin, z co najmniej czterema projektami tego typu na końcowym etapie podejmowania decyzji
- Spółka sprzedała 11 kompresorów do dwóch klientów semiconductor w Tajwanie i Korei, wykorzystując istniejącą technologię sprężania wodoru o bardzo wysokiej czystości

#Wyniki finansowe

- Przychody spadły o 11,1% do 459mln CHF, w tym organicznie o 13,6%, odzwierciedlając niższy początkowy backlog oraz harmonogram dostaw projektowych
- EBIT wyniósł 55,5mln CHF wobec 65,5mln CHF rok wcześniej, a zysk netto 43mln CHF wobec 48,7mln CHF

#Koszty i marże

- Raportowana marża EBIT wyniosła 12,1%, a po wyłączeniu 3,4mln CHF kosztów restrukturyzacji 12,8% (+0,1pp r/r)
- Redukcja 220 stanowisk, w tym około 150 w Szwajcarii, rozwój centrum usługowego w Indiach oraz lokalizacja produkcji w Chinach i Indiach mają przynosić około 20mln CHF rocznych oszczędności od roku obrotowego 2027.
- Zarząd nie gwarantuje utrzymania dwucyfrowej marży Systems, ponieważ obecny korzystny miks dostaw LPG nie utrzyma się przez całe kolejne półrocze

#Outlook/guidance

- Guidance na rok obrotowy 2026 pozostaje bez zmian i zakłada 900mln-1mld CHF przychodów oraz marżę EBIT około 12%, mimo zastąpienia wcześniejszego założenia normalizacji sytuacji na Bliskim Wschodzie oczekiwaniem utrzymania zakłóceń
- Backlog i harmonogram dostaw wspierają wyższą sprzedaż w 2H, a zarząd ocenia realizację środka przedziału guidance jako uzasadnioną obecnym portfelem, utrzymując dolną granicę ze względu na ryzyko geopolityczne
- Średnioterminowa ambicja około 1,2mld CHF przychodów i marży EBIT 12-15% pozostaje aktualna, ale bez wskazania terminu realizacji
- Zarząd oczekuje utrzymania dobrego popytu marine, przy czym ważnym czynnikiem dla zamówień pozostaje wybór technologii napędu nowych gazowców LNG, ponieważ pozycja spółki jest znacznie mocniejsza w rozwiązaniach wysokociśnieniowych
- Ponad 80% omawianej floty kompresorów marine jest objęte długoterminowymi umowami serwisowymi lub ramowymi, co zwiększa powtarzalność przychodów

SCHAEFFLER / AUTOMOTIVE TIER1

Wyniki 3Q26: restrukturyzacja poprawia marże przy utrzymującej się słabości automotive

#Sytuacja rynkowa

- Zarząd ocenia spadek europejskiego automotive jako zmianę strukturalną, która tworzy nadwyżkę mocy w komponentach do napędów spalinowych, podczas gdy wolniejszy od oczekiwań ramp-up E-Mobility wymaga ograniczenia zasobów R&D
- Chiny pozostają głównym źródłem słabości, ze spadkiem sprzedaży o ponad 16%, obejmującym również producentów BEV, a nie wyłącznie ekspozycję na silniki spalinowe
- Europa i Ameryki utrzymały sprzedaż blisko poziomu ubiegłorocznego, natomiast Asia-Pacific wzrosła o 7,6%
- W Powertrain & Chassis utrzymuje się presja wolumenowa na istniejące portfolio
- Vehicle Lifetime Solutions zwiększył sprzedaż o 5,8%, a wcześniejsze ograniczenia podaży i problemy związane z reorganizacją logistyki w Europie zostały w większości rozwiązane
- W Bearings & Industrial Solutions wzrost łożysk przemysłowych, kompensował spadek automotive bearings o 4,8%
- Backlog komponentów dla humanoidów wynosi 400mln EUR, a pięć kontraktów seryjnych przechodzi do kolejnych etapów realizacji, jednak zarząd nadal nie wskazuje terminu szerokiego wzrostu produkcji

#Koszty i marże

- Nowy program Horizon zakłada redukcję netto 3460 stanowisk, w tym 2660 w Niemczech, zamknięcie czterech niemieckich lokalizacji oraz około 300mln EUR rocznej poprawy wyniku od 2030 przy 480mln EUR jednorazowych kosztów restrukturyzacji
- Około połowa redukcji obejmie produkcję, 30% R&D, a 20% pozostałe funkcje
- Największa bieżąca presja kosztowa dotyczy PCB, gdzie automotive konkuruje o podaż z data centers
- Mechanizmy indeksacyjne obejmują nieco ponad połowę ekspozycji grupy, z opóźnieniem przenoszenia kosztów zwykle o okres trzech miesięcy
- Zarząd wskazuje, że istotnym ryzykiem dla 4Q są niepodpisane jeszcze rozliczenia rekompensat za wolumeny, jakość i zmiany projektowe, od których zależy część sezonowej poprawy rentowności

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 został potwierdzony dla grupy i segmentów, w tym przedział marży EBIT grupy 3,5-5,5%.
- Cel marży EBIT 6-8% na 2028 pozostaje aktualny, a poprawę mają wspierać efekty wcześniejszych restrukturyzacji, dalsza redukcja kosztów oraz skalowanie E-Mobility
- FCF wyniósł 260mln EUR w 3Q26 oraz -40mln EUR narastająco, a spółka oczekuje mocnej generacji gotówki w 4Q i realizacji całorocznego guidance dzięki normalizacji zapasów oraz dyscyplinie inwestycyjnej
- Linie RCF o wartości 3mld EUR przedłużono do października 2031, natomiast przejęcia pozostają poza bieżącymi priorytetami

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Sales	5,826	5,820	5,764	5,903	5,814	0%	-2%	23,492	23,301
E-Mobility	1,277	1,301	1,210	1,368	1,293	1%	-5%	4,983	5,172
Powertrain&Chassis	2,172	2,136	2,141	2,106	2,055	-5%	-2%	8,809	8,438
Vehicle Lifetime	769	765	801	799	823	7%	3%	3,155	3,188
Bearings&Industrial	1,569	1,555	1,573	1,608	1,614	3%	0%	6,361	6,350
Gross profit	1,226	1,143	1,243	1,218	1,205	-2%	-1%	4,816	4,809
E-Mobility	85	109	47	94	111	31%	18%	275	361
Powertrain&Chassis	520	451	524	472	469	-10%	-1%	2,077	1,916
Vehicle Lifetime	248	246	260	258	256	3%	-1%	1,002	1,020
Bearings&Industrial	384	354	408	408	400	4%	-2%	1,518	1,570
EBIT	264	190	285	264	245	-7%	-7%	935	984
Net debt	5,108	4,915	5,143	5,545	5,296	4%	-4%	4,915	5,296
Gross margin	21.0%	19.6%	21.6%	20.6%	20.7%	-0.3%	0.1%	20.5%	20.6%
E-Mobility	6.7%	8.4%	3.9%	6.9%	8.6%	1.9%	1.7%	5.5%	7.0%
Powertrain&Chassis	23.9%	21.1%	24.5%	22.4%	22.8%	-1.1%	0.4%	23.6%	22.7%
Vehicle Lifetime	32.2%	32.2%	32.5%	32.3%	31.1%	-1.1%	-1.2%	31.8%	32.0%
Bearings&Industrial	24.5%	22.8%	25.9%	25.4%	24.8%	0.3%	-0.6%	23.9%	24.7%
EBIT margin	4.5%	3.3%	4.9%	4.5%	4.2%	-0.3%	-0.3%	4.0%	4.2%

Source: Company, Trigon

WARTSILA / ENERGY EQUIPMENT

CMD 2026: Energy wydłuża widoczność wzrostu, a serwis zwiększy wyniki w przyszłości

#Sytuacja rynkowa

- Popyt w Energy pozostaje bardzo mocny, zarząd nie obserwuje wstrzymywania projektów data center mimo dyskusji o skali inwestycji w AI, a nowym klientom oferuje już dostawy na 2030
- Data centers odpowiadają za ok. połowę obecnego order intake i backlogu Energy, pozostała część obejmuje przede wszystkim balancing power, przy czym ponad 60% zamówień na moce bilansujące z ostatnich 12 miesięcy pochodziło spoza USA
- Od połowy 2025 spółka sprzedała ponad 3 GW instalacji dla amerykańskich data centers, korzystając z przejścia od niewielkich obiektów z zasilaniem sieciowym i backupem do dużych instalacji wymagających niezależnego źródła energii
- Wzrost cen w data centers przenosi się również na kontrakty dla utilities i niezależnych producentów energii, natomiast w Marine efekt pozostaje bardziej zróżnicowany zależnie od typu silnika i zastosowania
- Perspektywy Marine pozostają pozytywne w cruise, ferries i offshore, a rosnące koszty paliwa i emisji wspierają inwestycje w efektywność oraz fuel flexibility mimo braku globalnego porozumienia IMO dotyczącego kosztu emisji
- Rozwój retrofitów dekarbonizacyjnych jest wolniejszy od oczekiwań przedstawionych na CMD 2023 z uwagi na brak globalnych regulacji, obecnie dominują modernizacje ograniczające zużycie paliwa, a większy udział fuel conversions i carbon capture zarząd zakłada pod koniec dekady

#Wyniki finansowe

- Backlog grupy wynosi 9,9mld EUR, w tym 2,8mld EUR przypada na serwis, a dodatkowe ok. 2mld EUR zakontraktowanych usług pozostaje poza raportowanym portfelem z uwagi na ujmowanie zasadniczo tylko kolejnych 24 miesięcy umów.
- Serwis odpowiada za 57% przychodów grupy od początku roku i ponad 60% sprzedaży Marine, zapewniając bazę wynikową przed realizacją obecnego dużego portfela urządzeń

#Koszty i marże

- Cel marży operacyjnej wynosi 18% dla Energy, 14% dla Marine i 16% dla grupy, a głównymi źródłami poprawy mają być pricing equipment, wyższe wykorzystanie mocy oraz efektywność realizacji projektów.
- Marża backlogu equipment Energy wzrosła o 500 pb według informacji przekazanej przy 2Q26, a na CMD zarząd potwierdził dalszy pozytywny trend bez podania kolejnej wartości i bez deklaracji regularnego aktualizowania tego wskaźnika
- Szybszy wzrost equipment niż serwisu będzie przejściowo obniżał marżę procentową obu segmentów, szczególnie Energy, mimo poprawy cen i rentowności nowych urządzeń
- Najważniejsze ryzyka wykonawcze dotyczą równoległego ramp-upu własnych fabryk i dostawców oraz rozbudowy serwisu w USA, gdzie spółka planuje podwojenie liczby pracowników serwisowych w kolejnych latach
- Udział EPC w backlogu Energy spadł z 30% w 2023 do 10%, ograniczając ryzyko projektowe, natomiast indeksacja i warunki kontraktowe mają zabezpieczać portfel przed inflacją kosztów

#Outlook/guidance

- Nowe cele obejmują średnioroczny organiczny wzrost przychodów Energy w wysokim przedziale kilkunastu procent oraz Marine w średnim jednocyfrowym tempie w horyzoncie 3-5 lat, przy czym zarząd deklaruje ambicję ich wcześniejszej realizacji
- Do początku 2029 moce produkcyjne mają wzrosnąć do 8 GW rocznie, w tym 6 GW w Vaasa i 2 GW w JV produkujących silniki morskie, a cele finansowe opierają się na już ogłoszonych inwestycjach
- Do końca 2030 spółka szacuje dostawy Energy na ok. 13 GW, z czego 6 GW znajduje się w backlogu, natomiast pozostałe 7 GW obejmuje zarówno wolne moce na 2030, jak i zaangażowane moce na 2028–2029 oczekujące m.in. na przedpłatę lub zakończenie negocjacji
- Około 80% nowych instalacji Energy ma zostać objętych umową serwisową przed rozpoczęciem eksploatacji wobec 37% obecnej bazy, co wraz z szerszym zakresem usług powinno zwiększyć lifecycle revenue na kW o ponad 50%
- Istotne przychody serwisowe nowych instalacji pojawiają się zwykle 4-5 lat po zamówieniu urządzeń, dlatego główny efekt obecnego boomu przypadnie na końcówkę horyzontu celów średnioterminowych i okres po 2030
- W Marine planowane dostawy do końca 2030 wynoszą ok. 17 GW, w tym ok. połowę z JV, a 70% nowych instalacji ma wykorzystywać paliwa alternatywne wobec 25% obecnej bazy, przy ok. 30% wyższym udziale Wartsila w wydatkach serwisowych klienta niż dla instalacji dieslowskich
- Polityka dywidendowa pozostaje na poziomie co najmniej 50% EPS z możliwością dodatkowych wypłat lub buybacku, jednak zarząd podkreśla, że część gotówki pochodzi z zaliczek klientów i wymaga zachowania odpowiednio mocnego bilansu

OTHER INFORMATION

PODATKI

I i II czytanie ponownie złożonego projektu zmian CIT i PIT zaplanowano na 5 listopada

- Projekt zakłada wzrost podstawowej stawki CIT dla największych firm z 19% do 22%;
- Pierwszy próg PIT ma wzrosnąć do 130 tys. PLN przy stawce 12%; dochody ponad tę kwotę do 150 tys. PLN mają podlegać stawce 24%, a nadwyżka ponad 150 tys. PLN stawce 32%;
- Limit przychodów uprawniający do ryczałtu ma spaść z 2 mln EUR do 250 tys. EUR;
- Danina solidarnościowa od dochodów powyżej 1 mln PLN ma wzrosnąć z 4% do 5%; proponowany termin wejścia zmian w życie to 1 stycznia 2027 roku.

WAWEL

Akcjonariusz wnioskuje o zaliczkę na dywidendę w wysokości 35 PLN na akcję

- WIK, posiadający 48.33% kapitału, zażądał zwołania NWZA w sprawie zmian statutu umożliwiających wypłatę zaliczki oraz utworzenia kapitału rezerwowego;
- Wnioskowana zaliczka z zysku za 2026 rok wynosi łącznie 45.2 mln PLN; spółka nie poinformowała o decyzji o jej wypłacie.

INSIDER TRADING

KERNEL

Namsen Limited, podmiot związany z przewodniczącym rady dyrektorów, nabył 174.9 tys. akcji @ 19.93 PLN poza systemem obrotu w ramach procedury odkupu na żądanie akcjonariuszy.

POLIMEX MOSTOSTAL

Enea, podmiot związany z członkiem RN, nabyła 375 tys. akcji @ 2.00 PLN, a PGE, podmiot związany z członkiem RN, sprzedała 375 tys. akcji @ 2.00 PLN; obie transakcje zawarto poza systemem obrotu.

SHARE BUYBACK PROGRAM

4MASS

Wezwanie do sprzedaży do 1.5 mln akcji (6.25% kapitału i głosów) @ 7.50 PLN; oferty będą przyjmowane 4-17 listopada, a rozliczenie zaplanowano na 20 listopada.

BLOCK TRADES

DĘBICA

Wolumen: 135 tys. akcji @ 7.70 PLN (0.02% kapitału).

CHANGES IN GOVERNING BODIES

JSW

Powierzenie p. Tomaszowi Gawlikowi pełnienia obowiązków prezesa od 3 listopada do powołania nowego prezesa; pozostaje on zastępcą prezesa ds. rozwoju.

MENNICA POLSKA

Rezygnacja p. Siemowita Kalukiewicza z funkcji członka zarządu ze skutkiem na 3 listopada z powodów osobistych.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

EUVIC

Zmniejszenie udziału Nexera AG z 20.36% do 17.96% kapitału zakładowego i głosów w wyniku rejestracji podwyższenia kapitału, bez zmiany liczby posiadanych akcji.

BONDS

PZU

Zgoda NWZA na emisję podporządkowanych obligacji kapitałowych do 3 mld PLN w ramach przygotowań do refinansowania obligacji serii A o wartości 2.25 mld PLN zapadających 29 lipca 2027 roku; ostateczne warunki emisji nie zostały ustalone.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

KINO POLSKA TV: Zwołanie NWZA na dzień 30 listopada 2026 roku

- NWZA ma rozpatrzyć uchylenie dotychczasowego statutu i przyjęcie jego nowej treści; obrady zaplanowano na godz. 12:00 w Warszawie.

FINANCIAL RESULTS

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					

JANUARY	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01					
04-08				AB	
11-15				**PCO**	
18-22					
25-29				HMB, WIZZ	

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	135,8	22%	17 729	10,8	8,4	8,1	1,3	1,2	1,2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42,0	36,5	15%	45 537	11,8	8,8	8,3	1,8	1,6	1,5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194,0	169,2	15%	25 033	11,2	8,7	7,9	1,4	1,2	1,2	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32,0	31,8	1%	22 127	17,7	11,4	10,8	2,0	1,8	1,6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128,6	107,2	20%	44 007	10,6	9,4	9,2	1,7	1,5	1,4	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	120	5%	15 705	11,6	11,4	10,8	1,6	1,5	1,5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420,0	454,2	-8%	59 091	14,6	12,6	10,9	2,7	2,5	2,3	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1 135,0	1 014,0	12%	192 710	10,9	10,4	10,0	1,5	1,5	1,4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1 200,0	1 610,0	-25%	68 502	17,4	13,6	12,6	2,7	2,4	2,1	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19,3	22	-14%	27 174	18,0	11,0	10,3	2,2	1,9	1,8	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193,0	189,1	2%	96 630	13,4	12,4	12,0	2,7	2,6	2,5	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49 753,0	41 750,0	19%	11 690	10,3	8,6	8,2	1,9	1,7	1,6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288,0	261,2	10%	68 557	11,6	9,3	8,9	1,9	1,8	1,7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123,0	113,6	8%	142 025	13,0	9,8	9,2	2,3	2,1	2,0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785,0	769,4	2%	78 624	14,3	11,7	10,4	2,2	2,0	1,9	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470,0	331,9	42%	6 486	6,6	6,0	5,6	1,1	1,0	0,9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75,0	72,8	3%	62 899	10,2	9,7	9,3	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	113,2	20%	274	---	---	14,8	5,3	43,1	5,0	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	143,0	26%	2 503	9,1	9,7	10,1	6,3	6,6	6,7	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20,6	16,1	28%	200	9,9	9,0	8,0	6,0	5,2	4,5	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65,0	58,4	11%	59 408	28,7	21,6	17,7	15,4	12,7	10,7	3%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21,0	18,4	14%	464	10,0	10,2	9,3	4,6	4,3	4,1	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8,5	9,6	-12%	2 112	31,2	18,9	16,5	5,0	5,0	4,8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29,5	23,0	28%	439	15,2	10,7	8,4	7,0	6,1	5,4	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65,0	49,0	33%	2 866	7,0	6,4	5,7	6,8	6,3	5,6	5%	7%	10%	---
Artifex Mundi	ART	Buy	27,0	19,1	41%	231	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Asbis	ASB	Hold	180,0	157,0	15%	8 714	11,7	9,6	8,2	7,9	6,8	6,1	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196,0	169,6	16%	3 664	24,0	20,2	17,9	11,9	10,3	8,9	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94,0	88,0	7%	2 941	18,2	17,0	15,2	13,1	12,1	11,1	4%	5%	5%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230,0	236,6	-3%	19 638	23,2	21,6	20,3	---	---	---	6%	6%	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	60,4	32%	2 613	5,9	5,9	5,5	7,8	6,9	6,3	7%	13%	14%	---
Auto Partner	APR	Buy	34,5	28,0	23%	3 651	12,7	10,9	10,1	8,9	7,7	7,0	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	16,6	---	1 647	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6 600,0	5 900,0	12%	19 476	19,7	16,0	15,4	11,9	9,9	8,7	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	68	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38,0	21,5	77%	414	---	7,4	3,3	13,2	3,6	1,6	0%	0%	11%	---
Budimex	BDX	Buy	900,0	734,6	23%	18 754	25,1	21,5	18,2	14,9	13,0	11,1	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110,0	50,1	120%	318	---	7,4	---	---	4,4	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325,0	256,5	27%	25 627	39,9	26,5	8,1	34,4	21,3	5,3	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38,8	16,8	131%	907	8,9	91,6	31,1	140,8	13,8	9,9	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1 385	1 366	1%	734 894	20,2	20,7	23,1	8,3	8,2	8,4	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2,34	2,3	2%	503	144,1	7,7	6,7	20,5	2,9	2,8	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	350	28%	251	6,4	15,1	64,0	3,2	5,3	8,5	11%	15%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940,0	790,0	19%	2 768	129,3	51,0	35,4	53,5	26,9	18,1	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24,1	19,4	24%	4 323	46,7	24,8	12,0	6,9	6,2	4,8	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110,0	99,2	11%	1 951	24,6	14,1	11,8	12,5	8,5	7,3	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22,0	14,1	56%	14 082	12,4	10,3	8,8	8,3	6,8	5,8	0%	1%	4%	88

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

TRIGON DM COVERAGE

							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	12,8	44%	6 435	14,5	5,5	4,7	16,5	8,8	8,0	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230,0	189,0	22%	3 502	53,5	22,6	17,2	16,9	12,0	9,6	1%	1%	2%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	21,5	12,5	72%	7 994	14,4	14,2	11,3	5,9	5,8	5,4	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102,0	88,1	16%	1 039	37,8	27,3	19,4	20,0	15,6	11,5	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10,0	8,1	24%	3 793	8,4	7,7	7,6	7,8	7,4	7,2	9%	9%	10%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181,0	147,5	23%	4 979	19,0	15,6	13,5	9,5	8,2	7,2	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375,0	300,0	25%	1 370	21,9	16,2	12,8	10,2	8,2	7,0	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40,5	38,1	6%	37 353	22,9	17,2	13,9	13,8	10,6	8,5	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285,0	239,5	19%	6 179	8,9	8,2	7,5	7,5	6,6	5,9	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7,0	5,3	32%	2 187	13,5	6,7	4,5	8,4	6,2	5,1	15%	15%	15%	---
Erbud	ERB	Buy	30,0	24,0	25%	286	---	9,9	10,4	4,9	5,2	4,1	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25,8	20,8	24%	11 029	4,6	4,5	5,3	3,9	4,0	4,6	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73,0	47,6	53%	835	59,7	14,1	13,0	4,0	3,9	3,8	7%	7%	8%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4,8	---	665	---	---	---	---	---	---	---	---	---	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%	599	9,1	8,4	7,7	6,3	6,0	5,5	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13 474	13 000	4%	2 423 200	11,2	8,8	7,8	5,3	5,4	4,4	4%	8%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84,5	94,9	-11%	3 981	15,7	14,7	14,1	12,7	11,4	10,6	4%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62,0	52,0	19%	3 583	13,3	11,9	11,1	9,3	8,1	7,3	6%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3,0	2,3	32%	1 304	---	46,8	17,6	45,9	23,4	19,9	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32,0	24,6	30%	695	2,8	3,2	3,7	1,6	2,0	2,5	68%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123,0	177,4	-31%	283 640	22,3	21,5	20,5	8,4	8,5	8,4	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58,8	56,1	5%	174 907	25,5	23,1	21,1	13,9	12,7	11,6	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1 240,0	1 042,0	19%	14 763	13,7	11,6	10,1	9,7	8,4	7,3	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21,0	18,6	13%	11 673	18,6	14,0	12,7	6,2	5,6	5,3	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	26,8	---	3 147	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1 400,0	1 244,0	13%	12 266	17,8	15,5	12,2	11,7	10,3	8,8	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348,95	275,4	27%	55 070	5,7	7,3	8,2	4,0	4,4	4,5	1%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28 000	26 220	7%	48 735	16,2	15,3	13,5	8,2	7,4	6,5	3%	4%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14,3	7	103%	2 193	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	8	---	143	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325,0	276,0	18%	516	0,8	4,2	2,9	1,3	2,9	2,2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63,0	56,7	11%	593	14,7	7,6	---	10,7	5,1	---	30%	80%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13,5	11,6	16%	1 277	10,1	10,1	8,7	6,6	6,7	5,5	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130,0	99,6	31%	2 390	9,2	6,0	4,6	10,9	9,1	7,6	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427,1	410,5	4%	1 442	13,5	12,6	12,2	9,2	8,6	8,2	4%	5%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86,0	93,2	-8%	7 182	---	27,7	17,8	12,8	7,1	5,9	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	5,4	110%	134	---	1,5	---	---	0,5	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52,5	37	40%	1 528	5,6	5,3	5,4	6,2	5,8	5,8	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175,0	119,2	47%	14 245	24,9	16,2	13,1	6,0	5,0	3,9	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810,0	686,0	18%	3 185	15,3	13,3	12,0	8,1	7,3	6,5	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9,0	8,0	12%	436	32,1	16,4	13,8	9,1	7,0	6,0	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160,0	100,0	60%	1 130	13,2	11,5	10,2	8,2	7,4	6,8	4%	5%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19,0	16,2	18%	21 214	18,2	16,1	13,6	5,7	5,5	5,1	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174,0	144,2	21%	167 454	5,6	6,1	6,9	3,0	3,2	3,6	6%	8%	8%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77,8	62,3	25%	1 262	10,0	10,7	9,0	5,1	4,4	3,9	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3,2	---	146	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	127,2	---	63 600	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8,5	---	211	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50,5	48,1	5%	27 793	17,2	15,4	14,2	7,8	7,1	6,6	---	---	---	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	15,5	21%	34 778	5,3	5,9	6,7	3,9	4,5	4,7	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	249,5	60%	1 663	11,1	8,7	8,6	6,9	5,0	4,9	7%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	65,7	52,6	25%	4 062	36,7	31,0	38,2	12,0	10,8	11,1	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11,5	7,0	64%	1 838	13,8	12,5	11,0	5,1	4,0	3,2	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36,5	19,7	86%	116	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	180,0	119,2	51%	1 735	9,0	8,8	8,0	6,2	5,8	5,0	7%	6%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1 520,0	998,0	52%	46 696	30,5	20,3	15,2	16,4	11,1	8,4	1%	1%	2%	75
Robyg	ROB	Buy	40,0	28,7	40%	3 109	7,8	6,4	5,7	7,5	6,6	6,0	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33,7	16,1	109%	372	---	11,6	39,6	---	5,9	11,9	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750,0	657,9	14%	357 492	42,1	29,1	23,5	23,3	17,0	13,9	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	205,7	143,4	43%	454	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35	15,9	120%	301	---	39,2	19,4	7,8	6,9	5,1	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100,0	83,8	19%	1 057	13,3	10,7	10,5	7,7	6,5	6,2	---	---	---	---
Synektik	SNT	Hold	377,6	322,4	17%	2 750	15,5	13,3	12,2	10,6	8,7	7,7	3%	5%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11,7	8,8	32%	15 486	6,6	6,3	6,5	5,4	5,4	5,5	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102	91,1	12%	590	13,0	9,9	7,0	8,0	6,1	4,2	11%	8%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	85,0	65,0	31%	1 493	15,4	11,7	7,7	7,5	5,0	2,9	5%	3%	4%	---
Toya	TOA	Buy	12,5	11,1	12%	823	8,7	8,1	7,3	7,0	6,6	5,9	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	265,0	---	365 700	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182,2	152,0	20%	1 193	7,2	11,6	9,6	6,2	6,5	6,1	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156,0	117,8	32%	2 618	22,5	17,6	14,2	16,1	12,5	9,9	2%	3%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740,0	526,0	41%	529	44,9	24,7	13,9	16,8	13,3	8,2	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181,0	151,0	20%	1 586	14,6	14,9	12,8	8,3	8,3	7,3	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6,6	5,3	24%	1 243	10,4	9,1	8,3	5,1	4,7	4,4	1%	4%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65,0	56,0	16%	1 667	11,2	15,0	13,2	5,9	5,2	4,9	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7,4	10,8	-31%	199	18,0	15,5	15,4	4,2	4,5	4,3	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	10,1	---	1 044	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155,7	130,0	20%	15 282	9,9	10,8	9,3	6,5	6,7	5,5	3%	8%	7%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	67,8	---	200	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Zabka Group	ZAB	Hold	33,0	31,7	4%	31 794	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.