TRIGON

5 November 2026

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

RHEINMETALL: Wyniki za 3Q26: Zyski powyżej oczekiwań, niższy guidance częściowo związany z przesunięciem Arminius [lekko negatywne]
PKO BP: Zysk netto za 3Q'26 powyżej prognoz dzięki niższym kosztom ryzyka [lekko pozytywne]
BNP PARIBAS PL: Zysk netto za 3Q'26 lekko powyżej oczekiwań na wyższym wyniku odsetkowym [lekko pozytywne]
HANDLOWY: Zysk netto za 3Q'26 lekko poniżej oczekiwań przez wysokie koszty operacyjne [lekko negatywne]
ASBIS: Wyniki za 3Q26: Zyski powyżej oczekiwań dzięki kosztom, dalszy spadek marży brutto [neutralne]
MODERN TIMES GROUP: 3Q26 Results Review: Lekko powyżej oczekiwań w relatywnie słabszym kwartale [neutralne]
AMBRA: Wyniki za 1Q26/27 [lekko pozytywne]

FINANCIALS

BANKI: RPP pozostawia stopy bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami, a projekcja NBP przesuwa ścieżkę inflacji w górę
BANKI: Udział kredytów dla przedsiębiorstw w aktywach sektora spadł do około 12%
DANE MAKROEKONOMICZNE: Październikowe odczyty inflacji i aktywności w usługach

OIL, GAS & CHEMICALS

RYNEK PALIW/ENERGETYKA: Przecena surowców energetycznych po porażce Republikanów – implikacje dla Orlenu i Utilities

UTILITES & MINING

TAURON: Kontrakt z Siemensem na dostawę turbin gazowych w CHP w Łagiszy
BOGDANKA: Wzrost wartości kontraktu z Eneą o 8.6% do 2036r. [lekko pozytywne]

LOGISTICS & TRANSPORT

PORT POLSKA: Zapytanie ofertowe dotyczące finansowania planowane na początek 2027 r.

TMT

PASSUS: Umowa z klientem energetycznym za 1.70 mln USD netto

INDUSTRIALS

OHB: Kontrakt ESA za 554 mln EUR na Sentinel-3 Next Generation Topography
STOHID TECHNOLOGY: Utworzenie BalticOrb do rozwoju bezzałogowych systemów powietrznych

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

ATREM: Wybór oferty o wartości 36 mln PLN netto w przetargu Tauron Dystrybucja
RYNEK INFRASTRUKTURY: Podsumowanie wywiadu z nowym Prezesem CPK - Rzeczpospolita

BIOTECH

MEDICOVER: Podsumowanie konferencji wynikowej 3Q26: Dalsza poprawa rentowności Healthcare, presja na niemiecką diagnostykę; KKR kluczowym elementem equity story na 2027–28 [neutralne]
RYVU THERAPEUTICS: Publikacja abstraktów i zapowiedź prezentacji klinicznych na ASH
RYVU THERAPEUTICS: Dane przedkliniczne RVU602 i platformy ONCO Prime na konferencji ENA
CAPTOR THERAPEUTICS: Dane przedkliniczne CT-03 na ESMO: aktywność w AML i korzystny profil bezpieczeństwa sercowego wspierają przygotowania do fazy I [pozytywne]
MABION: FDA formalnie potwierdza założenia rozwoju MabionCD20 w ITP; strategia i harmonogram prac do końca listopada [neutralne]

EUROPEAN COMPANIES

R&S GROUP / ELECTRICAL EQUIPMENT: Podsumowanie CMD: nowa fabryka podwaja moce w najbardziej dochodowym segmencie [pozytywne]
WEIR / MINING EQUIPMENT: Wyniki 3Q26: popyt pozostaje mocny, zawirowania po stronie frachtu mogą opóźnić część dostaw na 2027 [neutralny]
BASLER / MACHINE VISION: Wyniki 3Q26: Mocny popyt podnosi prognozy, komponenty nadal ograniczają sprzedaż [lekko pozytywny]
SILTRONIC/ SEMICONDUCTORS: Wyniki 3Q26: odbicie wolumenów poprawia wyniki, kluczowe rolowanie umów LTA [neutralny]
BMW / AUTOMOTIVE: Wyniki 3Q26: restrukturyzacja przyspiesza, rentowność dalej pozostaje niska [neutralne]
CONTINENTAL / AUTOMOTIVE TIER1: Wyniki 3Q26: lepszy miks wspiera podniesienie guidance, surowce ograniczą marże [neutralne]
ALFEN / ELECTRICAL EQUIPMENT: Wyniki 3Q26: koszty transformacji ograniczają korzyści ze wzrostu zamówień, presja kosztowa rośnie [lekko negatywne]
KEMPOWER / ELECTRICAL EQUIPMENT: Wyniki 3Q26: słabszy popyt wymusza głębszą restrukturyzację [negatywne]
ZAPTEC / ELECTRICAL EQUIPMENT: Wyniki 3Q26: utrzymanie wysokiego tempa wzrostu i oczekiwane odbicie zamówień w 4Q [lekko pozytywne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 1520)

Wyniki za 3Q26: Zyski powyżej oczekiwań, niższy guidance częściowo związany z przesunięciem Arminius [lekko negatywne]

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	2,308	3,878	1,938	3,289	3,149	36%	-4%	3,151	3,236
Vehicle Systems	1,338	1,757	985	1,446	1,467	10%	1%	1,583	
Weapon & Ammunition	691	1,518	601	1,156	949	37%	-18%	862	
EBITDA	518	1,009	283	614	651	26%	6%	580	586
EBIT	294	958	182	483	515	75%	7%	437	476
Vehicle Systems	168	236	94	180	191	14%	6%	207	
Weapon & Ammunition	160	596	117	298	217	36%	-27%	201	
Net profit*	152	327	112	124	296	95%	139%	238	275
EBITDA margin	22.4%	26.0%	14.6%	18.7%	20.7%	*-1.77pp*	*2.0pp*	18.4%	18.1%
EBIT margin	12.7%	24.7%	9.4%	14.7%	16.4%	*3.62pp*	*1.7pp*	13.9%	14.7%
Vehicle Systems	12.6%	13.4%	9.5%	12.4%	13.0%	*0.46pp*	*0.6pp*	13.1%	
Weapon & Ammunition	23.2%	39.3%	19.5%	25.8%	22.9%	*-0.29pp*	*-2.9pp*	23.4%	
Net profit margin	6.6%	8.4%	5.8%	3.8%	9.4%	*2.81pp*	*5.6pp*	7.5%	8.5%
Order intake	2,721	11,987	4,037	10,909	3,311	22%	-70%	3,763	
Book-to-bill	1.2x	3.1x	2.1x	3.3x	1.1x	-11%	-68%	1.2x	
Order backlog (EURbn)	32.7	40.8	49.4	56.3	54.3	66%	-4%	58.0	
Backlog/revenues (LTM)	3.6x	4.1x	4.9x	4.9x	4.4x	23%	-10%	4.7x	
OCF	77	2,502	-155	-1,110	177	130%	-		
Capex	246	274	150	252	247	0%	-2%		
Net debt	2,356	-41	1,152	3,178	2,901	23%	-9%		
P/E12M trailing	51.9	62.9	59.9	60.4	50.3				
EV/EBITDA 12M trailing	26.1	20.7	20.9	19.1	18.0				

Source: Company, Trigon; *parent, continuing operations

- Nowe zamówienia (Rheinmetall Nomination) wyniosły 2,9 mld EUR (-13% r/r), w tym 3,3 mld EUR order intake (+22% r/r);
- Rheinmetall Backlog na poziomie 78,0 mld EUR (+38% r/r), w tym 54,3 mld EUR Order Backlog (+66% r/r);

#Outlook & Guidance

- Guidance sprzedaży FY26 obniżono do ~13,2 mld EUR z 13,7-14,2 mld EUR, a marży Operating result do ~18,5% z ~19%;
- Przesunięcie zamówienia Arminius na 2027 oznacza opóźnienie związanych z nim zaliczek i przychodów;
- Dodatkowo na 2027 przesuwają się odbiory partii amunicji artyleryjskiej, a nowe projekty, szczególnie współpraca z Destinus, nie przyniosą pełnych zakładanych przychodów w 4Q26;
- Weapon & Ammunition: prognoza sprzedaży obniżona do 4,4-4,5 mld EUR z 4,9-5,0 mld EUR, marży do 28-29% z 29-30%;
- Vehicle Systems: sprzedaż 5,8-5,9 mld EUR wobec 5,9-6,0 mld EUR wcześniej, marża ~12% wobec 12-13%;
- Air Defence: podwyższono prognozę sprzedaży do 1,0-1,1 mld EUR z 0,9-1,0 mld EUR, utrzymując cel marży ~19%;
- Cel cash conversion rate >40% zastąpiono oczekiwaniem dodatniego Operating FCF w całym roku, przede wszystkim ze względu na przesunięcie zaliczek z Arminius.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	158 141	1,5%	1%	42%
WIG20	4 190	1,2%	1%	41%
mWIG40	10 728	2,3%	2%	32%
sWIG80	29 465	0,4%	-4%	-1%
PX (Prague)	2 688	1,6%	2%	11%
BUX (Budapest)	147 608	1,0%	4%	37%
BET (Bucharest)	34 984	0,5%	4%	54%
BIST30 (Istanbul)	14 331	4,2%	-7%	21%
DAX	26 438	2,2%	5%	10%
FTSE 100	10 829	1,8%	3%	11%
STOXX Europe 600	657	1,8%	4%	15%
S&P 500	7 689	1,6%	-1%	13%
NASDAQ 100	28 437	0,9%	-8%	11%
Nikkei 225	61 016	-1,4%	-13%	22%
Shanghai Comp	3 676	2,2%	-4%	-7%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5,6%	-9,1	-20,4	94,9
PL 10Y bond yield	6,2%	-9,1	-10,6	88,0
CZ 10Y bond yield	5,3%	-5,7	-7,0	73,8
HU 10Y bond yield	5,5%	-4,0	-24,0	-136,0
RO 10Y bond yield	7,0%	-4,8	-26,9	13,8
WIBOR 3M	3,9%	-1,0	6,0	-47,0
EURIBOR 3M	2,8%	5,1	16,7	74,2

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	3,89	-0,3%	-0,3%	5%
EUR/PLN	4,39	0,0%	0,1%	3,0%
EUR/USD	1,13	0,3%	0,4%	-2,0%
GBP/PLN	5,25	0,1%	-1,7%	-8,0%
CZK/PLN	0,18	0,1%	-0,7%	-3,2%
HUF/PLN	0,012	0,0%	-1,4%	-9,1%
RON/PLN	0,82	0,0%	-0,1%	1,9%
CNY/PLN	0,58	0,3%	-1,7%	-10,9%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4 137	1,6%	0%	4%
Silver (USD/toz)	52,7	1%	-14%	10%
Copper (USD/t)	14 011	-0,2%	-2%	31%
Zinc (USD/t)	3 807	0,4%	3%	23%
Molybdenum (USD/lb)	33,4	0,1%	0%	39%
Iron ore (USD/t)	93	1,0%	2%	-11%
HCC (USD/t)	259	0,2%	0%	16%
HRC EU (EUR/t)	750	0,0%	1%	25%
Brent crude oil (USD/bbl.)	94,0	-0,6%	-6%	48%
CO2 (EUR/t)	90,2	0,3%	7%	7%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	85,5	-7%	12%	165%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	156	1,5%	21%	76%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	552	-2,8%	2%	25%
Shanghai Freight Index	3 687	0,2%	1%	163%

PKO BP (PKO PW; HOLD; TP PLN 123)

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

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	6 062	6 026	5 953	6 074	6 472	7%	7%	6 451	6 386
Net F&C result	1 347	1 367	1 378	1 407	1 408	5%	0%	1 414	1 407
Other income	293	14	312	136	54	-81%	-60%	66	91
Total revenues	**7 702**	**7 407**	**7 643**	**7 617**	**7 934**	**3%**	**4%**	**7 932**	**7 884**
Operating costs	-2 221	-2 494	-2 626	-2 189	-2 387	7%	9%	-2 353	-2 350
Operating profit	5 481	4 913	5 017	5 428	5 547	1%	2%	5 578	5 534
Net provisions	-1 484	-1 377	-740	-719	-597	-60%	-17%	-778	-778
Net profit	**2 837**	**2 715**	**2 522**	**2 768**	**2 933**	**3%**	**6%**	**2 846**	**2 818**
NIM	4,56%	4,39%	4,20%	4,30%	4,36%			4,34%	
CoR ex. CHF	0,46%	0,52%	0,46%	0,53%	0,27%			0,49%	
C/I	28,8%	33,7%	34,4%	28,7%	30,1%			29,7%	
Loans	283,8	293,4	303,5	315,0	327,7	15,5%	4,0%	323,7	
Assets	554,6	583,1	593,8	608,4	619,9	11,8%	1,9%	621,5	
Deposits	440,5	460,7	470,9	475,8	492,5	11,8%	3,5%	486,0	
P/E12M trailing	13,9	13,5	13,5	13,3	13,2				
P/BV	2,6	2,5	2,4	2,6	2,5				
ROE 12M	20%	20%	19%	19%	19%				

Source: company data, PAP, Trigon

BNP PARIBAS PL (BNPPPL PW; BUY; TP PLN 194)

Zysk netto za 3Q'26 lekko powyżej oczekiwań na wyższym wyniku odsetkowym [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	y/y	q/q	3Q26E	Cons.
Net interest income	1 457	1 468	1 446	1 465	1 560	7%	7%	1 537	1 533
Net F&C result	289	317	315	353	319	11%	-10%	323	328
Other income	210	233	204	208	206	-2%	-1%	216	209
Total revenues	**1 955**	**2 018**	**1 964**	**2 025**	**2 086**	**7%**	**3%**	**2 076**	**2 070**
Operating costs	-800	-806	-1 060	-828	-836	4%	1%	-840	-836
Operating profit	1 155	1 212	904	1 197	1 250	8%	4%	1 236	1 234
Net provisions	-162	-188	-171	-122	-107	-34%	-12%	-126	-110
Net profit	**696**	**887**	**375**	**600**	**689**	**-1%**	**15%**	**647**	**670**
NIM	3,59%	3,49%	3,35%	3,45%	3,54%			3,48%	
CoR ex. CHF	0,43%	0,30%	0,26%	0,33%	0,22%			0,27%	
C/I	40,9%	39,9%	54,0%	40,9%	40,1%			40,4%	
Loans	89,0	91,2	92,8	94,9	97,4	9,5%	2,7%	97,0	
Assets	168,6	180,7	177,3	180,9	183,3	8,7%	1,3%	183,9	
Deposits	129,7	141,3	136,6	141,4	141,5	9,1%	0,0%	143,9	
P/E12M trailing	9,5	8,4	9,5	10,0	10,0				
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,5	1,4				
ROE 12M	17%	19%	16%	15%	15%				

Source: company data, PAP, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2474	2465,4	2553,4	2505,4	97%
WIG20	1988,9	1992,8	2053,4	2063,4	97%
WIG40	385,1	363,8	393,2	358,2	98%
sWIG80	52,8	55,4	59,0	60,2	89%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	364	XTB	58,0	DAT	8,1
ALE	305,6	ACP	47,1	DIG	4,0
KGH	244,3	BFT	44,3	EUR	2,5
PKN	183,7	ASB	43,4	GNS	2,2
PEO	162,0	ING	36,7	LWB	2,0
PZU	125,2	MIL	30,6	COG	2,0
DNP	111,5	MDV	21,2	S2B	1,8
LPP	105,7	TPE	20,3	SCW	1,8
EBP	68,3	APR	18,3	MDG	1,3
CDR	59,8	ATT	12,6	WWL	1,1

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
MBK	124%	ING	488%	WWL	580%
BDX	119%	ATT	241%	ARH	555%
ALE	117%	GPP	236%	DAT	521%
PZU	117%	APR	193%	SEL	347%
PEO	105%	ATC	178%	S2B	223%
ALR	105%	EAT	148%	ECH	178%
PKO	104%	COG	148%	ATC	178%
KGH	102%	MIL	141%	1AT	162%
EBP	102%	EUR	134%	UNI	154%
LPP	101%	BFT	132%	COG	148%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best		**WIG20**			**Worst**
MDV	97	4,3%	PKN	140	-3%
KGH	287	4,2%	KRU	330	-0,6%
ALE	60	3,3%	ZAB	32	0,1%
CDR	264	2,9%	MBK	1 616	0,4%
BDX	753	2,5%	DNP	38	0,6%
Best		**mWIG40**			**Worst**
ING	490,8	8,1%	ATT	15,9	-4%
CAR	1 092,0	4,8%	COG	4,6	-2,2%
BFT	6 165,0	4,5%	PKP	9,8	-1,8%
MDV	97,3	4,3%	DOM	238,0	-0,6%
GPP	53,8	3,5%	XTB	129,2	-0,6%
Best		**sWIG80**			**Worst**
S2B	64,2	7,4%	DAT	82,7	-17%
ATR	54,2	4,2%	MDG	20,8	-3,7%
ARH	51,0	4,1%	DIG	291,2	-2,9%
TOA	11,5	3,8%	ICE	55,1	-2,8%
BCX	70,7	3,5%	COG	4,6	-2,2%

HANDLOWY (BHW PW; HOLD; TP PLN 126)

Zysk netto za 3Q'26 lekko poniżej oczekiwań przez wysokie koszty operacyjne [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	516	511	471	459	480	-7%	4%	465	469
Net F&C result	106	108	107	119	116	10%	-2%	112	113
Other income	120	113	393	118	168	40%	42%	173	141
Total revenues	**742**	**732**	**971**	**696**	**764**	**3%**	**10%**	**750**	**723**
Operating costs	-170	-165	-335	-211	-248	46%	17%	-216	-218
Operating profit	573	567	636	485	516	-10%	7%	534	505
Net provisions	-20	3	-17	-59	-30	-	-	-24	-31
Net profit	**469**	**596**	**386**	**321**	**288**	**-39%**	**-10%**	**314**	**291**
NIM	2,80%	2,88%	2,51%	2,45%	2,83%			2,70%	
CoR	0,42%	-0,06%	0,34%	1,11%	0,56%			0,45%	
C/I	22,9%	22,6%	34,5%	30,4%	32,4%			28,8%	
Loans	17,8	18,2	19,1	19,6	19,7	10,5%	0,8%	19,8	
Assets	79,5	78,8	88,2	72,6	67,8	-14,7%	-6,6%	70,0	
Deposits	39,4	38,4	44,7	48,2	48,8	23,8%	1,2%	45,3	
P/E12M trailing	10,9	9,4	9,7	8,9	9,9				
P/BV	1,7	1,6	1,6	1,7	1,7				
ROE 12M	15%	17%	16%	18%	17%				

Source: company data, PAP, Trigon

ASBIS (ASB PW; HOLD; TP PLN 180)

Wyniki za 3Q26: Zyski powyżej oczekiwań dzięki kosztom, dalszy spadek marży brutto [neutralne]

USDm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**930**	**1248**	**1269**	**1697**	**2187**	**135%**	**29%**	**2187**	**2170**
Former Soviet Union	345	518	497	636	690	100%	8%		
Kazakhstan	121	187	166	240	224	84%	-7%		
Ukraine	104	166	179	215	254	143%	18%		
Central & Eastern Europe	270	359	287	278	307	14%	10%		
Poland	49	61	66	65	82	65%	25%		
Slovakia	97	136	75	91	97	1%	7%		
Middle East & Africa	144	168	143	207	223	55%	8%		
UAE	93	89	73	160	141	53%	-11%		
Western Europe	103	119	162	363	710	+	96%		
Other regions	67	84	180	212	256	284%	21%		
EBITDA	**25.7**	**50.7**	**58.2**	**66.4**	**78.5**	**205%**	**18%**	**75.7**	**71.1**
EBIT	23.3	47.8	54.5	62.6	74.4	219%	19%	71.7	67.3
Net profit	**11.9**	**29.3**	**36.5**	**44.5**	**51.8**	**337%**	**16%**	**49.7**	**46.0**
adj. Net profit	12.0	28.9	36.5	44.1	51.6	329%	17%	49.7	46.0
Gross margin	7.0%	7.9%	8.6%	7.1%	6.2%	*-0.86pp*	*-0.90pp*	6.7%	
SG&A ratio	4.5%	4.0%	4.3%	3.4%	2.8%	*-1.76pp*	*-0.62pp*	3.5%	
EBITDA margin	2.8%	4.1%	4.6%	3.9%	3.6%	*0.82pp*	*-0.33pp*	3.5%	3.3%
EBIT margin	2.5%	3.8%	4.3%	3.7%	3.4%	*0.89pp*	*-0.29pp*	3.3%	3.1%
adj. Net profit margin	1.3%	2.3%	2.9%	2.6%	2.4%	*1.07pp*	*-0.24pp*	2.3%	2.1%
Smartphones | % of sales	*33.1%*	*34.4%*	*31.9%*	*31.0%*	*25.1%*	*-8.0pp*	*-6.0pp*		
Servers | % of sales	*19.8%*	*16.4%*	*32.2%*	*42.6%*	*54.2%*	*34.4pp*	*11.6pp*		
CPUs | % of sales	*11.0%*	*10.3%*	*5.9%*	*3.5%*	*2.8%*	*-8.2pp*	*-0.6pp*		
Laptops | % of sales	*6.9%*	*6.3%*	*5.4%*	*4.9%*	*3.3%*	*-3.6pp*	*-1.5pp*		
OCF	5	209	-20	98	-46	-	-		
FCF	3	200	-38	82	-49	-	-		
Net debt*	238	117	133	65	95	-60%	46%		
ND/EBITDA	2.2	1.0	0.8	0.3	0.4				
adj. P/E12M trailing	40.2	37.2	25.0	18.4	13.9				
EV/EBITDA 12M trailing	23.0	19.5	14.8	11.5	9.2				

*Source: Company, Trigon; *incl. rev. factoring*

MODERN TIMES GROUP (MTGb SS; BUY; TP SEK 175)

3Q26 Results Review: Lekko powyżej oczekiwań w relatywnie słabszym kwartale [neutralne]

SEKm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	2,987	3,123	3,159	2,965	2,988	0%	1%	2,996	2,996
Midcore	2,373	2,404	2,466	2,230	2,301	-3%	3%	2,218	2,275
Casual	615	719	693	736	687	12%	-7%	777.5	721
DAU	8.9	9.4	8.9	8.5	7.8	-12%	-8%	8.4	
ARPDAU, SEK	3.7	3.6	3.9	3.8	4.2	14%	8%	3.9	
EBITDA	590	603	754	690	688	17%	0%	675	672
adj. EBITDA	**675**	**717**	**802**	**707**	**693**	**3%**	**-2%**	**675**	**686**
EBIT	232	219	371	317	318	37%	0%	310	311
Net profit	39	-105	138	99	149	281%	50%	128	146
adj. Net profit	361	379	550	470	431	19%	-8%	464	
OCF	382	840	605	471	431			438	
Net Debt	4,397	3,917	3,875	3,812	3,731			3,574	
P/E12M trailing adj.	11.2	10.2	8.8	8.1	7.8			8.7	
EV/EBITDA adj. 12M trailing	7.8	6.9	6.4	6.2	6.2			6.8	
adj. EBITDA margin	22.6%	23.0%	25.4%	23.8%	23.2%			22.5%	22.9%
EBIT margin	7.8%	7.0%	11.7%	10.7%	10.7%			10.3%	10.4%
adj. Net profit margin	12.1%	12.1%	17.4%	15.9%	14.4%			15.5%	-

Source: Company data, Trigon

- Przychody w 3Q wyniosły 2,988 mln SEK, płasko y/y (-2% organicznie), zgodnie z konsensusem na poziomie 2,996 mln SEK;
- Adj. EBITDA wzrosła o 3% y/y do 693 mln SEK, 1% powyżej konsensusu (686 mln SEK), przy stabilnej marży adj. EBITDA na poziomie 23%;
- Przychody RAID wzrosły o 1% y/y w stałych walutach, Playsimple o 11% pro forma, natomiast Forge of Empires i Tacticus zanotowały spadki odpowiednio o 13% i 10%;
- Wydatki na UA wzrosły o 6% y/y do 1,178 mln SEK, stanowiąc 39% przychodów (+2pp y/y), natomiast udział DTC zwiększył się do 42% (+4pp q/q);
- Konwersja LTM unlevered FCF wyniosła 82%, przy wskaźniku zadłużenia finansowego na poziomie 1.29x;
- Spółka podtrzymała guidance na FY26, zakładający 5–8% wzrostu przychodów pro forma oraz marżę adj. EBITDA na poziomie 22–24%, wskazując obecnie na dolny przedział dynamiki przychodów i górny przedział marży.

AMBRA (AMB PW; HOLD; TP PLN 21.0)

Wyniki za 1Q26/27 [lekko pozytywne]

PLNm	1Q25/26	2Q25/26	3Q25/26	4Q25/26	1Q26/27E	Y/Y	Q/Q	1Q26/27E	Cons.
Revenues	**194.8**	**362.0**	**157.5**	**187.1**	**186.4**	**-4%**	**0%**	**188.5**	**-**
Poland	138.7	258.4	122.2	135.8	133.2	-4%	-2%	139.1	
Czechia & Slovakia	16.3	37.4	17.4	17.3	16.6	2%	-4%	18.7	
Romania	39.9	77.4	24.3	38.7	36.6	-8%	-6%	36.7	
Volume (m 0.75l)	**21.0**	**40.2**	**16.8**	**20.7**	**19.7**	**-6%**	**-5%**	**20.7**	
Avg price (PLN/0.75l)	*9.3*	*9.0*	*9.4*	*9.0*	*9.5*	*2%*	*5%*	*9.1*	
Gross profit ex. selling costs*	84.3	160.0	71.0	86.5	85.1	1%	-2%	82.7	
EBITDA	**20.5**	**79.0**	**4.9**	**17.9**	**27.4**	**33%**	**53%**	**12.7**	**-**
EBIT	**12.3**	**70.8**	**-3.8**	**8.7**	**18.0**	**46%**	**107%**	**3.5**	**-**
Poland	6.2	46.5	-3.3	6.1	3.8	-39%	-38%		
Czechia & Slovakia	1.3	7.2	1.3	1.4	0.8	-35%	-40%		
Romania	4.9	17.0	-1.7	1.2	3.2	-34%	176%		
Net profit	**4.0**	**45.0**	**-6.0**	**3.4**	**6.4**	**58%**	**86%**	**0.2**	**-**
adj. Net profit	**3.6**	**45.0**	**-6.0**	**3.4**	**1.6**	**-56%**	**-53%**	**0.2**	**-**
Gross margin*	43.3%	44.2%	45.1%	46.2%	45.7%	*2.4pp*	*-0.6pp*	43.9%	
EBITDA margin	10.5%	21.8%	3.1%	9.6%	14.7%	*4.2pp*	*5.1pp*	6.8%	-
EBIT margin	6.3%	19.5%	-	4.6%	9.6%	*3.3pp*	*5.0pp*	1.8%	-
Poland	4.4%	18.0%	-2.7%	4.5%	2.8%	*-1.6pp*	*-1.7pp*		
Czechia & Slovakia	7.9%	19.2%	7.2%	8.1%	5.0%	*-2.9pp*	*-3.1pp*		
Romania	12.3%	22.0%	-7.0%	3.0%	8.8%	*-3.5pp*	*5.8pp*		
Net profit margin	2.1%	12.4%	-	1.8%	3.4%	*1.4pp*	*1.6pp*	0.1%	-
OCF	2.5	-2.9	118.6	-14.8	-11.7	-	-		
Net debt	100.8	163.6	61.9	96.5	119.1	18%	23%		
P/E12M trailing	10.7	9.3	9.5	10.1	10.6				
EV/EBITDA 12M trailing	4.8	5.0	4.2	4.6	4.5				

*Source: Company, Trigon; *Excl. costs of marketing, distribution and commission*

- Sfinalizowana została sprzedaż nieruchomości w Rumunii, która zwiększyła EBIT o 10,2 mln PLN;
- Skorygowany EBIT spadł do poziomu 7,7 mln PLN, -37,3% r/r;
- Skor. EBITDA 17,2 mln PLN

FINANCIALS

BANKI

RPP pozostawia stopy bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami, a projekcja NBP przesuwa ścieżkę inflacji w górę

- Rada utrzymała stopę referencyjną na poziomie 3.75%, na którym pozostaje od marca 2026 r.;
- Listopadowa projekcja NBP, przygotowana przy założeniu niezmienionych stóp, zakłada inflację w 2027 r. w przedziale 3.1–5.3% wobec 1.5–4.0% w projekcji lipcowej;
- W górę przesunięto również przedział na 2028 r., do 1.4–4.4% z 0.8–3.9%;
- Projekcja PKB bez istotnych zmian: wzrost w 2027 r. w przedziale 1.9–3.8% wobec 1.8–3.7% w lipcu;
- Decyzja zapadła po spadku CPI w październiku do 3.5% r/r z 4.1% we wrześniu, głównie za sprawą niższych cen paliw; według szacunków RPP obniżyła się także inflacja bazowa;
- Zapis o dalszych decyzjach jest taki sam jak w październiku: decyzje zależą od napływających danych, a wśród czynników ryzyka Rada wymienia ceny surowców w kontekście geopolitycznym, politykę fiskalną, regulacje cen energii i dynamikę płac.

BANKI

Udział kredytów dla przedsiębiorstw w aktywach sektora spadł do około 12%

- Według raportu Strategy& Polska udział kredytów dla firm w aktywach banków obniżył się z 19.6% w 2018 r. do około 12%;
- Od 2018 r. nominalny PKB wzrósł o 82%, a wartość kredytów dla przedsiębiorstw o 24%;
- Raport wskazuje na bardzo ograniczony dostęp do kredytu w przypadku 12% polskich firm wobec średnio 7% w UE.

DANE MAKROEKONOMICZNE

Październikowe odczyty inflacji i aktywności w usługach

- Inflacja konsumencka w strefie euro wyniosła w październiku 4.0% r/r;
- PMI usług w strefie euro wyniósł 51.4 pkt wobec wstępnych 51.7 pkt; w Niemczech 52.5 pkt, a we Francji 46.2 pkt;
- W USA ISM usług wyniósł 54.5 pkt wobec 54.9 pkt miesiąc wcześniej;
- PMI usług w USA wyniósł 56.1 pkt wobec wstępnych 57.9 pkt, a PMI composite 55.9 pkt wobec wstępnych 57.6 pkt.

OIL, GAS & CHEMICALS

RYNEK PALIW/ENERGETYKA

Przecena surowców energetycznych po porażce Republikanów – implikacje dla Orlenu i Utilities

- Cena gazu TTF 1M spadła od początku miesiąca o 15% do 84 EUR/MWh, a kontrakt na 2027 r. o 16% do 66 EUR/MWh.
- Brent spadł o 17% do 94 USD/bbl, a kontrakt na 2027 r. o 12% do 83 USD/bbl. Dated Brent jest obecnie notowany z dyskontem ok. 3 USD/bbl względem kontraktu futures, wobec średniej premii 17 USD/bbl w październiku.
- Ceny uprawnień CO2 bez większych zmian, ok. 90 EUR/t.
- Węgiel ARA spadł o 5% do 138 USD/t.
- Cena energii na TGE w kontrakcie 1M spadła o 7% do 828 PLN/MWh, a w kontrakcie 1Y o 6% do 552 PLN/MWh (126 EUR/MWh). Niemiecki kontrakt 1Y spadł o 12% do 145 EUR/MWh.
- STOXX Europe 600 Oil & Gas stracił od początku miesiąca 6%.

UTILITES & MINING

TAURON (TPE PW; BUY; TP PLN 11.7)

Kontrakt z Siemensem na dostawę turbin gazowych w CHP w Łagiszy

- Tauron Ciepło podpisał z Siemens Energy kontrakt na dwie turbiny gazowe o łącznej mocy 100 MWe dla projektu CHP w Łagiszy za 94.5 mln EUR netto plus 49.9 mln EUR za 12-letni serwis. Dostawy zaplanowano na 3/4Q29, uruchomienie na 2030r.
- Całkowity capex projektu szacowany był przez Spółkę w 04.2026r. na 1.1–1.3 mld PLN (LINK)

BOGDANKA

Wzrost wartości kontraktu z Eneą o 8.6% do 2036r. [lekko pozytywne]

Bogdanka podpisała aneks do umowy z Enea Wytwarzanie, zmieniający ceny i wolumeny dostaw. Wartość kontraktu na lata 2026–2036 wzrosła o 1.09 mld PLN (+8.6%) do 13.67 mld PLN. Spółka nie podała skali zmian cen jednostkowych ani wolumenów

LOGISTICS & TRANSPORT

PORT POLSKA

Zapytanie ofertowe dotyczące finansowania planowane na początek 2027 r.

- Spółka rozpoczyna due diligence; zapytanie ofertowe do instytucji bankowych ma ruszyć na początku 2027 r.;
- Model finansowania części lotniskowej zakłada 30% kapitału własnego i 70% długu; potrzebne finansowanie może wynieść 7–8 mld EUR;
- Około 80% lub więcej nakładów ma być ponoszonych w PLN; spółka chce maksymalizować udział finansowania w tej walucie;
- Koszt programu do 2032 r. szacowany jest na około 132 mld PLN, w tym 42–43 mld PLN na lotnisko.

TMT

PASSUS

Umowa z klientem energetycznym za 1.70 mln USD netto

- Spółka podpisała umowę dostawy i wdrożenia systemu analizy ruchu sieciowego ze spółką z branży energetycznej;
- Wynagrodzenie wynosi 1,695,556.29 USD netto, w tym 1,654,690.29 USD za licencje, sprzęt i wsparcie techniczne;
- Termin realizacji przypada na 15 grudnia 2026 r.; płatność nastąpi na podstawie dwóch faktur w ciągu 60 dni od ich otrzymania.

INDUSTRIALS

OHB (OHB GR; No recommendation)

Kontrakt ESA za 554 mln EUR na Sentinel-3 Next Generation Topography

- OHB System otrzymał 4 listopada od ESA kontrakt o wartości 554 mln EUR na opracowanie i budowę satelity Sentinel-3 Next Generation Topography (S3-NGT);
- Kontrakt obejmuje pierwszego satelitę oraz opcję na budowę drugiej jednostki, której wartość nie została wliczona do ogłoszonego zamówienia;
- OHB będzie głównym wykonawcą programu, koordynując europejskie konsorcjum przemysłowe;
- Satelity będą wyposażone w instrumenty radarowe służące do precyzyjnego pomiaru wysokości powierzchni oceanów, wód śródlądowych i pokrywy lodowej;
- Program stanowi element europejskiego systemu obserwacji Ziemi Copernicus i zapewni kontynuację oraz rozwój zdolności obecnych misji Sentinel-3 i Sentinel-6;

STOHID TECHNOLOGY

Utworzenie BalticOrb do rozwoju bezzałogowych systemów powietrznych

- Spółka zawarła umowę inwestycyjną z partnerem technologicznym i objęła 50.1% udziałów oraz głosów w BalticOrb;
- Przedsięwzięcie obejmuje zaplecze technologiczne, produkcyjne i badawczo-rozwojowe w Polsce dla systemów dalekiego zasięgu z napędem turboodrzutowym;
- Budżet, harmonogram finansowania i realizacji oraz kamienie milowe mają zostać uzgodnione w ciągu miesiąca od podpisania umowy;
- Parametry techniczne wskazane w umowie pozostają założeniami wymagającymi dalszych prac, testów i walidacji.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

ATREM

Wybór oferty o wartości 36 mln PLN netto w przetargu Tauron Dystrybucja

- Kontrakt dotyczy modernizacji dwutorowej linii 110 kV Jaworzno 1 - Siersza - Włodzimierz - Trzebinia - Jaworzno 1 - Trzebinia.
- Drugą najniższą ofertę o wartości 37 mln PLN netto założył Elektrotim co daje odchylenie o ok. 2%.
- Budżet zamawiającego wyniósł 51 mln PLN netto.

RYNEK INFRASTRUKTURY

Podsumowanie wywiadu z nowym Prezesem CPK - Rzeczpospolita

- Nowy prezes CPK Piotr Borys zakłada, że do końca 2027 r. Spółka zakontraktuje wykonawców trzech odcinków linii „Y", a przetarg na węzeł bolimowski zostanie ogłoszony jeszcze w tym roku w formule otwartej.
- Rozstrzygnięcie postępowania na odcinek Kotowice – węzeł lotniskowy (ZP2) planowane jest na połowę 2027 r., a roboty na linii „Y" mają ruszyć w 2028 r. W 2027 r. Spółka chce też przygotować pierwsze zamówienie na LK nr 86 Sieradz – Czernica Wrocławska.
- CPK ma zapewnione finansowanie w wysokości 7.42 mld PLN w papierach skarbowych i prowadzi rozmowy z BGK, który deklarował do 20 mld PLN, a na część kolejową planuje pozyskać środki UE.
- Pozwolenie na budowę dla głębokiego palowania pod terminal, realizowanego przez Budimex, spodziewane jest w grudniu, a prace mają zostać zakończone do końca 2027 r.
- Termin otwarcia lotniska i linii KDP w 2032 r. pozostaje aktualny, choć prezes nie gwarantuje jego dotrzymania.
- Do końca roku CPK przedstawi projekt ustawy wzorowanej na ZRID, łączącej decyzję lokalizacyjną z pozwoleniem na budowę, co może skrócić proces nawet o rok.

BIOTECH

MEDICOVER (MCOVB SS; BUY; TP SEK 325)

Podsumowanie konferencji wynikowej 3Q26: Dalsza poprawa rentowności Healthcare, presja na niemiecką diagnostykę; KKR kluczowym elementem equity story na 2027–28 [neutralne]

- Guidance: Zarząd wskazuje na utrzymującą się presję na finansowanie publiczne, częściowo kompensowaną przez wzrost popytu na usługi prywatne. Dalszą poprawę marż mają wspierać podwyżki cen, wyższe wykorzystanie infrastruktury i optymalizacja sieci.

- Spółka nie przedstawiła liczbowych prognoz marż na 4Q26–2027. Dotychczasowe cele na 2028 r. (przychody >EUR 3,25bn, skorygowana EBITDA >EUR 600m) pozostają bez zmian do zamknięcia sprzedaży Indii.

- Healthcare: Polskie przychodnie i działalność fitness pozostają głównymi motorami poprawy rentowności. Zarząd planuje dalszą ekspansję sieci fitness (3Q26: 189 klubów, +9% r/r).

- Marża EBITDAaL wzrosła o 90pb r/r do 14,5%, choć wyniki szpitali w Polsce i Rumunii nadal są obciążane przez koszty personelu i presją cenową ze strony finansowania publicznego.

- Liczba abonentów medycznych spadła o 4% r/r, a podwyżki cen odpowiadały za 6,3pp z 8% wzrostu organicznego, wskazując na ograniczoną dynamikę wolumenową.

- Diagnostics: Wzrost organiczny wyniósł 8,5%, wspierany przez wolumen badań (+5,3% r/r), przychody FFS (+10%) i rosnący udział badań zaawansowanych.

- Synergie z integracji SYNLAB wspierały rentowność w CEE, jednak słabsze wyniki w Niemczech ograniczyły marżę EBITDAaL do 14,3% (bez zmian r/r).

- Reforma refundacji diagnostyki genetycznej w Niemczech, obowiązująca od października 2026 r., będzie dodatkowo obciążać marże. Zarząd rozpoczął działania ograniczające jej wpływ, ale nie przedstawił jego ilościowego szacunku.

- ROIC / cash flow: ROIC wzrósł do 14% z 13% na koniec 2025 r. Zarząd koncentruje się na dalszej poprawie efektywności kapitałowej poprzez optymalizację sieci placówek, zwiększanie wykorzystania istniejącej infrastruktury oraz selektywne inwestycje w lokalizacje o wyższym potencjale rentowności.

- Spółka kontynuuje rozwój działalności przy większej dyscyplinie kosztowej i inwestycyjnej, z naciskiem na poprawę generowania gotówki. W 3Q26 CAPEX spadł o 30% r/r do EUR 32,5m (5,1% przychodów), natomiast recurring FCF wyniósł EUR 50,3m (-10% r/r). Zarząd nie przedstawił liczbowych celów ROIC, CAPEX ani FCF na lata 2027–28; dalsze priorytety inwestycyjne i alokacja kapitału będą istotne po finalizacji sprzedaży MHI.

- KKR / alokacja kapitału: Wpływy w wysokości około EUR 740m ze sprzedaży indyjskiego biznesu szpitalnego, której zamknięcie planowane jest w 4Q26, powinny umożliwić redukcję zadłużenia i selektywne przejęcia w europejskim Healthcare i fitness. Zarząd wskazuje Polskę, Niemcy i Rumunię jako rynki priorytetowe, ale nie przedstawił jeszcze szczegółowego planu wykorzystania środków.

RYVU THERAPEUTICS (RVU PW; BUY; TP PLN 33.7)

Publikacja abstraktów i zapowiedź prezentacji klinicznych na ASH

- Dane z badań JASPIS-01 i RIVER-81 zostaną przedstawione na konferencji ASH 12–15 grudnia 2026 r.;
- W JASPIS-01 dapolsertib w monoterapii otrzymało 15 pacjentów; u czterech odnotowano korzyść kliniczną, w tym jedną odpowiedź całkowitą, według danych na 18 czerwca 2026 r.;
- Koszty rozwoju dapolsertibu finansuje Menarini, posiadające globalne prawa licencyjne; RVU prowadzi operacyjnie badanie fazy II;
- Abstrakt RIVER-81 zawiera dane na 1 lipca 2026 r. i nie stanowi istotnej aktualizacji względem prezentacji EHA; poster ASH ma zawierać dodatkowe dane, w tym z kohorty ekspansyjnej.

RYVU THERAPEUTICS (RVU PW; BUY; TP PLN 33.7)

Dane przedkliniczne RVU602 i platformy ONCO Prime na konferencji ENA

- Spółka zaprezentuje dwa postery podczas sympozjum EORTC-NCI-AACR w Barcelonie 18–20 listopada 2026 r.;
- Prezentacje dotyczą nowego ładunku cytotoksycznego do koniugatów przeciwciało–lek RVU602 oraz platformy ONCO Prime do identyfikacji podatności nowotworów;
- Badania RVU602 obejmowały połączenia z czterema przeciwciałami; trwa walidacja tolerancji i okna terapeutycznego.

CAPTOR THERAPEUTICS (CTX PW; BUY; TP PLN 110)

Dane przedkliniczne CT-03 na ESMO: aktywność w AML i korzystny profil bezpieczeństwa sercowego wspierają przygotowania do fazy I [pozytywne]

- CT-03 / mechanizm: Spółka przedstawiła przedkliniczne wyniki vratitoclaxu, degradera białka MCL-1 rozwijanego początkowo w ostrej białaczce szpikowej (AML). Projekt zakłada eliminację białka zamiast wyłącznie hamowania jego aktywności.

- Aktywność przeciwnowotworowa / PK-PD: W przedklinicznym modelu ksenograftowym AML MV-4-11 vratitoclax hamował wzrost guza w monoterapii, a połączenie z wenetoklaksem prowadziło do całkowitej regresji guza, przewyższając efekty obu monoterapii. W odrębnym badaniu u naczelnych innych niż człowiek (NHP; n=3) pojedyncze podanie skutkowało niemal całkowitą degradacją MCL-1 w komórkach krwi obwodowej po 3 i 6 godzinach.

- Bezpieczeństwo: W badaniach toksykologicznych GLP u NHP nie zaobserwowano zmian histopatologicznych serca, zmian EKG ani wpływu na częstość rytmu serca. Odnotowano natomiast głównie zmiany hematologiczne i w tkance limfatycznej, z pełną lub częściową odwracalnością.

- Plan kliniczny: Poster przewiduje badanie fazy I w MD Anderson Cancer Center u pacjentów z nawrotową/oporną AML, obejmujące monoterapię oraz połączenie z wenetoklaksem. Głównym celem będzie ocena bezpieczeństwa oraz wyznaczenie maksymalnej tolerowanej dawki i dawki rekomendowanej do fazy II.

MABION (MAB PW; Under Review)

FDA formalnie potwierdza założenia rozwoju MabionCD20 w ITP; strategia i harmonogram prac do końca listopada [neutralne]

- Ścieżka rejestracyjna: Wg komunikatu MAB FDA potwierdziła zasadność rozwoju MabionCD20 w leczeniu małopłytkowości immunologicznej (ITP) w ramach samodzielnej ścieżki BLA, a nie procedury dla leków biopodobnych. Agencja potwierdziła również status leku sierocego w tym wskazaniu.

- Zakres badań: FDA uznała proponowany program charakterystyki analitycznej i funkcjonalnej za uzasadniony oraz wskazała, że bezpośrednie badania porównawcze z Rituxanem nie są wymagane. Potwierdzono strategię przedkliniczną obejmującą pojedyncze, czterotygodniowe badanie toksykologiczne GLP.

- Status kliniczny: Oficjalne podsumowanie spotkania zasadniczo potwierdza informacje przekazane 20.10.2026 na podstawie interpretacji Oddifact. Projekt badania klinicznego nie został jeszcze ostatecznie uzgodniony, a rozpoczęcie badań pozostaje uzależnione od oceny dokumentacji IND.

- Harmonogram: Mabion i Oddifact mają uzgodnić ostateczną strategię rozwoju i harmonogram do końca listopada 2026 r. Komunikat nie podaje budżetu programu ani podziału przyszłych nakładów pomiędzy partnerów.

EUROPEAN COMPANIES

R&S GROUP / ELECTRICAL EQUIPMENT

Podsumowanie CMD: nowa fabryka podwaja moce w najbardziej dochodowym segmencie [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Spółka wskazuje na utrzymującą się przewagę popytu nad podażą transformatorów, wspieraną przez modernizację sieci, elektryfikację, OZE, BESS i data centers
- Backlog na koniec października wyniósł rekordowe 380mln CHF, a rozbudowa biznesu transformatorów mocy zapewnia widoczność projektów do 2028
- Strategia zakłada szybszy rozwój poza tradycyjnymi utilities, przede wszystkim w OZE, BESS i data centers, oraz zwiększenie udziału transformatorów mocy w przychodach
- W BESS kluczowymi rynkami pozostają Wielka Brytania, Niemcy i Polska, natomiast w europejskich data centers spółka koncentruje się na Wielkiej Brytanii, Niemczech, krajach nordyckich i Irlandii
- Rozwój nowych zastosowań wymaga większych transformatorów olejowych, suchych i transformatorów mocy, co wyznacza kierunek inwestycji produktowych oraz rozbudowy capacity

#Koszty i marże

- Średnioterminowy cel marży EBITDA pozostaje na poziomie 19-21%, przy wsparciu ze strony większej skali, poprawy efektywności i rosnącego udziału transformatorów mocy
- Koszty zwiększenia zatrudnienia przed uruchomieniem nowej fabryki obciążają lata 2025-2026, natomiast stopniowe wykorzystanie nowych mocy ma wspierać przyszłą rentowność
- Program modernizacji i repozycjonowania Kyte obejmuje poprawę produktywności, konstrukcji produktów, przepływu materiałów i organizacji produkcji oraz zakłada około 10% redukcji kosztów, z pełnym efektem od połowy 2028
- Kyte ma rozszerzyć ofertę większych transformatorów olejowych dla BESS, OZE i data centers, co powinno poprawiać miks i zmniejszać zależność od wybranych rynków utilities

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 został utrzymany na poziomie 410-420mln CHF przychodów i marży EBITDA w dotychczasowym przedziale
- Średnioterminowe cele nadal zakładają organiczny wzrost przychodów o 8-12% rocznie w walucie raportowej CHF oraz marżę EBITDA 19-21%, oceniane w trzyletnim cyklu
- Nowa fabryka w Łodzi rozpoczęła produkcję pod koniec października zgodnie z harmonogramem i budżetem, pierwsze dostawy mają zostać zafakturowane jeszcze w 2026, a w 2027 produkcja ma rosnąć z kwartału na kwartał
- Plan zakłada podwojenie produkcji transformatorów mocy do 2028 oraz rozszerzenie oferty do jednostek 160 MVA/220 kV, umożliwiających obsługę większych projektów i nowych rynków
- Nakłady na fabrykę w Łodzi wyniosły 29mln CHF, przy 10mln CHF ulg podatkowych związanych z inwestycją w specjalnej strefie ekonomicznej i deklarowanym okresie zwrotu poniżej 18 miesięcy od uruchomienia
- Modernizacja Kyte pochłonie 10-15mln CHF w latach 2027-2028, obejmując inwestycje w park maszynowy, optymalizację linii montażowych i zwiększenie zdolności produkcji większych jednostek
- Capex na utrzymanie i rozbudowę mocy ma spaść z około 7,5% przychodów w 2026 do około 3,5% rocznie w latach 2027-2029, do czego dojdą nakłady na grupowy ERP wynoszące około 1% sprzedaży rocznie
- Plan finansowy przewiduje spadek długu netto/EBITDA z około 1x na koniec 2026 do około 0,7x w 2027, 0,4x w 2028 i około zera w 2029
- Polityka dywidendowa nadal wskazuje 0,50 CHF na akcję, a nadwyżki środków mogą zostać przeznaczone na selektywne akwizycje lub dodatkowy zwrot kapitału akcjonariuszom

PLNm (ZREW)	2024	2025	Y/Y
Revenue	325.1	403.8	24%
EBITDA	145.9	167.5	15%
EBIT	143.2	163.7	14%
Net profit	123.1	147.1	19%
Operating cash flow	122.8	138.6	13%
CAPEX	4.2	35.5	740%
EBITDA margin	44.9%	41.5%	-3.4%
EBIT margin	44.0%	40.5%	-3.5%
Net profit margin	37.9%	36.4%	-1.4%

Source: eKRS, Trigon

WEIR / MINING EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: popyt pozostaje mocny, zawirowania po stronie frachtu mogą opóźnić część dostaw na 2027 [neutralny]

#Sytuacja rynkowa

- Aktywność klientów pozostaje wysoka przede wszystkim w złocie, miedzi i oil sands, a popyt koncentruje się na zwiększaniu produkcji, usuwaniu wąskich gardeł i modernizacji istniejących kopalń
- Pipeline nowych urządzeń rośnie, projekty przechodzą do kolejnych etapów, a słabsza dynamika zamówień względem części konkurentów wynika według zarządu z bardziej późnocyklicznego portfolio oraz przesunięć terminów kontraktacji
- Dwa projekty Minerals o łącznej wartości 30mln GBP przesunęły się z 3Q26 na 4Q26, z czego zamówienie za 10mln GBP pozyskano w październiku, a pozostałe ok. 20mln GBP jest nadal oczekiwane do końca roku
- Zakłócenia pogodowe w chilijskich kopalniach i przestoje producentów fosforanów ograniczyły wzrost zamówień aftermarket Minerals o ok. 1-2pp
- Kopalnie w Chile w większości wznowiły produkcję i chcą nadrabiać straty w 4Q26, natomiast w fosforanach, odpowiadających zwykle za ok. 4% rocznych przychodów grupy, zarząd nie oczekuje ani poprawy
- Ponad 90% aftermarket Minerals stanowią części zamienne i zużywalne, dlatego jego popyt zależy przede wszystkim od produkcji kopalń, a spółka nie obserwuje pogorszenia retencji klientów ani zmian w obsłudze zainstalowanej bazy

#Wyniki finansowe

- Order intake grupy w 3Q26 wzrósł o 8% z uwzględnieniem przejęć, w tym zamówienia na nowe urządzenia o 3%
- Minerals zwiększył zamówienia na nowe urządzenia o 6% oraz aftermarket o 7%, w tym organicznie o 5%
- Book-to-bill grupy wyniósł 1,1x, utrzymując się na poziomie co najmniej 1,1x w każdym z pierwszych trzech kwartałów roku

#Koszty i marże

- Realizacja całorocznej marży operacyjnej powyżej 20% zależy od wysokich dostaw aftermarket w 4Q26, ponieważ zaległe zamówienia obejmują produkty o wyższej rentowności
- Relacja price/cost pozostaje zasadniczo neutralna, spółka przenosi inflację kosztów na klientów, ale pricing nie daje obecnie dodatkowego wsparcia porównywalnego z wcześniejszymi latami
- Duże kontrakty na nowe urządzenia mają niższe marże, a spółka dopuszcza również oferty ze stratą przy odpowiednio atrakcyjnym przyszłym aftermarket
- Liczba takich ofert wzrosła w tym roku wraz z aktywnością projektową, a zarząd oczekuje podobnego poziomu w 2027, co ogranicza możliwość prostego przełożenia wzrostu equipment na poprawę marży
- Wdrożenie ERP obciąży wyniki 2026 kosztami ok. 5-6mln GBP, a w 2027 spowoduje dodatkową presję na marżę o ok. 75pb r/r, już ponad koszty ponoszone w bieżącym roku

#Outlook/guidance

- Zarząd podtrzymał oczekiwania realizacji wzrostu przychodów i zysku operacyjnego przy stałych kursach walutowych zgodnie z konsensusem, marży operacyjnej powyżej 20%
- W 4Q26 oczekiwana jest duża skala dostaw, która pozwoli zrealizować tegoroczny konsensus rynkowy przychodów, który implikuje ok. 870mln GBP na 4Q
- Portfel aftermarket Minerals przeznaczony do realizacji do końca roku był na początku 4Q26 o ok. 50-60mln GBP wyższy r/r
- Głównym ryzykiem guidance jest terminowe dostarczenie produktów do klientów, ponieważ dalsze zakłócenia transportu morskiego, zmiany tras i problemy w kopalniach mogą przesunąć rozpoznanie przychodów poza koniec roku
- Wstępne wskazanie na 2027 zakłada zasadniczo stabilną marżę mimo dodatkowych kosztów ERP
- Koszty wdrożenia ERP mają pozostać na poziomie z 2027 również w 2028, spaść o połowę w 2029 i wygasnąć w 2030

GBPm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Orders	618	676	664	762	687	11%	-10%	2,598	3,407
Original Equipment	122	129	133	158	129	6%	-18%	512	671
Aftermarket	496	547	531	604	558	13%	-8%	2,086	2,736
Minerals	436	490	467	570	477	9%	-16%	1,879	2,440
ESCO	182	186	197	192	210	15%	9%	719	967
Revenue	-	1402	-	1269	-	-	-	2,613	2,671
Minerals	-	1016	-	900	-	-	-	1,894	1,916
ESCO	-	355	-	346	-	-	-	672	701
adj. EBIT	-	287	-	239	-	-	-	526	526
Minerals	-	223	-	181	-	-	-	414	404
ESCO	-	84	-	79	-	-	-	152	163
adj. EBIT margin	-	20.5%	-	18.8%	-	-	-	20.1%	19.7%
Minerals	-	21.9%	-	20.1%	-	-	-	21.9%	21.1%
ESCO	-	23.7%	-	22.8%	-	-	-	22.6%	23.3%
Organic ordergrowth	-2%	4%	-3%	10%	5%	7pp	-5pp		
Minerals	-6%	2%	-3%	11%	4%	10pp	-7pp		
Original Equipment	-24%	9%	-6%	19%	4%	28pp	-15pp		
ESCO	11%	8%	-2%	6%	8%	-3pp	2pp		
Original Equipment	36%	-7%	49%	-12%	-26%	-62pp	-14pp		
Book-to-bill	1.01	0.89	1.14	1.11	1.10	9%	-1%		

Source: Company, Trigon

BASLER / MACHINE VISION

Wyniki 3Q26: Mocny popyt podnosi prognozy, komponenty nadal ograniczają sprzedaż [lekko pozytywny]

#Sytuacja rynkowa

- Ożywienie machine vision utrzymuje się, a zamówienia niemieckiej branży eksportującej na rynki globalne wzrosły w 9M26 o 33%, przy wzroście sprzedaży o 14%, wobec odpowiednio 62% i 35% w Basler
- Najsilniejsze pozostają semiconductors, consumer electronics, produkcja hardware dla data centers oraz warehouse automation, odpowiadające łącznie za ok. połowę przychodów i podobną część portfela zamówień
- Wszystkie regiony rozwijają się dobrze, z Chinami na czele, a konkurencja pozostaje intensywna przede wszystkim na rynkach azjatyckich
- Order intake osiągnął rekordowy poziom w 3Q26, a październik przyniósł kontynuację mocnego napływu zamówień bez sygnałów zmiany nastawienia klientów produkujących maszyny dla infrastruktury AI
- Dostępność półprzewodników i komponentów elektronicznych ogranicza sprzedaż, a zarząd potwierdził, że przy lepszym zaopatrzeniu spółka mogłaby w 3Q26 wyprodukować więcej przy obecnych mocach i zatrudnieniu
- Lead times Baslera się z ok. 2 do 4 miesięcy, co według zarządu zwiększa portfel o równowartość ok. 2 miesięcy sprzedaży, czyli ok. 50mln EUR
- Część klientów zamawia więcej niż bieżąco potrzebuje, ale zarząd ocenia ryzyko double ordering jako ograniczone, wskazując na niskie zapasy odbiorców i bieżące zużywanie dostarczanych produktów

#Koszty i marże

- Marża brutto za 9M26 poprawiła się o ok. 5pp i przekroczyła cel 50%, wspierana miksem produktowym i regionalnym, korzystnymi kursami walutowymi oraz efektami rozliczenia ceł
- Rozliczenie odzyskiwanych ceł w USA i planowanego zwrotu środków klientom obniżyło raportowane przychody oraz podwyższyło procentową marżę brutto w 3Q26 o ok. 2pp, dlatego tego efektu nie należy ekstrapolować
- CFO oszacowała łączny dodatni wpływ rozliczenia ceł i kapitalizacji software na marżę EBIT w 3Q26 na ok. 3,4pp, co oznacza, że część poprawy rentowności ma charakter księgowy lub jednorazowy
- Jednorazowa premia dla pracowników zostanie w całości ujęta w 4Q26 i ma obniżyć całoroczną marżę EBIT o ok. 1-2pp, przy dodatkowej sezonowości kosztów osobowych oraz możliwej zmienności marży brutto o 1-2pp związanej z FX i rozliczeniem pozostałych ceł
- Dostawcy wydłużają terminy i podnoszą ceny komponentów, natomiast koszty logistyki mają niewielkie znaczenie ze względu na małe rozmiary i niską masę produktów

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 podniesiono z 270-290mln EUR do 295-300mln EUR, a marży EBIT z 12,5-14,5% do 17,5-19,5%, uwzględniając jednorazowe premie pracownicze w 4Q26
- Wpływ trzęsienia ziemi na dostawy sensorów Sony okazał się mniejszy od oczekiwań, jednak część ograniczeń przesuwa się na październik i listopad, kiedy zarząd oczekuje przejściowego obniżenia sprzedaży
- Problemy z dostępnością materiałów mają utrzymać się co najmniej przez 4Q26, a potencjalnie również w 1Q27
- Dla krytycznych układów półprzewodnikowych spółka musi już składać zamówienia z wyprzedzeniem ok. 50 tygodni
- Zarząd pozytywnie ocenia popyt w najbliższych miesiącach, ale część obecnego order intake wynika z wydłużania terminów realizacji
- Cele średnioterminowe na 2028 według zarządu zostały już osiągnięte lub przekroczone, dlatego nowy plan ma zostać przedstawiony na początku 2027 wraz z oceną dalszego rozwoju rynku

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	75.0	33%	0%	224.5	283.8
Gross profit	27.3	27.1	39.8	38.8	41.5	52%	7%	106.4	147.2
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	14.6	204%	38%	11.6	38.7
Operating cash flow	11.5	10.1	7.6	9.0	20.5	78%	128%	30.1	47.2
Investing cash flow	-2.0	-2.6	-2.8	-1.0	-3.4	-	-	-9.1	-9.8
FCF	9.7	6.6	4.8	8.2	18.1	87%	121%	18.6	37.7
Gross margin	48.5%	48.0%	51.5%	51.7%	55.3%	6.8%	3.6%	47.4%	51.9%
EBIT marign	10.3%	5.7%	22.8%	18.0%	26.7%	16.4%	8.7%	7.9%	19.1%
Net profit margin	8.5%	0.9%	16.8%	14.1%	19.5%	10.9%	5.3%	5.2%	13.6%

Source: Company, Trigon

SILTRONIC/ SEMICONDUCTORS

Wyniki 3Q26: odbicie wolumenów poprawia wyniki, kluczowe rolowanie umów LTA [neutralny]

#Sytuacja rynkowa

- Popyt wzrósł kw/kw zarówno w waflach 200mm, jak i 300mm, a dostawy 300mm osiągnęły w 3Q historyczny rekord przy praktycznie pełnym wykorzystaniu mocy
- Prognoza wzrostu globalnej konsumpcji powierzchni wafli w 2026, przed zmianami zapasów, pozostaje na poziomie około 7%, ale rośnie rozbieżność między AI i przemysłem a elektroniką konsumencką
- Spółka podniosła prognozę wzrostu konsumpcji wafli w serwerach AI do 50% z 46% wskazywanych przy 2Q26, utrzymała przemysł na +13% i PC na -10%, a dla smartfonów pogłębiła oczekiwany spadek do około -14% z -11%
- Ograniczona dostępność i wysokie ceny pamięci skłaniają producentów do priorytetyzowania zastosowań AI, co dodatkowo ogranicza produkcję smartfonów i PC
- Część klientów kupuje więcej wafli, niż obecnie zużywa, dlatego bieżący wzrost zamówień jest częściowo wspierany przez odbudowę zapasów
- W 200mm odbicie trwa od 2H25 i jest wspierane przez układy zasilania AI, a dalszy wzrost produkcji ogranicza obecnie dostępność pracowników
- Ceny poza LTA zaczynają rosnąć, a w pojedynczych specyfikacjach 300mm przekroczyły poziomy kontraktów długoterminowych, jednak średnio nadal pozostają poniżej LTA i nie nastąpiło jeszcze szerokie odbicie pricingu
- W 200mm ceny stabilizują się po kolejnych spadkach w 1H26 i pojawiają się pierwsze podwyżki, ale niekorzystny product mix ogranicza korzyści ze wzrostu wolumenów

#Wyniki finansowe

- Przychody w 3Q26 wzrosły o 10,5% kw/kw do 355mln EUR, przede wszystkim dzięki większej powierzchni sprzedanych wafli, przy niewielkim wpływie cen, miksu i FX
- EBITDA wzrosła z 69mln do 81mln EUR, a marża EBITDA z 21,6% do 22,9%, odzwierciedlając poprawę wykorzystania mocy
- EBIT poprawił się o 10mln EUR do -42mln EUR, natomiast strata netto zmniejszyła się z 63mln do 55mln EUR

#Koszty i marże

- Wyższe wolumeny poprawiają absorpcję kosztów stałych, a nowa fabryka w Singapurze w 3Q przestała obniżać bazową marżę EBITDA grupy
- Poprawę rentowności częściowo ograniczały wyższe koszty energii, transportu i materiałów powiązanych z energią oraz wzrost amortyzacji, natomiast bazę 2Q wspierała wcześniejsza produkcja na zapas
- Około 2/3 biznesu jest objęte LTA, przeważnie ze stałymi cenami, dlatego krótkoterminowa poprawa pricingu może bezpośrednio objąć najwyżej około jednej trzeciej sprzedaży
- W 2027 istotnym ryzykiem pozostają wysokie ceny energii w Niemczech i Singapurze oraz znacznie niższy poziom hedgingu
- Zarząd oczekuje dodatkowego obciążenia wyników w 2027 z tytułu amerykańskich ceł na poziomie kilku mln EUR

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 podniesiono do poziomu z 2025, wobec oczekiwanych wcześniej spadku o kilka %
- Guidance marży EBITDA zawężono do 22-24% z 20-24%, capexu do 180-200mln EUR ze 180-220mln EUR, a amortyzacji obniżono do 480-500mln EUR z 490-520mln EUR, prognozy EBIT i net cash flow pozostają bez zmian
- Widoczność dostaw na 4Q jest wysoka, a wolniejsze tempo wzrostu kw/kw niż w 3Q zarząd wiąże z harmonogramem uruchamiania mocy i przesunięciami dostaw
- Dalszą poprawę marży w 4Q mają wspierać przede wszystkim wolumeny i w mniejszym stopniu FX, które powinny przeważyć nad rosnącymi kosztami
- Zarząd nie podał guidance na 2027 i przestrzega przed zakładaniem dużego skoku cen już na początku roku, ponieważ rozmowy o nowych LTA nie zostały jeszcze zakończone
- Wygasanie części LTA w latach 2027-2028 oraz wyższe od wcześniejszych założeń potrzeby wolumenowe klientów tworzą możliwość poprawy warunków kontraktowych, ale część umów dla Singapuru obowiązuje do 2030 lub dłużej
- Kolejna istotna rozbudowa mocy, również w ramach istniejącej fabryki w Singapurze, wymaga wyższych cen i odpowiednich zobowiązań klientów, a lead time urządzeń wynosi około 18 miesięcy lub więcej
- Zarząd potwierdził, że wcześniejsza ambicja około 2,2mld EUR przychodów i marży EBITDA w wysokim przedziale trzydziestu procent nie zostanie zrealizowana w 2028

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue	300.3	372.0	307.0	322.0	355.0	18.2%	10.2%	1,347	1,356
Gross profit	-3.6	-0.3	-26.0	-14.0	-8.0	-	-	111.2	-48.3
EBITDA	65.7	86.0	65.0	69.0	81.0	23.3%	17.4%	316.4	301.0
EBIT	-31.4	-34.0	-52.0	-52.0	-42.0	-	-	-26.8	-180.0
Net profit	-43.9	-53.0	-67.0	-63.0	-55.0	-	-	-78.0	-238.0
Revenue y/y	-16.0%	3.2%	-11.2%	-2.2%	18.2%	34pp	20pp		
Gross margin	-1.2%	-0.1%	-8.5%	-4.3%	-2.3%	-1.1pp	2.1pp	8.3%	-3.6%
EBITDA margin	21.9%	23.1%	21.2%	21.4%	22.8%	0.9pp	1.4pp	23.5%	22.2%
EBIT margin	-10.5%	-9.1%	-16.9%	-16.1%	-11.8%	-1.4pp	4.3pp	-2.0%	-13.3%
Net profit margin	-14.6%	-14.2%	-21.8%	-19.6%	-15.5%	-0.9pp	4.1pp	-5.8%	-17.6%

Source: Company, Trigon

Wafer end use	Split consumption in 2025	Growth in Wafer Area Consumption (y/y) 2025	2026F (mar)	2026F (apr)	2026F (jul)	2026F (nov)
Smartphones	21%	3%	-2%	-10%	-11%	-14%
Servers	18%	30%	26%	44%	46%	50%
Automotive	16%	18%	3%	3%	3%	2%
PCs	14%	12%	-4%	-10%	-10%	-10%
Industry	13%	2%	6%	10%	13%	13%
Others	18%	3%	3%	3%	3%	3%
Total w/o inventory		**8%**	**6%**	**7%**	**7%**	**7%**

Source: Company, Trigon

BMW / AUTOMOTIVE

Wyniki 3Q26: restrukturyzacja przyspiesza, rentowność dalej pozostaje niska [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Chiny pozostają głównym źródłem presji na sprzedaż, szczególnie w ICE, przy czym zarząd wskazał na spadki tego segmentu sięgające w jednym z miesięcy około 40% i skalę pogorszenia większą od wcześniejszych oczekiwań
- W ostatnich miesiącach BMW utrzymywało sprzedaż w Chinach w przedziale 30-40 tys. samochodów miesięcznie i zwiększało udział w segmencie ICE
- Nowe modele Gen6 mają uzupełnić ofertę w Chinach i wspierać stabilizację wolumenów w 2027
- W Europie wzrost BEV jest lepszy od oczekiwań zarządu, podczas gdy USA pozostają rynkiem zdominowanym przez ICE i słabszą od wcześniejszych założeń elektryfikacją

#Wyniki finansowe

- Po wyłączeniu dodatniego jednorazowego efektu, bazowa marża EBIT w 3Q wyniosła 2,1%, wobec 2,3% w 2Q

#Koszty i marże

- Rozszerzenie działań dotyczących portfolio i struktur zwiększa całoroczne obciążenie EBIT o kolejne około 1,25pp, do łącznie około 2,5pp, przy koncentracji kosztów w 4Q
- CFO wskazał, że wpływ działań restrukturyzacyjnych na marżę samego 4Q wyniesie około 10pp, co oznacza znaczne pogorszenie raportowanego wyniku względem rentowności bazowej
- Bazowa marża w 4Q ma być sezonowo niższa i kształtować się w okolicach 0-1%, ze względu na zarządzanie zapasami i sezonowość kosztów stałych
- Spółka nie potwierdziła, że oszczędności w 2027 przewyższą inflację kosztów, ani nie podała skali korzyści z korekt portfolio Gen5 i Gen6
- Wartości rezydualne ICE lekko spadają zgodnie z wcześniejszymi założeniami, ograniczając dodatnie efekty w Financial Services

#Outlook/guidance

- Zarząd potwierdził bazową marżę operacyjną powyżej 2% w 2026 oraz FCF powyżej 2,5mld EUR
- Cel marży EBIT automotive 3-5% w 2028 pozostaje bez zmian
- FCF w 4Q ma być wspierany przede wszystkim uwolnieniem kapitału obrotowego i zwrotami ceł
- Zarząd rozważy wpływ jednorazowych kosztów na dywidendę za 2026, ale nie zadeklarował podwyższonego payout ratio
- Elastyczna produkcja ICE i BEV w europejskiej sieci zakładów ma umożliwiać dostosowanie do miksu popytu bez zasadniczych zmian mocy
- BMW zamierza wprowadzać baterie LFP do wybranych modeli i zastosowań, przy utrzymaniu NMC jako technologii startowej

EURbn	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Deliveries: automotive (th)	588.1	667.9	565.8	590.9	551.1	-6%	-7%	2,464	2,964
Share of all-electric cars in de	17.5	17.8	15.5	19.8	20.0	14%	1%	71.9	90.6
Deliveries: motorcycle (th)	53.2	43.4	42.7	60.1	46.6	-12%	-22%	202.6	246.1
New contracts leasing (th)	450.9	450.7	420.2	445.9	426.6	-5%	-4%	1,726	2,194
Revenues	32.3	33.5	31.0	31.3	30.5	-6%	-3%	133.5	158.5
Automotive	28.5	30.4	27.2	27.2	26.7	-6%	-2%	117.6	139.9
Motorcycles	0.8	0.6	0.8	0.9	0.7	-9%	-26%	3.1	3.8
Financial Services	9.6	10.1	9.8	10.2	10.2	6%	0%	39.8	49.9
EBIT	2.3	2.1	2.0	1.6	1.6	-30%	-3%	10.2	9.6
Automotive	1.5	1.1	1.3	0.6	0.9	-40%	43%	6.3	5.5
Motorcycles	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	-45%	-77%	0.2	0.2
Financial Services	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6	0%	-4%	2.4	2.8
EBT	2.3	2.2	2.3	1.7	2.1	-11%	23%	10.2	10.6
Automotive	1.4	1.0	1.3	0.6	0.9	-39%	53%	5.9	5.1
Motorcycles	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	-46%	-77%	0.2	0.2
Financial Services	0.6	0.6	0.4	0.6	0.6	-1%	2%	2.4	2.9
Net profit	1.7	1.7	1.7	1.2	1.4	-15%	21%	7.5	7.8
Free cash flow (automotive)	0.34	0.55	0.78	0.51	-0.57	-	-	3.2	1.6
Deliveries: automotive (y/y)	8.7%	-4.1%	-3.5%	-4.9%	-6.3%	-15pp	-1pp		
EBIT margin	7.0%	6.3%	6.5%	5.2%	5.2%	-1.8pp	0.0pp	7.6%	6.1%
Automotive	5.2%	3.7%	5.0%	2.3%	3.4%	-1.9pp	1.1pp	5.3%	3.9%
Motorcycles	7.9%	-15.1%	11.4%	15.2%	4.8%	-3.2pp	-10pp	5.7%	6.1%
Financial Services	6.5%	5.4%	3.6%	6.4%	6.1%	-0.4pp	-0.3pp	6.1%	5.6%
EBT margin	7.2%	6.5%	7.6%	5.4%	6.8%	-0.4pp	1.4pp	7.7%	6.7%
Automotive	4.9%	3.4%	4.7%	2.1%	3.2%	-1.7pp	1.1pp	5.1%	3.6%
Motorcycles	7.8%	-15.5%	11.3%	15.1%	4.7%	-3.2pp	-10pp	5.5%	5.9%
Financial Services	6.7%	5.6%	3.9%	6.2%	6.3%	-0.4pp	0.1pp	6.0%	5.7%

Source: Company, Trigon

CONTINENTAL / AUTOMOTIVE TIER1

Wyniki 3Q26: lepszy miks wspiera podniesienie guidance, surowce ograniczą marże [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Wolumeny opon spadły w 3Q o 4,5%, głównie przez słabszą sprzedaż opon osobowych w Amerykach, natomiast price/mix wniósł +2,9%
- Wolumeny opon marki Continental w aftermarket wzrosły po 9M o 3,5%, a udział UHP w sprzedaży opon osobowych tej marki zwiększył się do 64% (+2pp r/r)
- W EMEA aftermarket opon osobowych pozostaje relatywnie stabilny, a opony ciężarowe rosną zarówno w OE, jak i aftermarket
- Ameryka Południowa pozostaje szczególnie słaba, natomiast w USA i Kanadzie popyt jest bardziej stabilny
- Większość chińskiego biznesu OE jest realizowana z lokalnymi OEM-ami, a ich rosnący eksport wspiera sprzedaż opon w Azji
- Zapasy dealerów w Europie pozostają na normalnym poziomie, a wzrost zamówień doraźnych i aktywności detalicznej wraz z rozpoczęciem sezonu zimowego ogranicza obawy zarządu o nadmierne zatowarowanie przed 2027

#Koszty i marże

- Poprawa rentowności wynika przede wszystkim z miksu produktów, klientów, kanałów sprzedaży i regionów
- W 3Q wzrost kosztów surowców został z nadwyżką skompensowany wyceną zapasów, dając dodatni efekt netto 15mln EUR, ale w 4Q spółka nie oczekuje powtórzenia tego wsparcia
- CFO uznał szacunek negatywnego wpływu surowców na EBIT w 4Q w wysokości około 75-80mln EUR za rozsądne przybliżenie, potwierdzając wyraźnie większą presję kosztową niż w 3Q

#Outlook/guidance

- Przedział przychodów działalności kontynuowanej zawężono do 13,5-13,9mld EUR, a guidance adj. marży EBIT podniesiono do 13,4-14,0%
- Podwyżka guidance wynika z realizacji działań operacyjnych i większej widoczności końcówki roku
- W 4Q wolumeny mają nadal spadać r/r, ale mniej niż w 3Q, natomiast rentowność będzie niższa kw/kw przez wzrost kosztów surowców i brak dodatniego efektu wyceny zapasów
- Wstępne oczekiwania na 2027 zakładają negatywny wpływ surowców rzędu niskich-średnich kilkuset mln EUR, skoncentrowany w 1H ze szczytem w 1Q
- Zarząd nie widzi wyraźnych sygnałów odbicia OE w 2027, ale dopuszcza stopniowy powrót wzrostu wolumenów w aftermarket
- Rozbudowa oferty opon całorocznych SecureContact All Weather oraz produktów SUV, AT i 4x4 ma wspierać rentowny wzrost w Ameryce Północnej od 2027, a do końca tego roku portfolio UHP ma zostać rozszerzone o ponad 650 rozmiarów
- Zamknięcie sprzedaży ContiTech jest nadal oczekiwane na przełomie roku, a z przewidywanych wpływów 3,1mld EUR spółka zamierza przeznaczyć 2,5mld EUR na buyback, dywidendę specjalną lub ich kombinację oraz 600mln EUR na redukcję zadłużenia

ALFEN / ELECTRICAL EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: koszty transformacji ograniczają korzyści ze wzrostu zamówień, presja kosztowa rośnie [lekko negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Smart Grid Solutions korzysta z wysokiego popytu holenderskich operatorów sieciowych oraz wzrostu w Finlandii, gdzie osiągnięto rekordowe kwartalne przychody, jednak tempo inwestycji klientów nadal ograniczają permitting, dostępność lokalizacji, przepustowość sieci przesyłowych i moce instalacyjne
- W EV Charging poprawia się sprzedaż ładowarek biznesowych Eve Double Plus, ale wygaszanie poprzedniej generacji produktów i konkurencja cenowa w residential nadal obniżają sprzedaż segmentu
- Spadek przychodów ESS wynika z rozpoznania większości sprzedaży dużych projektów już w 1H, natomiast mobile storage nadal mocno rośnie dzięki klientom rentalowym zastępującym generatory diesla na budowach, imprezach i w tymczasowych instalacjach
- Backlog ESS wzrósł do 109mln EUR z 93mln EUR na koniec 1H, z czego 23mln EUR przypada na 4Q26, a 86mln EUR na 2027

#Wyniki finansowe

- Przychody 3Q26 spadły o 4,8% r/r do 99,1mln EUR, a adjusted EBITDA do 4mln EUR z 6,9mln EUR, natomiast sprzedaż po dziewięciu miesiącach wzrosła o 14,3% do 360,6mln EUR
- Sprzedaż SGS wzrosła o 10% do 54mln EUR, przy dostawach 870 substacji, udział operatorów sieciowych na poziomie 70%
- Przychody EV Charging spadły o 6,7% do 26,8mln EUR, a liczba dostarczonych punktów ładowania o 10,6% do 25,9 tys
- Przychody ESS spadły o 30,4% do 18,3mln EUR

#Koszty i marże

- Marża brutto grupy wzrosła do 30,8% z 28,7%, głównie dzięki rozwiązaniu niewykorzystanych rezerw projektowych w ESS i poprawie efektywności realizacji projektów
- Zarząd podkreśla, że jednorazowe wsparcie marży ESS nie powtórzy się w 4Q, przez co wysoka rentowność brutto segmentu w 3Q nie stanowi bazy na kolejne kwartały
- Marża brutto SGS spadła do 23,7% z 25,9% przez większy udział produktów dla operatorów sieciowych, a w EV Charging do 40,9% z 43,1% w związku z kampaniami sprzedażowymi i zmianą portfolio
- Spółka obserwuje wzrost cen i wydłużenie lead times komponentów elektronicznych, transformatorów oraz falowników, z ograniczonym wpływem na 2026, ale większym znaczeniem w 2027, co może wymagać selektywnego zwiększenia zapasów

#Outlook/guidance

- Przedziały guidance na 2026 pozostają bez zmian, ale zarząd doprecyzował oczekiwania do górnej połowy przychodów 435-475mln EUR i dolnej połowy marży adj. EBITDA 4-7%
- SGS i ESS mają zwiększyć całoroczną sprzedaż, natomiast EV Charging zakończy rok spadkiem
- Zarząd nadal oczekuje wzrostu przychodów i marży adj. EBITDA w 2027 dzięki nowemu portfolio, poprawie efektywności oraz stopniowemu ograniczaniu kosztów transformacji, szczególnie na początku roku
- Spółka zamierza zakończyć 2026 z backlogiem ESS powyżej 127mln EUR, ale osiągnięcie celu wymaga jeszcze podpisania kontraktów z obecnego pipeline'u
- Alfen posiada moce do dalszego wzrostu SGS i zakłada większy wolumen dużych stacji dystrybucyjnych w 2027, choć ich rollout jest wolniejszy od pierwotnych planów klientów

KEMPOWER / ELECTRICAL EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: słabszy popyt wymusza głębszą restrukturyzację [negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Operatorzy publicznych sieci ładowania ograniczają inwestycje, koncentrując się na wykorzystaniu istniejącej infrastruktury i rentowności, a konsolidacja rynku dodatkowo spowalnia rozbudowę sieci
- Słabość Ameryki Północnej okazała się większa, niż zarząd zakładał po 2Q26, dlatego niskie zamówienia odzwierciedlają zarówno przesunięcia projektów, jak i pogorszenie popytu, przy opóźnieniach związanych m.in. z finansowaniem i dostępnością przyłączeń do sieci
- Popyt na ładowanie flot pozostaje stabilniejszy niż w public charging, ale wydłużają się procesy przetargowe i czas podejmowania decyzji inwestycyjnych, co opóźnia pozyskiwanie zamówień
- Przychody w Europie poza krajami nordyckimi wzrosły w 3Q26 o 10% r/r, podczas gdy w krajach nordyckich spadły o -30%, a w Ameryce Północnej o -37%, w APAC i MEA przychody spadły o -11% r/r, ale order intake wzrósł o 48%
- Według danych przedstawionych przez spółkę liczba nowych publicznych punktów szybkiego ładowania DC w Europie i Ameryce Północnej spadła w 3Q26 o 18% r/r, przy spadku zamówień Kempower o 19%
- Rosnąca liczba samochodów elektrycznych w Europie nie przekłada się jeszcze na wzrost inwestycji w public charging, ale energia dostarczona przez urządzenia Kempower wzrosła o 83% r/r, co poprawia ekonomikę istniejących instalacji i w ocenie zarządu powinno z czasem wspierać kolejne inwestycje

#Wyniki finansowe

- Przychody 3Q26 spadły o 10% r/r do 66,2mln EUR, natomiast po 9M26 wzrosły o 12% do 201,7mln EUR
- Order intake wyniósł 60,8mln EUR (-19% r/r), a po 9M26 199,6mln EUR (-4% r/r), przy backlogu 128mln EUR (+9% r/r)
- Aftermarket zwiększył przychody o 83% r/r do 5,1mln EUR i odpowiadał za ok. 8% sprzedaży wobec 4% rok wcześniej, a w ujęciu LTM osiągnął ok. 19mln EUR

#Koszty i marże

- Marża brutto wyniosła 45,9% wobec 45,8% rok wcześniej, ponieważ oszczędności produktowe skompensowały silniejszą presję cenową oraz wzrost kosztów części surowców
- W Q&A zarząd wskazał, że presja cenowa zbliżyła się do poziomu dwucyfrowego wobec średniego do wysokiego jednocyfrowego poziomu omawianego po 2Q26
- Program obniżania kosztów produktów przyniósł od początku roku ok. 8mln EUR oszczędności wobec ok. 4mln EUR po 1H26, a spółka podtrzymuje oczekiwanie przekroczenia 10mln EUR w całym roku
- W 3Q26 zwiększono odpisy na zapasy nadmiarowe, starsze i wolno rotujące produkty, natomiast skala ewentualnych dodatkowych rezerw i odpisów w 4Q pozostaje przedmiotem analizy

#Outlook/guidance

- Spółka obniżyła oczekiwany wzrost przychodów w 2026 do ok. 5% i zakłada EBIT niższy niż w 2025, wskazując na słabszą sprzedaż oraz możliwość dodatkowych rezerw i odpisów w 4Q
- Zarząd oczekuje utrzymania trudnego otoczenia w najbliższym okresie, szczególnie w public charging, i nie potrafi określić momentu odbicia inwestycji operatorów
- Cel rocznych oszczędności kosztów stałych zwiększono z ponad 5mln EUR do ponad 15mln EUR, z pełnym run-rate od 3Q27
- Priorytetem jest ograniczenie cash burn poprzez szybszą windykację należności, zaostrzenie warunków płatności, redukcję zapasów i dostosowanie zakupów do niższego popytu
- Dostępna płynność 91mln EUR obejmuje 2mln EUR gotówki, 25mln EUR instrumentów finansowych i 64mln EUR niewykorzystanych linii kredytowych

ZAPTEC / ELECTRICAL EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: utrzymanie wysokiego tempa wzrostu i oczekiwane odbicie zamówień w 4Q [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Popyt końcowy pozostaje mocny, instalacje osiągnęły rekordowy poziom, a średnia miesięczna z ostatniego roku przekroczyła 25 tys. urządzeń
- Benelux odnotował szczególnie mocny wzrost, a Norwegia i Szwecja pozostają podstawą biznesu, zapewniając wzrost i rentowność
- Przychody w Niemczech wzrosły ok. dwukrotnie r/r, według zarządu wyraźnie szybciej niż rynek, dzięki rozbudowie sieci instalatorów i dystrybucji
- Sprzedaż we Francji pozostała stabilna, a uzyskanie dopuszczenia francuskiego wariantu Zaptec Go 2 otwiera od 4Q26 segment domów jednorodzinnych
- Wielka Brytania pozostaje najsłabszym z omawianych rynków, ze spadkiem przychodów o 43% r/r
- Klienci zamawiają wcześniej i z większym wyprzedzeniem względem dostaw, co według spółki zwiększa sezonowość order intake i koncentrację zamówień w 2Q oraz 4Q
- Zarząd wiąże długoterminowy wzrost rynku ładowania domowego, w miejscu pracy i destination charging z rosnącą liczbą EV oraz nadal niską elektryfikacją całego europejskiego parku samochodowego

#Wyniki finansowe

- Przychody 3Q26 wzrosły o 39% r/r do rekordowych 512mln NOK
- EBITDA wzrosła do 60mln NOK z 21mln NOK rok wcześniej, przy marży ok. 12%.
- Order intake wyniósł 288mln NOK, czyli ok. 56% kwartalnych przychodów, natomiast zamówienia LTM wzrosły o 42%, a backlog na koniec kwartału wynosił ok. 900mln NOK

#Koszty i marże

- Marża brutto wyniosła ok. 41%, wspierana przez zmiany konstrukcyjne produktów, efekty skali i optymalizację supply chain
- Uruchomienie produkcji na Węgrzech zwiększyło liczbę lokalizacji produkcyjnych do trzech, poprawiając dostępne moce i elastyczność dostaw oraz tworząc warunki do dalszej poprawy efektywności

#Outlook/guidance

- Początek 4Q przyniósł zachęcającą aktywność zamówień, zgodną według zarządu z sezonowością
- W Wielkiej Brytanii wzmocniono kierownictwo i rozpoczęto przegląd działań sprzedażowych
- We Francji nowy wariant Go 2 ma zwiększyć dostępny rynek od 4Q, a w Niemczech priorytetem pozostaje dalsza penetracja poprzez instalatorów i dystrybutorów
- Zapasy nieznacznie wzrosły po wcześniejszym ograniczaniu ich poziomu, ale pozostają poniżej długoterminowego przedziału docelowego i mają być dalej odbudowywane wraz ze wzrostem produkcji

OTHER INFORMATION

ASBIS: Zaliczka dywidendowa 0.35 USD na akcję
- Rada dyrektorów zdecydowała o wypłacie 19.425 mln USD zaliczki na poczet dywidendy za 2026 r.; dzień prawa to 16 listopada, a wypłaty 26 listopada 2026 r.

ATREM: Oferta za 44.5 mln PLN brutto wybrana przez Tauron Dystrybucja
- Oferta dotyczy modernizacji dwutorowej linii 110 kV Jaworzno 1 – Siersza – Włodzimierz – Trzebinia – Jaworzno 1 – Trzebinia.

COLUMBUS ENERGY: Wydłużenie terminu spłaty pożyczki 13.24 mln EUR
- Aneks z Gemstone ASI przesuwa spłatę wraz z odsetkami do 30 marca 2027 r.; źródłem spłaty mają być wpływy z inwestycji w programie Czyste Powietrze.

BLIK
Rozwój płatności powtarzalnych i usług dla agentów AI
- BLIK kontynuuje testy płatności inicjowanych przez agentów AI oraz prace nad udostępnieniem płatności zbliżeniowych pozostałym użytkownikom iPhone'ów w Polsce;
- Spółka chce rozszerzać płatności powtarzalne na największe platformy streamingowe, rachunki i inne cykliczne zobowiązania;
- W 3Q26 liczba transakcji wzrosła o 10% r/r do 822 mln, a ich wartość o 17% r/r do 131.8 mld PLN;
- Liczba płatności powtarzalnych podwoiła się r/r do 2.9 mln; BLIK deklaruje finansowanie rozwoju usług i ekspansji z własnych środków.

INSIDER TRADING

MBANK
Osoba pełniąca obowiązki zarządcze sprzedała 774 akcje @ 1,590.17 PLN.

PGE
Podmiot związany kupił 7,626 akcji @ 15.6060 PLN i sprzedał 7,626 akcji @ 15.8215 PLN; kupił także sześć kontraktów terminowych @ 15,780 PLN oraz sprzedał sześć @ 15,605 PLN.

TRANS POLONIA
Podmiot związany z prezesem zarządu kupił 9,991 akcji @ 13.70 PLN.

4MASS
Przewodniczący RN sprzedał 21,744 akcje @ 6.38 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

ANWIM
Z RN zrezygnowali p. Witold Butkiewicz, p. Sebastian Król, p. Tomasz Ciborowski, p. Marzena Kostka i p. Szymon Piduch. Powołano p. Roberta Nijsta jako przewodniczącego oraz p. Johana Depraetere, p. Erica Moellera, p. Garry'ego Stokera i p. Samuela Bartona; kadencja upływa 31 grudnia 2031 r.

CENTRUM MEDYCZNE ENEL-MED
Korekta wcześniejszego raportu: mandaty członków RN wygasną w dniu ZWZA zatwierdzającego sprawozdanie za 2029 r., zamiast za 2028 r.; pozostała treść raportu nie uległa zmianie.

BLOCK TRADES

4MASS
Wolumen: 71tys. akcji @ 3.96 PLN (0.29% kapitału).

ACTION
Wolumen: 15 tys. akcji @ 38.00 PLN (0.12% kapitału).

KGL
Wolumen: 8 tys. akcji @ 18.20 PLN (0.11% kapitału).

POLWAX
Wolumen: 150 tys. akcji @ 0.60 PLN (0.24% kapitału).

CHANGES IN SHAREHOLDERS

KRUK

Goldman Sachs przekroczył próg 5% łącznego udziału obejmującego akcje i instrumenty finansowe; ekspozycja wynosi 5.25%, w tym akcje 0.93% i instrumenty finansowe 4.32% głosów.

BONDS

POLSKA GRUPA FARMACEUTYCZNA

Zarejestrowano w KDPW i wyemitowano 150 tys. obligacji serii E o łącznej wartości nominalnej 150 mln PLN; wprowadzono je do ASO GPW. Pierwsze notowanie pod nazwą PGF1128 planowane jest na 12 listopada 2026 r.

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., OTP	CEZ, 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	137,0	20%	17 879	10,9	8,5	8,2	1,3	1,3	1,2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42,0	37,1	13%	46 261	11,9	8,9	8,4	1,9	1,7	1,5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194,0	173,0	12%	25 595	11,4	8,9	8,1	1,4	1,3	1,2	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32,0	32,3	-1%	22 475	17,9	11,6	11,0	2,0	1,8	1,7	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128,6	110,9	16%	45 526	11,0	9,7	9,5	1,7	1,6	1,5	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	123	2%	16 123	11,9	11,7	11,1	1,6	1,6	1,5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420,0	490,8	-14%	63 853	15,7	13,6	11,8	2,9	2,7	2,5	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1 135,0	1 032,0	10%	196 131	11,1	10,6	10,2	1,5	1,5	1,4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1 200,0	1 616,0	-26%	68 758	17,4	13,6	12,6	2,7	2,4	2,1	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19,3	23	-15%	27 453	18,2	11,1	10,4	2,3	2,0	1,8	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193,0	194,6	-1%	99 441	13,8	12,8	12,3	2,7	2,7	2,6	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49 753,0	42 660,0	17%	11 945	10,5	8,8	8,4	1,9	1,7	1,6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288,0	264,3	9%	69 371	11,7	9,4	9,1	1,9	1,8	1,7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123,0	115,6	6%	144 550	13,2	10,0	9,3	2,3	2,1	2,0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785,0	778,4	1%	79 544	14,5	11,8	10,6	2,2	2,1	1,9	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470,0	329,8	43%	6 445	6,6	5,9	5,6	1,1	1,0	0,9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75,0	73,8	2%	63 763	10,3	9,8	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	115,6	18%	279	---	---	15,1	5,5	44,2	5,1	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	144,0	25%	2 520	9,1	9,7	10,2	6,3	6,7	6,7	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20,6	16,2	27%	201	9,9	9,0	8,0	6,0	5,2	4,5	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65,0	60,3	8%	61 383	29,7	22,3	18,3	15,9	13,1	11,1	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	9,7	-12%	2 127	31,6	19,1	16,7	5,0	5,0	4,8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29,5	23,3	27%	444	15,4	10,8	8,5	7,0	6,2	5,4	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65,0	51,0	27%	2 983	7,2	6,7	5,9	7,0	6,5	5,8	5%	7%	10%	---
Artifex Mundi	ART	Buy	27,0	19,4	39%	235	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Asbis	ASB	Hold	180,0	157,0	15%	8 714	11,8	9,7	8,3	7,9	6,8	6,2	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196,0	175,2	12%	3 796	24,8	20,9	18,5	12,3	10,6	9,2	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	237,6	-3%	19 721	23,3	21,7	20,4	---	---	---	5%	5%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81,0	73,3	11%	3 804	17,2	14,6	13,2	9,5	8,5	7,6	3%	3%	3%	---
Atal	1AT	Buy	80,0	60,6	32%	2 622	6,0	5,9	5,5	7,8	6,9	6,3	7%	13%	14%	---
Auto Partner	APR	Buy	34,5	28,1	23%	3 664	12,8	11,0	10,1	8,9	7,8	7,0	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	15,9	---	1 578	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6 600,0	6 165,0	7%	20 351	20,6	16,7	16,1	12,4	10,3	9,0	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	71	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38,0	21,5	77%	415	---	7,4	3,3	13,2	3,6	1,6	0%	0%	11%	---
Budimex	BDX	Buy	900,0	753,0	20%	19 224	25,8	22,1	18,6	15,3	13,3	11,5	4%	4%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110,0	50,8	117%	323	---	7,5	---	---	4,4	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325,0	264,0	23%	26 376	41,1	27,3	8,3	35,5	22,0	5,5	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38,8	16,9	130%	911	9,0	92,0	31,3	141,4	13,8	10,0	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1 385	1 365	1%	734 356	20,2	20,7	23,0	8,3	8,2	8,4	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2,34	2,3	1%	508	145,3	7,7	6,8	20,7	3,0	2,8	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	349	28%	251	6,4	15,0	63,8	3,2	5,3	8,4	11%	15%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940,0	800,0	18%	2 803	130,9	51,7	35,8	54,4	27,3	18,4	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24,1	19,5	23%	4 357	47,0	25,0	12,1	6,9	6,3	4,9	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110,0	99,0	11%	1 947	24,5	14,1	11,8	12,4	8,5	7,3	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22,0	14,1	56%	14 124	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	13,2	40%	6 646	14,9	5,7	4,8	16,8	8,9	8,1	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230,0	190,1	21%	3 522	53,8	22,7	17,3	17,0	12,0	9,6	1%	1%	2%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	21,5	12,9	67%	8 221	14,8	14,6	11,6	6,0	5,9	5,5	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102,0	88,6	15%	1 045	38,0	27,5	19,5	20,1	15,6	11,5	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10,0	8,2	23%	3 831	8,4	7,7	7,7	7,9	7,4	7,2	9%	9%	10%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181,0	150,0	21%	5 063	19,4	15,9	13,7	9,6	8,3	7,3	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375,0	291,2	29%	1 330	21,3	15,8	12,4	10,0	8,0	6,8	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40,5	38,3	6%	37 589	23,1	17,3	13,9	13,9	10,7	8,6	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285,0	238,0	20%	6 140	8,9	8,1	7,4	7,5	6,6	5,8	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	24,7	21%	295	---	10,2	10,7	5,0	5,2	4,2	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25,8	21,0	23%	11 124	4,6	4,6	5,3	3,9	4,0	4,6	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73,0	47,6	54%	834	59,7	14,1	13,0	4,0	3,9	3,8	7%	7%	8%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4,9	---	682	---	---	---	---	---	---	---	---	---	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	12 900	4%	2 404 560	11,1	8,7	7,8	5,3	5,4	4,4	4%	8%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84,5	96,7	-13%	4 059	16,0	15,0	14,4	13,0	11,6	10,9	4%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62,0	53,8	15%	3 707	13,8	12,3	11,5	9,6	8,4	7,6	6%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3,0	2,3	30%	1 321	---	47,7	17,9	46,1	23,4	20,0	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32,0	25,0	28%	708	2,9	3,2	3,9	1,7	2,1	2,6	66%	35%	31%	5
H&M	HMB	Sell	123,0	179,9	-32%	287 557	22,6	21,7	20,8	8,5	8,6	8,5	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	58,8	59,1	0%	184 069	26,9	24,3	22,2	14,6	13,3	12,2	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1 240,0	1 092,0	14%	15 472	14,4	12,2	10,6	10,1	8,7	7,6	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21,0	19,3	9%	12 126	19,3	14,5	13,2	6,4	5,8	5,5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	27,0	---	3 170	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1 400,0	1 266,0	11%	12 483	18,2	15,8	12,4	11,9	10,5	9,0	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348,95	286,9	22%	57 380	5,9	7,6	8,6	4,1	4,6	4,7	1%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28 000	26 580	5%	49 404	16,4	15,5	13,7	8,3	7,5	6,6	3%	4%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14,3	7	106%	2 187	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	8	---	145	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325,0	274,0	19%	513	0,8	4,1	2,9	1,3	2,9	2,2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63,0	55,1	14%	576	14,3	7,4	---	10,4	5,0	---	31%	82%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13,5	11,6	17%	1 273	10,1	10,0	8,6	6,5	6,7	5,5	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130,0	103,0	26%	2 471	9,5	6,2	4,8	11,0	9,2	7,7	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427,1	414,5	3%	1 456	13,6	12,8	12,3	9,3	8,6	8,3	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86,0	97,3	-12%	7 493	---	28,9	18,6	13,1	7,3	6,0	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5 382	5 100,0	6%	3 833	5,8	6,3	7,7	3,2	3,3	3,4	7%	7%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11,4	5,3	114%	131	---	1,4	---	---	0,5	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52,5	37	41%	1 524	5,6	5,3	5,4	6,2	5,8	5,8	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175,0	121,8	44%	14 555	25,4	16,5	13,3	6,1	5,1	4,0	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810,0	688,0	18%	3 194	15,3	13,3	12,0	8,2	7,3	6,5	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9,0	8,1	11%	441	32,5	16,6	14,0	9,2	7,1	6,1	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160,0	102,0	57%	1 152	13,4	11,7	10,4	8,3	7,5	6,9	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19,0	16,9	12%	22 166	19,1	16,8	14,2	5,9	5,7	5,3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174,0	140,3	24%	162 857	5,5	5,9	6,7	3,0	3,1	3,5	6%	8%	8%	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	---	147	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	134,6	---	67 300	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8,7	---	216	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50,5	49,0	3%	28 295	17,7	15,8	14,5	8,0	7,3	6,8	---	---	---	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	15,8	19%	35 439	5,4	6,0	6,8	4,0	4,5	4,8	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	253,0	58%	1 686	11,3	8,8	8,7	7,0	5,0	5,0	7%	9%	11%	0
Polenergia	PEP	Buy	65,7	53,0	24%	4 093	36,9	31,2	38,5	12,0	10,9	11,1	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11,5	7,0	63%	1 850	13,9	12,5	11,0	5,1	4,1	3,2	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36,5	20,5	78%	121	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	180,0	120,4	50%	1 752	9,1	8,9	8,1	6,3	5,9	5,0	7%	6%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1 520,0	945,5	61%	44 240	28,9	19,2	14,4	15,5	10,6	8,0	1%	1%	2%	75
Robyg	ROB	Buy	40,0	28,8	39%	3 126	7,8	6,4	5,7	7,6	6,7	6,0	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33,7	16,6	104%	383	---	11,9	40,8	---	6,0	12,3	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750,0	642,2	17%	348 961	41,1	28,4	23,0	22,8	16,6	13,6	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	205,7	141,0	46%	447	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35	16,0	118%	303	---	39,5	19,6	7,9	6,9	5,1	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100,0	84,0	19%	1 060	13,3	10,7	10,5	7,7	6,5	6,2	---	---	---	---
Synektik	SNT	Hold	377,6	325,6	16%	2 777	15,6	13,5	12,4	10,7	8,8	7,8	3%	4%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11,7	9,0	29%	15 808	6,7	6,4	6,6	5,5	5,5	5,6	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102	92,6	11%	600	13,2	10,0	7,1	8,1	6,2	4,3	11%	8%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	85,0	65,5	30%	1 505	15,5	11,8	7,8	7,6	5,1	3,0	5%	3%	4%	---
Toya	TOA	Buy	12,5	11,5	8%	854	9,0	8,4	7,5	7,2	6,8	6,1	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	291,3	---	401 925	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182,2	150,2	21%	1 179	7,1	11,5	9,5	6,2	6,5	6,1	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156,0	117,6	33%	2 614	22,5	17,6	14,2	16,1	12,5	9,9	2%	3%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740,0	540,0	37%	543	46,1	25,4	14,3	17,2	13,6	8,5	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181,0	154,2	17%	1 620	15,0	15,2	13,1	8,4	8,5	7,5	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6,6	5,3	25%	1 233	10,4	9,0	8,2	5,1	4,7	4,4	1%	5%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65,0	56,4	15%	1 679	11,3	15,1	13,3	6,0	5,2	4,9	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7,4	10,7	-31%	198	17,9	15,5	15,3	4,2	4,5	4,3	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	10,5	---	1 090	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155,7	129,2	21%	15 188	9,9	10,7	9,2	6,4	6,6	5,4	3%	8%	7%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	67,2	---	198	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Zabka Group	ZAB	Hold	33,0	31,7	4%	31 824	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.