TRIGON

6 November 2026

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS
ORLEN: Wyniki za 3Q26 [neutralne]
MOL: Wyniki za 3Q26
DINO POLSKA: Wyniki 3Q26: solidny wzrost wolumenów, zaskoczenie marżą brutto in plus, kosztami in minus [neutralne]
MODIVO: Wstępne wyniki 3Q26: całokształt poniżej oczekiwań, wyraźny przyrost ND z faktoringiem kw/kw [neutralne]
GRUPA AZOTY: Szacunkowe wyniki za 3Q26 [negatywne]
UNIMOT: Szacunkowe wyniki za 3Q26 [pozytywne]
POLENERGIA: Szacunkowe wyniki za 3Q26 [neutralne]
TOYA: Wyniki 3Q26: EPS +72% r./r., FCF pod znakiem rozbudowy oferty [pozytywne]
ARTIFEX MUNDI: 3Q26 Results Review: Wstępne wyniki poniżej oczekiwań [lekko negatywne]

FINANCIALS
ERSTE GROUP / PEKAO / PKO BP: 500 mln PLN na fundusze w ramach Innovate Poland
PKO BP: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
BNP PARIBAS BANK POLSKA: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
HANDLOWY: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
GPW: Zmiany opłat dla emitentów od 1 stycznia 2027 r.
BANKI: Podsumowanie konferencji prezesa NBP
CZESKIE BANKI: ČNB podnosi stopy o 25pb do 4.00% zgodnie z oczekiwaniami, przewidziany dalszy wzrost stóp
CZESKIE BANKI: Rząd może objąć banki podatkiem sektorowym, parametry wciąż nieznane

CONSUMER
ASBIS: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

TMT
PASSUS: Umowa z podmiotem Skarbu Państwa do 5.42 mln PLN brutto
EPAM: Wyniki za 3Q26: poprawa rentowności, założenie przyspieszenia wzrostu organicznego od 1Q27
CELLNEX: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q, więcej szczegółów o planach inwestycyjnych w Polsce dla Grupy Polsat Plus i Playa

GAMING
MODERN TIMES GROUP: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko negatywne]
COFFEE STAIN GROUP: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [neutralne]
PLAYTIKA: Przegląd strategiczny bez transakcji; EBITDA w 3Q rośnie 16% y/y
NINTENDO: Software stabilizuje zyski przy słabszej sprzedaży Switch 2

INDUSTRIALS
RHEINMETALL: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]
SAAB / RYNEK DEFENCE: Nordyckie firmy proponują wspólną certyfikację uzbrojenia i przedpłaty za moce produkcyjne – Reuters
AMBRA: Podsumowanie czatu inwestorskiego po wynikach 1Q26/27 [neutralne]
IONQ / CREOTECH QUANTUM: Wyniki IonQ za 3Q26 i wyższy guidance, dalsze potwierdzenie komercjalizacji technologii kwantowych
KNDS / RYNEK DEFENCE: Niemcy uzgodniły zakup 50% KNDS, możliwość późniejszego IPO pozostaje otwarta - Handelsblatt

CONSTRUCTION & REAL ESTATE
POLIMEX MOSTOSTAL: Zawarcie ugody z LOTAMS o wartości 29mln PLN [pozytywne]
SKANSKA: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26
RYNEK ENERGETYKI JĄDROWEJ: Umowa EPC z Westinghouse-Bechtel na budowę pierwszej elektrowni jądrowej zostanie podpisana w 2027 r.
RYNEK MIESZKANIOWY: Otodom: październikowa sprzedaż deweloperów +27% r/r do około 5.1 tys. lokali

EUROPEAN COMPANIES
DEUTZ / AUTOMOTIVE&DEFENCE: Wyniki 3Q26: FFG wzmacnia perspektywy wzrostu i poprawy rentowności [pozytywne]
RENK / DEFENCE: Wyniki 3Q26: Backlog napędza wzrost, rentowność ograniczają koszty ekspansji produkcji [neutralne]
HENSOLDT / DEFENCE: Wyniki 3Q26: rozbudowa produkcji przyspiesza wzrost i poprawę marż [pozytywne]
LEGRAND / ELECTRICAL EQUIPMENT: Wyniki 3Q26: Data center przyspiesza podnosząc perspektywy wzrostu [pozytywne]
AUTOSTORE / AUTOMATION & ROBOTICS: Wyniki 3Q26: Mocny 4Q26, ale 2027 pod presją kosztów materiałów i ekspansji w Ameryce [lekko negatywne]
ARCELORMITTAL / METALS: Wyniki 3Q26: Ograniczenie importu wspiera wzrost dostaw i poprawę marż [pozytywne]
MAERSK: Wyniki 3Q26: wysokie stawki frachtu podnoszą perspektywy zysków [lekko pozytywne]
SGL CARBON / MATERIALS: Wyniki 3Q26: Grafit jądrowy zaczyna wzmacniać wyniki po restrukturyzacji
AUMOVIO / AUTOMOTIVE: Wyniki 3Q26: Droższe komponenty zwiększają ryzyko dla odbudowy rentowności [negatywne]
SAF / AUTOMOTIVE: Wyniki 3Q26: odbicie popytu i mocny cash flow poprawiają perspektywy [lekko pozytywne]

TRIGON DM COVERAGE
RECOMMENDATIONS
CORPORATE CALENDAR
FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)
Wyniki za 3Q26 [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	61 130	72 128	75 769	76 471	80 140	31%	5%	79 265	85 742
EBITDA	**7 304**	**8 536**	**14 857**	**13 869**	**13 324**	82%	-4%	**15 184**	**14 558**
LIFO	127	-277	1 893	1 976	357	181%	-82%	0	-642
EBITDA LIFO	**8 895**	**8 813**	**12 964**	**11 919**	**12 967**	46%	9%	**15 184**	**15 200**
EBITDA LIFO adj.*	**8 895**	**12 154**	**14 071**	**13 915**	**14 779**	66%	6%	**15 184**	**15 200**
Upstream & Supply	3 597	4 215	5 043	3 849	4 711	31%	22%	4 920	5 000
Upstream	3 051	3 332	4 318	4 286	5 356	76%	25%	5 167	
Supply	546	883	725	-437	-645	-	-	-247	
Downstream	2 113	3 663	3 083	5 926	6 281	197%	6%	7 358	7 400
Refining	2 205	3 696	3 131	5 459	6 442	192%	18%	7 682	
Petrochemicals	-92	-33	-48	467	-161	-	-	-324	
Energy	2 535	3 675	4 350	3 447	2 709	7%	-21%	2 301	2 200
Conventional Energy	711	1 388	1 653	1 028	798	12%	-22%	671	
Distribution	1 631	2 092	2 485	2 238	1 642	1%	-27%	1 402	
New Energy (RES)	193	195	212	181	269	39%	49%	228	
Consumers & Products	1 310	1 206	2 044	1 542	1 499	14%	-3%	1 337	1 300
Fuel retail	1 093	966	858	914	1 095	0%	20%	982	
Non-fuel retail	231	240	1 186	628	398	72%	-37%	355	
Corporate functions	-660	-605	-449	-849	-421	-	-	-732	-700
EBIT	3 770	4 550	11 667	10 513	9 867	162%	-6%	10 834	10 491
Financials	-367	-264	-514	-238	-886	-	-	-712	
EBT	3 436	4 425	11 175	10 275	9 367	173%	-9%	10 122	
Net profit	**2 139**	**3 129**	**8 079**	**7 680**	**5 581**	161%	-27%	**7 085**	**7 300**
OCF	8 218	12 915	8 468	15 212	12 690	54%	-17%	10 629	
Capex (presented)	7 300	11 500	5 384	9 267	7 839	7%	-15%	8 100	
Net debt (presented)	1 030	-1 430	-1 966	4 461	-4 162	-	-	-3 168	
Net debt (incl. leasing)	13 812	10 906	10 651	18 049	9 723	-30%	-46%	10 420	
EBITDA LIFO adj. margin	15%	17%	19%	18%	18%			19%	
EBIT margin	6%	6%	15%	14%	12%			14%	
Net profit margin	3%	4%	11%	10%	7%			9%	
P/E12M trailing	22.0	14.7	11.0	7.8	6.7				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.1	4.2	3.9	3.7	3.2				

Source: Company, Trigon DM, Consensus - Company (EBITDA LIFO by segments) and PAP - consensus median in other lines

**EBITDA LIFO adj. (excl. impairments)*

- EBITDA LIFO adj. w 3Q26 wyniosła 14.8 mld PLN, 3% poniżej naszej prognozy i konsensusu. Przy pozytywnym efekcie LIFO w kwocie 0.36 mld PLN oraz odpisach na 1.8 mld PLN (2 tygodnie temu Spółka informowała o kwocie 1.6 mld PLN), głównie na Nowej Chemii i w energetyce, EBITDA raportowana wyniosła 13.3 mld PLN. Negatywny wpływ hedgingu wyniósł -4.3 mld PLN (zakładaliśmy -2.5 mld PLN), natomiast efekt wykorzystania historycznych warstw zapasów ropy wyniósł +0.6 mld PLN (oczekiwaliśmy -0.2 mld PLN). Wpływ NRV wyniósł +87m PLN. Powyższe efekty miały oczywiście istotny wpływ na wynik rafinacji. Przy saldzie finansowym -0.9 mld PLN (zakładaliśmy -0.7 mld PLN) i stopie podatkowej 40% (vs. nasze założenie 30%), **zysk netto wyniósł 5.6 mld PLN vs. nasza prognoza 7.1 mld PLN.**

- OCF w 3Q był mocny i wyniósł 12.7 mld PLN (zakładaliśmy 10.6 mld PLN), przy negatywnym wpływie NWC w kwocie -4.4 mld PLN. Capex wyniósł 7.8 mld PLN (oczekiwaliśmy 8.1 mld PLN), a CF inwestycyjny uwzględniał pozytywny efekt rozliczenia depozytu na pokrycie akcji nowej emisji Energi i reklasyfikacji 5.1 mld PLN do skonsolidowanej gotówki (odwrócenie negatywnego efektu z 2Q) – dokładnie tak, jak oczekiwaliśmy. W efekcie **dług netto (z uwzględnieniem leasingu) spadł aż o 8.3 mld PLN q/q do 9.7 mld PLN** (zakładaliśmy 10.4 mld PLN, przy nieco większej presji na NWC).

- Upstream & Supply: EBITDA LIFO adj. wyniosła 4.7 mld PLN (vs. nasza prognoza 4.9 mld PLN), z czego 5.4 mld PLN w upstreamie i -0.6 mld PLN w Supply. Wpływ hedgingu wyniósł -72m PLN. Słabsze wolumeny były efektem postojów. Produkcja ropy spadła o 7% r/r (-7% w Polsce i -11% w Norwegii), a gazu o 5% q/q (-14% w Norwegii i +7% w Polsce). Import LNG w 3Q26 spadł o 15% q/q do 1.72 mld m³ (również -15% na kontraktach opartych o Henry Hub, z 1.1 mld do 0.9 mld m³). Cena gazu na TGE day-ahead była w 3Q wyższa od TTF o 5% (vs. premia 8% w 2Q).

- Downstream: EBITDA LIFO adj. wyniosła 6.3 mld PLN (zakładaliśmy 7.4 mld PLN), przy większej od oczekiwań presji na wynik rafinacji ze strony hedgingu (-4.5 mld PLN vs. zakładane przez nas -2.5 mld PLN). Efekt wykorzystania historycznych warstw zapasów wyniósł +0.6 mld PLN (oczekiwaliśmy -0.2 mld PLN). „Wskaźnik Marży Rafineryjnej CEE" wzrósł z 14.5 USD/bbl w 2Q do 35.9 USD/bbl (zgodnie z naszą kalkulacją), a „Wskaźnik Marży Petrochemicznej CEE" spadł z 381 EUR/t do 177 EUR/t (również zgodnie z oczekiwaniami). Przerób ropy wzrósł o 10% q/q do 10.1mt (zakładaliśmy 9.8mt), a wykorzystanie mocy w Grupie wyniosło 94% (vs. 86% w 2Q). Zwraca uwagę niskie wykorzystanie mocy we Włocławku – 42% w nawozach (vs. 64% rok temu) i 30% w PCW (vs. 57% rok temu). Wykorzystanie

MARKET QUOTES

INDICES	Price	1D	1M	1Y
		Change (%)		
WIG	158 023	-0,1%	-1%	41%
WIG20	4 209	0,5%	0%	40%
mWIG40	10 555	-1,6%	-1%	31%
sWIG80	29 171	-1,0%	-6%	-2%
PX (Prague)	2 640	-1,8%	0%	9%
BUX (Budapest)	144 484	-2,1%	1%	35%
BET (Bucharest)	34 583	-1,1%	2%	51%
BIST30 (Istanbul)	14 101	-1,6%	-8%	17%
DAX	26 325	-0,4%	3%	11%
FTSE 100	10 783	-0,4%	2%	11%
STOXX Europe 600	655	-0,4%	3%	15%
S&P 500	7 354	-4,4%	-6%	9%
NASDAQ 100	26 630	-6,4%	-15%	6%
Nikkei 225	57 435	-1,8%	-19%	13%
Shanghai Comp	3 646	0,1%	-5%	-9%

BONDS	Rate	1D	1M	1Y
		Change (bps)		
PL 5Y bond yield	5,6%	-7,9	-29,8	85,6
PL 10Y bond yield	6,1%	-8,3	-20,4	79,6
CZ 10Y bond yield	5,1%	-11,9	-17,7	58,8
HU 10Y bond yield	5,4%	-4,0	-33,0	-143,0
RO 10Y bond yield	7,0%	-1,8	-17,4	15,5
WIBOR 3M	3,9%	0,0	5,0	-46,0
EURIBOR 3M	2,8%	-0,6	16,1	74,5

CURRENCIES	Rate	1D	1M	1Y
		Change (%)		
USD/PLN	3,94	0,4%	1,4%	7%
EUR/PLN	4,40	0,1%	0,8%	3,5%
EUR/USD	1,12	-0,3%	-0,7%	-3,1%
GBP/PLN	5,28	-0,2%	-2,4%	-8,5%
CZK/PLN	0,18	-0,1%	-0,9%	-3,5%
HUF/PLN	0,012	-0,1%	-1,0%	-8,9%
RON/PLN	0,83	-0,1%	-0,9%	1,2%
CNY/PLN	0,59	-0,5%	-2,8%	-12,4%

COMMODITIES	Price	1D	1M	1Y
		Change (%)		
Gold (USD/toz)	4 058	-1,3%	-2%	2%
Silver (USD/toz)	51,6	0%	-16%	7%
Copper (USD/t)	13 844	-1,2%	-4%	29%
Zinc (USD/t)	3 793	-0,4%	1%	25%
Molybdenum (USD/lb)	33,4	0,2%	1%	39%
Iron ore (USD/t)	93	-0,1%	2%	-11%
HCC (USD/t)	258	-0,3%	0%	15%
HRC EU (EUR/t)	750	0,0%	1%	25%
Brent crude oil (USD/bbl.)	99,7	1,4%	-1%	57%
CO2 (EUR/t)	89,0	-1,3%	6%	6%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	89,5	5%	22%	182%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	156	1,5%	21%	76%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	555	0,5%	3%	25%
Shanghai Freight Index	3 687	0,2%	1%	163%

mocy w Olefinach w Płocku wyniosło 44% (vs. 59% rok temu). Sprzedaż w rafinacji spadła o 5% r/r (przy wzroście produkcji o 1%), głównie na dieslu, a w petrochemii o 6% (przy spadku produkcji o 2%), głównie przez nawozy i PCW. Wydaje się, że spadek marż IP (marż handlowych) w rafinacji był mniej dotkliwy q/q, niż zakładaliśmy. W petrochemii negatywny wpływ na wyniki miała również działalność handlowa.

- Energy: EBITDA adj. wyniosła 2.7 mld PLN (zakładaliśmy 2.3 mld PLN), przy lepszym od naszych założeń wyniku w dystrybucji. Hedging dodał do EBITDA segmentu +0.26 mld PLN. Wolumen dystrybucji wzrósł o 6% r/r, przy zbliżonym wyniku EBITDA r/r.

- Consumers & Products: EBITDA adj. wyniosła 1.5 mld PLN (zakładaliśmy 1.34 mld PLN), nieco powyżej naszych oczekiwań. Wolumeny sprzedaży paliw były o 2% niższe r/r, głównie przez LPG. Spółka kompensowała niższe marże paliwowe w Polsce lepszymi wynikami za granicą. Widoczny był również wzrost sprzedaży pozapaliwowej w Polsce, Czechach i Austrii.

- Guidance: Capex w 2026 r. może być niższy od wcześniej zakładanych 36 mld PLN (vs. 22.5 mld PLN w 1-3Q26) – CFO. Produkcja gazu w 4Q może wzrosnąć, zwłaszcza w Norwegii, gdzie problemy operatora Shell negatywnie wpływały na wolumeny.

- Pozostałe:

a) **LyondellBasell/GAP:** 27 października trybunał przedłużył środek tymczasowy zabraniający Orlenowi finalizacji transakcji przeniesienia akcji GAP. Obecne zabezpieczenie obowiązuje maksymalnie do 16 listopada. LYB zarzuca Orlenowi naruszenie umowy joint venture w związku z planowanym nabyciem akcji GAP. Orlen nie utworzył dotychczas rezerwy z tego tytułu.

b) **LyondellBasell/Nowa Chemia:** W związku ze zmianą zakresu projektu Olefiny III/Nowa Chemia Orlen i LYB negocjują rozliczenie umowy dostaw, która przewiduje możliwość naliczenia kar umownych.

c) **Uniper:** Orlen ujawnił arbitraż z Uniperem, który domaga się zapłaty wierzytelności Gazpromu wobec Orlenu z tytułu dostaw gazu w kwietniu 2022 r. Wierzytelność ta jest jednocześnie przedmiotem odrębnego arbitrażu z Gazpromem.

d) **SMR:** W ciągu miesiąca możliwe porozumienie z partnerami ws. SMR.

e) **Venture Global:** W 2Q27 oczekiwany wyrok w arbitrażu dotyczącym niedostarczenia zakontraktowanych wolumenów LNG z Calcasieu Pass.

MOL (MOL HB; HOLD; TP HUF 5,382)

Wyniki za 3Q26

HUFbn	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	2 268	2 059	2 017	2 910	3 003	32%	3%	**3 128**	2 852
EBITDA	300	244	220	457	530	77%	16%	**527**	**528**
EBITDA clean CCS	**330**	**292**	**205**	**402**	**555**	68%	38%	**527**	**528**
Upstream	96	82	114	117	134	38%	15%	130	
Downstream	153	131	22	210	300	95%	43%	290	
Refining	173	154	43	191	328	90%	72%	320	
Petchem	-20	-23	-21	19	-29	-	-	-30	
Gas Midstream	17	17	30	11	12	-32%	5%	12	
Consumer Services	108	68	58	59	70	-35%	20%	80	
Others	-45	-6	-19	5	39	-	730%	15	
EBIT	163	16	83	311	399	145%	29%	387	386
EBIT clean CCS	193	144	68	256	425	120%	66%	387	
Net profit	**95**	**13**	**39**	**245**	**252**	166%	3%	**253**	**280**
OCF	357	209	-189	400	625	75%	56%	385	
Capex	134	269	162	105	124	-7%	18%	150	
EBITDA clean CCS margin	15%	14%	10%	14%	18%				
EBIT margin	7%	1%	4%	11%	13%				
Net profit margin	4%	1%	2%	8%	8%				

Source: Company, Trigon DM, Bloomberg - consensus median

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2602	2483,6	2554,8	2503,8	102%
WIG20	2095,3	2009,7	2055,3	2061,6	102%
WIG40	386,7	367,7	392,4	359,1	99%
sWIG80	48,5	54,8	59,3	59,9	82%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	340	ASB	87,8	DAT	5,5
LPP	270,3	XTB	66,5	DIG	5,3
DNP	230,0	BFT	58,6	GNS	2,9
ALE	210,8	MDV	39,6	SCW	2,9
KGH	181,9	ACP	33,0	COG	2,7
PKN	171,6	TPE	22,4	EUR	2,0
PEO	153,6	ING	15,7	CRQ	2,0
PZU	108,1	MIL	14,7	1AT	1,8
PCO	72,4	ATT	9,1	LWB	1,6
ZAB	71,1	GPW	8,4	ENT	1,3

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
LPP	235%	ATC	418%	ARH	531%
DNP	188%	RBW	251%	ATC	418%
BDX	155%	GPP	218%	WWL	308%
ZAB	149%	ING	195%	DAT	306%
MDV	133%	COG	187%	1AT	265%
ALR	115%	ATT	172%	ABS	249%
PZU	102%	BFT	164%	SEL	227%
PEO	102%	BHW	155%	ENT	217%
CDR	99%	DOM	146%	ROB	189%
PKO	99%	ASB	140%	COG	187%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			**WIG20**		**Worst**
LPP	28 080	5,6%	KGH	280	-2%
DNP	40	3,9%	ALE	59	-1,4%
MBK	1 642	1,6%	CDR	263	-0,5%
TPE	9	1,2%	KTY	1 260	-0,5%
EBP	786	1,0%	PCO	49	-0,2%
Best			**mWIG40**		**Worst**
ATT	16,9	6,1%	ASB	141,6	-10%
SLV	16,4	2,4%	ATC	5,2	-7,5%
DOM	242,0	1,7%	ING	469,6	-4,3%
PKP	10,0	1,6%	ABE	137,8	-4,3%
RVU	16,8	1,6%	CAR	1 046,0	-4,2%
Best			**sWIG80**		**Worst**
CTX	55,0	8,3%	DAT	75,0	-9%
ZRE	8,2	3,8%	ATC	5,2	-7,5%
KGN	86,4	3,1%	S2B	60,6	-5,6%
ENT	49,0	3,0%	CRQ	195,5	-4,2%
CIG	2,4	3,0%	ATR	52,0	-4,1%

DINO POLSKA (DNP PW; HOLD; TP PLN 40.5)

Wyniki 3Q26: solidny wzrost wolumenów, zaskoczenie marżą brutto in plus, kosztami in minus [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	8761	8896	8439	9531	9708	11%	2%	9779	9679
LFL sales	4.4%	3.7%	4.4%	0.3%	0.1%	*-4.3p.p.*	*-0.2p.p.*	1.0%	
EBITDA	750	614	565	665	786	5%	18%	812	784
EBIT	622	477	419	511	620	0%	21%	661	624
Net profit	482	368	316	400	483	0%	21%	512	485
Store count	2933	3033	3094	3176	3283	12%	3%		
Retail space (k sqm.)	1160	1200	1225	1259	1302	12%	3%		
Sales per store	2.99	2.93	2.73	3.00	2.96	-1%	-1%		
Selling costs per store (k)	463	475	492	516	510	10%	-1%		
Gross margin	23.6%	22.9%	24.0%	23.4%	24.5%	0.8p.p.	1.1p.p.	23.9%	
SG&A ratio	16.5%	17.5%	19.0%	18.1%	18.1%	1.6p.p.	0.0p.p.	17.1%	
EBITDA margin	8.6%	6.9%	6.7%	7.0%	8.1%	-0.5p.p.	1.1p.p.	8.3%	8.1%
EBIT margin	7.1%	5.4%	5.0%	5.4%	6.4%	-0.7p.p.	1.0p.p.	6.8%	6.4%
Net profit margin	5.5%	4.1%	3.7%	4.2%	5.0%	-0.5p.p.	0.8p.p.	5.2%	5.0%
OCF	833	1090	95	675	937	12%	39%		
CAPEX	533	511	410	570	868	63%	52%		
FCF	295	523	-322	97	62	-79%	-36%		
ND/EBITDA	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0		
P/E12M trailing	24.2	25.1	25.0	25.0	24.9				
EV/EBITDA 12M trailing	15.3	15.3	15.2	15.1	14.9				

Source: Company, Trigon

MODIVO (MDV PW; SELL; TP PLN 86)

Wstępne wyniki 3Q26: całokształt poniżej oczekiwań, wyraźny przyrost ND z faktoringiem kw/kw [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**2883**	**2613**	**2439**	**3046**	**3199**	**11%**	**5%**	**3174**	**3164**
o/w CCC	1057	957	917	1246	1226	**16%**	**-2%**	1207	
o/w HalfPrice	569	730	599	784	802	**41%**	**2%**	787	
o/w Modivo.com	1007	724	718	807	943	**-6%**	**17%**	926	
adj. EBITDA	**304**	**218**	**319**	**319**	**450**	**48%**	**41%**	**393**	**380**
adj. EBITDA | CCC	174	53	153	144	232	**33%**	**61%**	232	
adj. EBITDA | HalfPrice	71	156	92	143	135	**90%**	**-6%**	72	
adj. EBITDA | Modivo.com	110	-23	65	40	84	**-24%**	**111%**	94	
EBIT	**139**	**-330**	**40**	**-215**	**120**	**-14%**	**-**	**142**	**123**
Net profit	119	-307	-8	-204	-	**-**	**-**	51	49
adj. Net profit	131	-123	-18	51	-	**-**	**-**	61	
Gross margin | Group	**45.9%**	**42.7%**	**52.3%**	**49.9%**	**51.4%**	**5.5p.p.**	**1.5p.p.**	**51.4%**	
Gross margin | CCC	52.1%	47.1%	60.7%	52.9%	60.1%	8.0p.p.	7.3p.p.	59.0%	
Gross margin | HalfPrice	49.7%	53.6%	53.1%	51.0%	50.9%	1.1p.p.	-0.1p.p.	50.0%	
Gross margin | Modivo.com	42.5%	36.7%	47.0%	44.2%	43.0%	0.5p.p.	-1.2p.p.	44.3%	
SG&A ratio | Group	**41.2%**	**48.5%**	**50.1%**	**46.8%**	**45.5%**	**4.3p.p.**	**-1.3p.p.**	**45.0%**	
adj. EBITDA margin | Group	**10.5%**	**8.3%**	**13.1%**	**10.5%**	**14.1%**	**3.5p.p.**	**3.6p.p.**	**12.4%**	**12.0%**
adj. EBITDA margin | CCC	16.5%	5.5%	16.6%	11.5%	18.9%	**2.5p.p.**	**7.4p.p.**	19.2%	
adj. EBITDA margin | HalfPrice	12.5%	21.3%	15.4%	18.2%	16.8%	**4.4p.p.**	**-1.4p.p.**	9.1%	
adj. EBITDA margin | Modivo.com	10.9%	-3.2%	9.1%	4.9%	8.9%	**-2.0p.p.**	**4.0p.p.**	10.1%	
adj. EBIT margin | Group	**4.2%**	**-1.1%**	**4.3%**	**2.4%**	**6.2%**	**2.0p.p.**	**3.8p.p.**	**4.5%**	
Retail space (k sqm)	991	1181	1229	1291	1322	33%	2%	1361	
CCC	553	570	582	596	604	9%	1%	608	
HP	391	460	478	516	523	34%	1%	568	
Inventories	3799	3846	4097	4266	4581	21%	7%		
EV/EBITDA 12M trailing	6.6	7.8	8.3	8.8	8.5				

Source: Company, Trigon;

GRUPA AZOTY (ATT PW; UNDER REVIEW)

Szacunkowe wyniki za 3Q26 [negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	2 894	3 103	3 700	3 373	3 227	11%	-4%	3 205	3 392
EBITDA	**391**	**11**	**317**	**294**	**-25**	-	-	**30**	**168**
Agro	73	9	239	80	-166	-	-	-70	
Plastics	197	-15	-27	-38	-72	-	-	-30	
Chemicals	-6	-21	17	177	108	-	-39%	100	
Energy	48	16	54	-9	10	-79%	-	-10	
Others	78	21	34	83	95	22%	14%	40	
EBIT	105	-4 726	89	68	-245	-	-	-190	-45
Net profit	**-147**	**-3 359**	**-157**	**-339**	**-547**	-	-	**-219**	**-163**
OCF	2 020	1 950	1 978	1 440	-	-	-	-	
Capex	-121	-124	-110	-101	-	-	-	-	
Net debt	11 863	11 197	11 159	11 696	-	-	-	11 810	
EBITDA margin	14%	0%	9%	9%	-1%				
EBIT margin	4%	-	2%	2%	-8%				
Net profit margin	-5%	-	-4%	-10%	-17%				
P/E12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	48.2	39.9	19.8	13.2	-				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- Według danych szacunkowych **EBITDA w 3Q26 wyniosła -25 mln PLN, wobec naszej prognozy +30 mln PLN i znacznie wyższego konsensusu na poziomie +168 mln PLN. Strata netto sięgnęła aż 547 mln PLN**, wobec zakładanej przez nas straty 219 mln PLN i 163 mln PLN oczekiwanej przez rynek.
- **Znacznie słabiej od naszych prognoz wypadły segmenty nawozów** (-166 mln PLN EBITDA vs. -70 mln PLN naszej prognozy) **oraz tworzyw** (-72 mln PLN vs. -30 mln PLN). Relatywnie dobry wynik utrzymał segment chemii (+108 mln PLN vs. +100 mln PLN naszej prognozy), a pozytywnie zaskoczył segment others (+95 mln PLN vs. +40 mln PLN).
- **Nawozy:** Wyniki obciążył wzrost kosztów surowców, przede wszystkim gazu, przy ograniczonych możliwościach przenoszenia wyższych kosztów na ceny nawozów. Niska siła nabywcza rolników i relatywnie niskie ceny płodów rolnych ograniczały popyt i skłaniały odbiorców do wstrzymywania zakupów. Wolumeny sprzedaży nawozów spadły o 9% r/r, choć wzrosły o 4% q/q.
- **Chemia:** Wynikom sprzyjały wyższe wolumeny sprzedaży i ceny siarki r/r, natomiast negatywnie wpływały wyższe koszty gazu, propylenu i kwasu tereftalowego. Puławy nadal nie produkowały melaminy ze względu na niekorzystne otoczenie marżowe.
- **Tworzywa:** Pomimo wzrostu wolumenów i cen poliamidu r/r wyniki pozostawały pod presją wyższych kosztów fenolu i energii, słabego popytu oraz konkurencji ze strony chińskich producentów. Pozytywnie wpływały niższe ceny węgla r/r. Ze względu na trudne warunki marżowe Puławy nie wznowiły produkcji kaprolaktamu. Wyniki segmentu nadal obciąża również postój instalacji PDH w Policach, niepracującej od 3Q25.
- **Publikacja raportu za 3Q26:** 19 listopada.

UNIMOT (UNT PW; BUY; TP PLN 182.2)

Szacunkowe wyniki za 3Q26 [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	3 719	3 887	3 529	4 368	6 000	61%	37%	4 126	4 657
EBITDA adj.	**88**	**111**	**105**	**146**	**133**	51%	-9%	**108**	**109**
Liquid fuel	18	26	43	39	34	89%	-12%	25	-
LPG	-14	2	2	1	-	-	-	-5	-
Natural gas	0	13	18	7	-	-	-	-4	-
Electricity	0	1	3	4	-	-	-	2	-
Petrol stations	7	4	7	1	-	-	-	6	-
PV/RES	1	-3	-1	-3	-	-	-	-1	-
Bitumen	50	31	-1	67	72	44%	7%	62	-
Infrastructure & Logistics	32	33	37	38	43	34%	13%	34	-
Solid fuel	2	1	5	1	-	-	-	0	-
Others	-8	3	-8	-8	-	-	-	-11	-
EBITDA	**75**	**83**	**299**	**-50**	**290**	287%	-	**108**	**109**
EBIT	36	41	253	-96	-	-	-	62	62
Net profit	**17**	**21**	**182**	**-77**	**-**	-	-	**39**	**33**
OCF	-68	261	-101	-205	-	-	-	-124	-
Capex	-10	-1	-23	-67	-	-	-	-45	-
Net debt	976	880	1 074	1 379	-	-	-	1 601	-
ND/EBITDA adj.	3.0	2.5	2.6	3.1	-			3.4	-
Equity/Assets	28%	29%	30%	29%	-			29%	-
EBITDA adj. margin	2.4%	2.9%	3.0%	3.3%	2.2%			2.6%	2.3%
EBIT margin	1.0%	1.0%	7.2%	-	-			1.5%	1.3%
Net profit margin	0.5%	0.6%	5.1%	-	-			1.0%	0.7%
P/E12M trailing	12.9	120.6	6.0	8.4	-				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.8	5.9	5.5	5.7	-				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- Według danych szacunkowych **EBITDA adj. w 3Q26 wyniosła 133 mln PLN, 22% powyżej naszej prognozy i konsensusu.** Raportowana EBITDA wyniosła 290 mln PLN, głównie dzięki pozytywnym efektom księgowym.
- Paliwa ciekłe: EBITDA adj. wyniosła 34 mln PLN (vs. 25 mln PLN naszej prognozy). Wynikom sprzyjały eksport paliw na Ukrainę oraz działalność w biopaliwach, gdzie Spółka zawarła długoterminowe umowy dzierżawy infrastruktury i obsługi instalacji produkcyjnych. Premia lądowa w Polsce utrzymywała się na niskim poziomie (ok. 660 PLN/m³ na koniec września), co przekładało się na **brak opłacalności importu diesla na rynek krajowy**. W efekcie Unimot zastępował sprzedaż krajową eksportem paliw. Jak wskazuje Spółka: „W przypadku utrzymania się obecnych warunków rynkowych tendencja ta może być kontynuowana w kolejnych okresach, wpływając na geograficzną strukturę przychodów oraz wyniki finansowe Spółki". Za wzrost przychodów w 3Q odpowiadało przede wszystkim rozpoczęcie w lipcu dostaw ropy do rafinerii PCK Schwedt w Niemczech.
- Bitumeny: EBITDA adj. wyniosła 72 mln PLN (vs. 62 mln PLN naszej prognozy). Wynikom sprzyjały elastyczny model biznesowy i istotna rola Unimotu jako tradera asfaltu, bilansującego dostępność produktu na krajowym rynku.
- Infrastruktura i logistyka: EBITDA adj. wyniosła 43 mln PLN (vs. 34 mln PLN naszej prognozy).
- Publikacja SF za 3Q26: 18 listopada.

POLENERGIA (PEP PW; BUY; TP PLN 65.7)

Szacunkowe wyniki za 3Q26 [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	915	994	925	829	-	-	-	982	975
EBITDA	**89.2**	**107.9**	**126.0**	**88.1**	**118.4**	33%	34%	**120.0**	**112.8**
On-shore wind	89.3	112.4	106.0	87.8	116.4	30%	33%	115.0	
PV	13.7	2.0	3.3	10.9	9.3	-32%	-14%	9.0	
Gas & Clean Fuels	0.2	1.8	5.0	-0.3	1.5	668%	-	0.0	
Trading & Sales	7.5	8.8	22.3	10.3	11.7	56%	14%	10.0	
Distribution & eMobility	10.8	4.6	10.5	6.0	9.4	-13%	55%	10.0	
Other	-32.3	-21.7	-21.1	-26.6	-29.9	-	-	-24.0	
EBIT	37.6	-2.9	81.4	44.7	-	-	-	75.0	69.5
Net profit	**-11.3**	**-73.4**	**60.4**	**-17.3**	**38.9**	-	-	**26.7**	**15.8**
Net debt	1 807	1 817	1 700	1 751	-	-	-	1 671	
EBITDA margin	10%	11%	14%	11%	-			12%	12%
EBIT margin	4%	-	9%	5%	-			8%	7%
Net profit margin	-	-	7%	-	-			3%	2%
P/E12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	11.7	11.5	12.1	14.0	-				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- Wg. danych szacunkowych **EBITDA w 3Q26 wyniosła 118.4 mln PLN (5% powyżej konsensusu** i 1% poniżej naszej prognozy), a **EBITDA skor. 114.9 mln PLN**. Raportowany zysk netto wyniósł 38.9 mln PLN (vs. 26.7 mln naszej prognozy i 15.8 mln konsensusu), natomiast **zysk netto skor. 22.7 mln PLN**. Różnica między wynikami raportowanymi a skorygowanymi wynika ze sprzedaży spółek zależnych.
- Nieco lepiej od naszych założeń wypadły segmenty on-shore, gazu i czystych paliw oraz tradingu, natomiast słabiej segment niealokowane/others.
- Produkcja energii z farm wiatrowych onshore wzrosła o 25% r/r do 307 GWh, przy niezmienionej mocy zainstalowanej (493 MW), dzięki poprawie wietrzności. W segmencie PV od lipca produkcję rozpoczęła farma Rajkowy (35 MW).
- Publikacja SF za 3Q26: 19 listopada.

TOYA (TOA PW; BUY; TP PLN 12.5)

Wyniki 3Q26: EPS +72% r./r., FCF pod znakiem rozbudowy oferty [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	224.8	219.6	245.3	276.8	274.2	22%	-1%	250.6	258.1
EBITDA	29.0	29.0	33.3	41.8	42.1	45%	1%	34.0	35.1
EBIT	23.9	24.0	28.5	36.8	36.9	54%	0%	29.0	30.1
Net profit	18.7	19.0	22.6	29.0	28.4	51%	-2%	22.5	23.6
Gross Margin	32.9%	35.7%	34.6%	35.9%	36.0%	3.1pp	0.1pp	34.2%	
SG&A Ratio	22.4%	24.7%	22.8%	22.0%	22.3%	-0.1pp	0.3pp	22.6%	
OCF	13	-12	-11	37	-32	-	-		
FCF	4	-17	-16	-11	-39	-	-		
Net debt	-39	-26	-10	0	125				
P/E 12M trailing	10.3	9.6	9.8	9.4	7.5				
EV/EBITDA 12M trailing	6.4	6.2	6.5	6.3	5.9				
EBITDA margin	12.9%	13.2%	13.6%	15.1%	15.4%	2.5pp	0.2pp	13.6%	13.6%
EBIT margin	10.6%	10.9%	11.6%	13.3%	13.5%	2.8pp	0.2pp	11.6%	11.7%
Net profit margin	8.3%	8.6%	9.2%	10.5%	10.3%	2.0pp	-0.1pp	9.0%	9.1%

Source: Company, Trigon

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

3Q26 Results Review: Wstępne wyniki poniżej oczekiwań [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	21.8	21.4	24.7	19.4	15.8	-27%	-19%	15.8	15.9
F2P	20.7	20.3	23.6	18.6	15.1	-27%	-19%	15.1	
HOPA	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7	-41%	-18%	0.7	
Premium	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	202%	88%	0.1	
EBITDA	6.7	7.0	7.9	6.6				5.2	5.2
adj. EBITDA	**7.1**	**7.4**	**8.2**	**7.0**				**5.2**	
EBIT	5.6	5.7	6.2	5.0	3.6	-35%	-27%	4.4	3.9
Net profit	5.1	6.0	5.3	4.4	3.0	-41%	-31%	4.2	3.6
adj. Net profit	**5.5**	**6.4**	**5.7**	**4.8**				**4.2**	
OCF	3.8	-2.1	-2.2	1.4					
Net debt	-30.7	-28.2	-25.3	-26.8					
P/E adj. 12M trailing	8.9	8.7	9.8	10.2	11.5				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.1	6.7	7.0	6.8	-				
EBITDA margin	32.5%	34.7%	33.3%	36.0%	-			33.1%	32.7%
EBIT margin	25.6%	26.7%	25.1%	25.7%	22.9%			27.7%	24.2%
Net profit margin	23.6%	28.2%	21.4%	22.6%	19.2%			26.4%	22.6%

Source: Company data

FINANCIALS

ERSTE GROUP (EBS AV; BUY; TP EUR 128.6) / PEKAO (PEO PW; HOLD; TP PLN 288) / PKO BP (PKO PW; HOLD; TP PLN 123)

500 mln PLN na fundusze w ramach Innovate Poland

- Grupa Erste, Pekao i PKO BP przeznaczą łącznie 500 mln PLN na inwestycje w private equity, private debt i venture capital; środki mają zmobilizować około 1 mld PLN kapitału;
- Docelowa alokacja wynosi 60% w private equity oraz po 20% w private debt i venture capital; wartość funduszu funduszy ma zbliżyć się do 3 mld PLN.

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Guidance

- Zarząd ocenia, że presja na marżę odsetkową wygasła, i liczy na kilka kwartałów jej stabilizacji, co przy dynamice wolumenów ma dać solidny wzrost NII do końca roku – bank jest wyraźnie powyżej guidance z początku roku, który zakładał wynik odsetkowy nie niższy niż w 2025;
- Niewiadomą pozostaje reakcja marż na przejście z WIBOR na POLSTR bez spreadu korygującego – w hipotekach bank podniósł marże, ale nie o pełną różnicę między wskaźnikami, a pozostałe produkty oparte na WIBOR przełączy pod koniec 4Q;
- Wrażliwość NII na zmianę stóp o 100pb to ok. PLN 320mln, mniej niż w 2Q, bo kalkulacja uwzględnia wyższe stopy forward – przy 200pb rośnie ona nieproporcjonalnie, do ok. PLN 1.2mld;
- Przy wzroście stóp oprocentowanie rachunków bieżących się nie zmieni, na rachunkach oszczędnościowych bank przeniesie 20 do 30% zmiany, a na lokatach terminowych więcej;

#Prowizje i koszty

- Prowizje rosną o 8% r/r zgodnie z guidance, wyłącznie dzięki aktywności transakcyjnej i bez zmian w taryfie opłat – słabszy kwartał w części linii wynika z efektów jednorazowych;
- W leasingu bank ujął w 3Q ok. PLN 30mln korekty wartości rezydualnych samochodów przy napływie tańszych aut z Chin, ale większość korekty (PLN 131mln odpisu na aktywa w leasingu operacyjnym) zrobił już w 1H;
- Spadek prowizji kredytowych kw/kw to efekt technicznego rozliczenia z BIK, a w kartach wysokiej bazy po jednorazowym rozliczeniu z Visa i Mastercard w 2Q (ok. PLN 26mln), bez którego wynik kartowy w 3Q byłby wyższy niż w 2Q;
- Część rezerwy na premie roczne bank ujął już w 3Q, ale koszty 4Q i tak będą najwyższe w roku – wrześniowe podwyżki płac obciążą pełny kwartał;

#Ryzyka prawne i regulacyjne

- W 3Q bank zawiązał kolejne PLN 328mln rezerw na ryzyka związane z ochroną konsumentów (saldo wzrosło do PLN 1.05mld z PLN 412mln na początku roku), prezentowanych jako jedna pozycja – zarząd zapowiada dalsze ostrożnościowe rezerwy w kolejnych kwartałach, bo trend nie osiągnął jeszcze równowagi;
- Wartość sporów o sankcję kredytu darmowego rośnie (PLN 286mln na koniec 3Q wobec PLN 180mln na koniec 2025), ale pozostaje niższa niż utworzone rezerwy;

#Kapitał i dywidenda

- Szybki wzrost wolumenów wywiera presję na kapitał (w 3Q obniżył łączny współczynnik kapitałowy o 77pb), którą bank równoważy zyskiem, emisjami i programem efektywności kapitałowej;
- Wzrost rentowności obniżył w 3Q łączny współczynnik kapitałowy o 31pb przez wycenę obligacji FVOCI, dlatego bank stopniowo zmniejsza udział tego portfela, lokując zapadające papiery głównie w portfelu AC;
- Sekurytyzacja ma łącznie dawać co najmniej 50pb (wraz z 29pb z lipcowej transakcji) i stać się regularnym narzędziem w ramach osobnego programu, na wzór programu EMTN – koszt gwarancji obciąża wynik prowizyjny i po lipcowej transakcji wzrósł;
- AT1 nie jest scenariuszem bazowym na 2027, a wymóg MDA nie ogranicza banku, ale jest on gotowy do emisji w razie potrzeby;
- Zarząd rozpoczął rozmowy z radą nadzorczą o stopniowym obniżaniu wypłaty z 75% w kierunku 50% zysku, bo przy szybkim wzroście kredytów i buforze na wycenę obligacji nadwyżka kapitałowa maleje – zastrzega jednak, że nie oznacza to rekomendacji 50% w tym roku, a WZA może oczekiwać 75%;

- KNF ustalił dla banku brak narzutu P2G, co według zarządu zmniejsza prawdopodobieństwo dodatkowego narzutu w kryteriach dywidendowych – bank chce utrzymywać współczynniki kapitałowe co najmniej 100pb powyżej minimów dywidendowych.

#Ryzyko kredytowe

- Zarząd ocenia obecny niski CoR jako raczej stabilny i poza pojedynczymi branżami nie widzi oznak pogorszenia;
- Rozwiązania rezerw w portfelu hipotecznym mogą zakończyć się jeszcze w tym roku, a w 2027 zarząd zakłada w tym portfelu nieco wyższe odpisy, choć przy dobrej sytuacji makro nie widzi źródła istotnego pogorszenia.

#Wolumeny, makro i strategia

- Bank chce utrzymać dwucyfrową dynamikę w detalu w kolejnym kwartale, a w kredytach konsumpcyjnych nie obniża ambicji mimo zapowiedzi wzmożonej aktywności konkurentów, także w hipotekach;
- Ekonomiści banku oczekują w 2027 lekkiego wyhamowania akcji kredytowej z wysokiej bazy, przy dynamice nadal wysokiej jednocyfrowej, wspieranej poprawą na rynku pracy i płacami rosnącymi szybciej niż inflacja;
- Po przekroczeniu części celów obecnej strategii bank rozpoczyna jej przegląd, by uwzględnić zmiany w zachowaniach klientów i ofercie konkurencji.

BNP PARIBAS BANK POLSKA (BNPPPL PW; BUY; TP PLN 194)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Guidance

- Przy niezmienionych stopach zarząd jest umiarkowanie pozytywny co do NIM – presja na marże kredytowe utrzyma się w kolejnych kwartałach, a niewiadomą jest wpływ wejścia POLSTR na marże w 2027, ale wzrost akcji kredytowej i wysoka płynność sektora mają pozwolić na stabilizację kosztów finansowania;
- Wrażliwość NII na zmianę stóp o 100pb zarząd szacuje na ok. PLN 180mln;
- W 2027 przychody mają rosnąć szybciej niż koszty, których wzrost ma być jednocyfrowy, z kosztami osobowymi rosnącymi w tempie inflacji – już teraz dynamika kosztów bez kosztów regulacyjnych jest zbliżona do średniorocznego tempa założonego w strategii.

#Ryzyko kredytowe i prawne

- Koszt ryzyka w okolicach 30pb zarząd uznaje za poziom znormalizowany – wzrost udziału stage 2 wiąże się według zarządu z kredytami o zapadalności poniżej roku, które mają niższe pokrycie rezerwami;
- Zarząd ostrzega, że 4Q jest zwykle kwartałem korekty kosztów ryzyka prawnego CHF (w 4Q25 PLN 119mln wobec PLN 53mln w 3Q26) – liczba pozwów spada, ale to jeszcze nie koniec kwestii CHF.

#Kapitał i dywidenda

- Pod koniec września bank zawarł z EIF syntetyczną sekurytyzację portfela korporacyjnego (PLN 3.6mld, 35pb TCR) z opcją uzupełniania portfela do marca 2029, dzięki czemu transakcja będzie działać dłużej niż przy klasycznym, szybkim profilu amortyzacji;
- Strategia zakłada wypłatę 50% zysku i zarząd nie widzi jeszcze czasu na istotne zmiany polityki dywidendowej – ewentualne podniesienie wypłaty przy sprzyjających warunkach to perspektywa drugiej połowy okresu strategii, a nie najbliższego roku.

#Kredyty

- Wzrost kredytów korporacyjnych jest wyższy, a marże niższe, niż bank zakładał pod koniec 2025, bo konkurenci akceptują niższe marże i luźniejsze struktury finansowania – zarząd liczy na dalszy wzrost segmentu i udziału w rynku w 2027 bez kompromisów w profilu ryzyka;
- Na rynku hipotek trwa wojna cenowa, a ceny kredytów są bliskie progu rentowności, więc bank pozostanie przy typowym udziale w rynku bez walki o skalę – w listopadzie wprowadzi nową ofertę opartą na POLSTR z kluczowymi elementami wzorcowej umowy kredytu hipotecznego;
- W kredytach konsumpcyjnych bank stawia na kredyty ratalne udzielane jako kanał pozyskania klientów do konwersji na bardziej rentowne produkty – kredyty konsolidacyjne nie są głównym narzędziem akwizycji.

#Otoczenie makro

- Zarząd, który niedawno oczekiwał obniżek stóp, zakłada teraz podwyżki – ekonomiści banku widzą inflację powyżej celu przez większą część 2027 i rosnące prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej w 1H27;
- Inwestycje w 2027 mają rosnąć nieco wolniej niż w 2026 przez mniejszy napływ środków UE, ale cykl inwestycyjny firm będzie trwał, a popyt na kredyt pozostanie silny;

HANDLOWY (BHW PW; HOLD; TP PLN 126)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Guidance

- Wzrost NII w 3Q to przede wszystkim efekt niższych kosztów odsetkowych po wycofaniu drogich depozytów, które były potrzebne do przeprowadzenia transakcji sprzedaży detalu, a w dłuższym terminie NII ma wspierać rosnący wolumen kredytów;
- Koszty w 4Q mają ustabilizować się na poziomie zbliżonym do 3Q (PLN 248mln), ale dalszej trajektorii zarząd nie prognozuje;
- Działalność zaniechana obciąży 4Q kwotą zbliżoną do 3Q (PLN 19mln straty), a w kolejnych kwartałach jej wpływ ma być dużo mniejszy – wygaszanie systemów i rozliczenie z kupującym są czasochłonne, a część rozliczeń opierała się dotąd na szacunkach.

#Kapitał i dywidenda

- Spadek kapitału z aktualizacji wyceny do PLN -285mln wynika z oczekiwanych podwyżek stóp i to on głównie obniżył współczynnik kapitałowy kw/kw, ale przy TCR na poziomie 24.3% bank może absorbować taką zmienność i dalej wspierać akcję kredytową;
- Podejście do dystrybucji kapitału się nie zmienia – bank chce dzielić się zyskiem w jak największym stopniu i czeka na zalecenia dywidendowe KNF na kolejny rok;
- Intencją zarządu pozostaje wypłata całej ceny uzyskanej ze sprzedaży detalu (PLN 530mln), co wymaga zgody regulacyjnej;

#Ryzyko kredytowe

- W długim terminie koszt ryzyka ma oscylować wokół 40pb, znacząco poniżej średniej sektora, choć model biznesowy dopuszcza okresy podwyższonych odpisów przy przeklasyfikowaniach ze stage 2 do 3;
- Wzrost udziału stage 3 w kredytach dla sektora niefinansowego w 3Q (do 3.9% z 3.6%) nie jest według zarządu powiązany ze wzrostem z 2Q i wynika z pojedynczych przeklasyfikowań ze stage 2 do 3;

#Biznes i bilans

- Po rozliczeniu sprzedaży detalu struktura bilansu nie będzie się już istotnie zmieniać, a o jego kształcie ma decydować głównie akcja kredytowa, której wzrostu zarząd oczekuje;
- Działalność maklerska po sprzedaży detalu radzi sobie dobrze, a transakcje na rynku kapitałowym pojawiają się coraz regularniej;
- Wzrost wyniku rynków finansowych w 3Q to efekt aktywności klientów na zmiennym rynku FX, z dwucyfrowym wzrostem wolumenów we wszystkich segmentach, oraz pozytywnej wyceny transakcji zabezpieczających kapitał i bilans.

GPW (GPW PW; SELL; TP PLN 84.5)

Zmiany opłat dla emitentów od 1 stycznia 2027 r.

- GPW powiąże opłaty za IPO z kapitalizacją emitenta, a za SPO z wartością oferty; nowy model będzie wdrażany etapami od 1 stycznia 2027 r.;
- Warunkiem rabatu w opłacie rocznej będzie wzrost obrotów akcjami o co najmniej 10% wobec średniej z pięciu lat; każde pełne 10% wzrostu zapewni 10% rabatu, maksymalnie 30%.

BANKI

Podsumowanie konferencji prezesa NBP

- Adam Glapiński zasygnalizował wyraźnie bardziej jastrzębie nastawienie do polityki pieniężnej.
- Podwyżki stóp procentowych na początku 2027 r. stają się realnym scenariuszem, choć decyzja w grudniu jest mało prawdopodobna. Prezes wskazał, że już w styczniu RPP może rozważyć zmianę stóp, zależnie od napływających danych.
- Inflacja CPI spadła w październiku do 3,5% z 4,1% we wrześniu, jednak bank centralny obawia się jej ponownego przyspieszenia.
- Największym zagrożeniem dla inflacji pozostają wysokie ceny energii i paliw, związane m.in. z konfliktem na Bliskim Wschodzie. Według prezesa ceny gazu w Europie wzrosły od początku roku około 2,5-krotnie, co może stopniowo przekładać się na ceny pozostałych towarów i usług.
- Istotnym czynnikiem ryzyka jest ewentualne zakończenie rządowego programu CPN z końcem 2026 r. Bez przedłużenia mechanizmów obniżających ceny paliw inflacja w pierwszej połowie 2027 r. może zbliżyć się do 5%, podczas gdy przy ich utrzymaniu mogłaby wynosić około 3,5-4%.
- Presja inflacyjna wynikająca z krajowych czynników pozostaje stosunkowo ograniczona, ponieważ dynamika wynagrodzeń nie przyspiesza znacząco, a przedsiębiorstwa mają ograniczone możliwości przenoszenia rosnących kosztów na konsumentów.
- Polska gospodarka wykazuje oznaki spowolnienia, a dane za III kwartał wskazują na osłabienie dynamiki PKB po dobrym II kwartale. Słabsza konsumpcja i ostrożniejsze wydatki gospodarstw domowych mogą ograniczać presję inflacyjną.

CZESKIE BANKI

ČNB podnosi stopy o 25pb do 4.00% zgodnie z oczekiwaniami, przewidziany dalszy wzrost stóp

- Rada podniosła stopę 2T repo do 4.00% - to druga podwyżka w tym roku, po czerwcowej;
- Nowa prognoza jest spójna ze wzrostem krótkoterminowych stóp rynkowych, a sierpniowa zakładała ich stabilność: średni 3M PRIBOR podniesiono o 20pb, do 3.9% w 2026 r. i 4.1% w 2027 r.;
- Rada nie powtórzyła wrześniowego podejścia, że na kolejnym posiedzeniu wybierze między utrzymaniem a podwyżką stóp; dalsze kroki ma rozważać „bardzo ostrożnie", na podstawie napływających danych;
- Prognozę inflacji na 2027 r. podniesiono do 3.2% z 2.5%; ČNB oczekuje przejściowego wzrostu inflacji na przełomie 2026 i 2027 r., a inflacja bazowa utrzymywała się w 3Q26 w okolicach 3%;
- Rada zaznacza, że nie reaguje mechanicznie na wyższe ceny energii, lecz na ryzyko efektów drugiej rundy; założenie ceny ropy Brent na 2027 r. podniesiono;
- Wśród krajowych źródeł presji Rada wymienia ceny usług i szybki wzrost płac (6.4% r/r w 2Q26). Wskazuje też dynamikę kredytu i dłużne finansowanie wydatków publicznych, które zwiększają ilość pieniądza w gospodarce;
- Prognozę PKB na 2026 r. obniżono do 1.7% z 2.2%; w 2027 r. wzrost ma przyspieszyć do 2.5%.

CZESKIE BANKI

Rząd może objąć banki podatkiem sektorowym, parametry wciąż nieznane

- Według nieoficjalnych informacji Seznam Zprávy rząd chce poprawkami rozszerzyć ustawę o nadzwyczajnym podatku od rafinerii, która jest już w Izbie Poselskiej, na kolejne sektory: banki, sektor zbrojeniowy, energetykę i firmy cyfrowe;
- Nie wiadomo jeszcze, kogo podatek obejmie, jaka będzie jego baza ani stawka: rząd ma się nim zająć w poniedziałek (9.11), a posłowie na nadzwyczajnym posiedzeniu Izby w piątek (13.11);
- W czwartek premier Babiš i minister finansów Schillerová spotkali się z przedstawicielami największych banków, choć Czeskie Stowarzyszenie Bankowe zaprzecza, że rozmawiano o podatku sektorowym;
- Pytany o czwartkową podwyżkę stóp przez ČNB, Babiš stwierdził, że banki „znów zarobią miliardy", a ich oprocentowanie jest „obrzydliwe";

CONSUMER

ASBIS (ASB PW; HOLD; TP PLN 180)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

#Outlook

- Zarząd jest bardzo zadowolony z 'silnej sprzedaży' w październiku, a początek listopada przebiega zgodnie z oczekiwaniami;
- Spółka pozostaje optymistyczna wobec końcówki roku i zakłada dalszy wzrost działalności w 2027;
- Na 2027 zarząd oczekuje poprawy marży brutto, przede wszystkim dzięki bundle deals i rozwojowi współpracy z pozyskanymi klientami;

#Serwery i centra danych

- Według CEO wstępne zapotrzebowanie zgłaszane przez kluczowych klientów na 2027 jest 2-3x wyższe, jednak jego pełna realizacja będzie niemożliwa ze względu na ograniczoną dostępność komponentów, skalę wzrostu przychodów wyznaczać będą przede wszystkim alokacje od dostawców;
- Spółka zabezpiecza już dostawy na cały 2027, według informacji od części producentów moce są zarezerwowane również na 2028, a niedobory mogą utrzymać się przynajmniej przez część 2028 roku;
- Ze względu na ograniczenia podaży i zobowiązania wobec kluczowych klientów Asbis odrzuca obecnie według CEO ~70% zapytań dotyczących mniejszych i średnich projektów;
- Zarząd doprecyzował, że pokazane na slajdzie 530mln USD i 281 projektów dotyczyło zrealizowanej części wcześniej prezentowanego portfela, a nie aktualnego backlogu, portfel na kolejne kwartały ma być istotnie wyższy od tej kwoty;
- Zarząd wskazuje, że baza klientów data center jest dwucyfrowa i zwiększa się z każdym kwartałem, wysoka sprzedaż wynika z realizacji wielu projektów dla różnych odbiorców i lokalizacji,
- Holandia pozostaje przede wszystkim miejscem fakturowania klientów realizujących inwestycje w różnych lokalizacjach;

- Spółka rozszerza ofertę o infrastrukturę techniczną centrów danych, m.in. systemy chłodzenia i zasilania awaryjnego (UPS), oraz usługi instalacji sprzętu, zwykle realizowane przez podwykonawców pod kontrolą Asbis, zwiększa to zakres produktów i usług oferowanych w ramach pojedynczego projektu;
- W rozwiązaniach GPU nadal dominuje NVIDIA, projekty oparte na GPU AMD są na etapie testów PoC u dużych klientów, co może stopniowo poszerzać ofertę spółki;
- Wysoka sprzedaż we wrześniu wynikała z realizacji wielu projektów dla różnych klientów, a nie pojedynczego kontraktu, część fakturowania przesunęła się jednak z sierpnia, co dodatkowo zwiększyło skalę sprzedaży w tym miesiącu;

#Marże, mix i koszty

- Presja na marżę brutto ma wynikać ze świadomego pozyskiwania nowych klientów i projektów o niższej rentowności, zarząd zakłada, że rozwój współpracy i sprzedaż szerszego koszyka produktów pozwolą poprawić marżę na tych relacjach;
- Spółka nadal będzie przyjmować kontrakty o niższej marży brutto, jeżeli ich profil ryzyka i cash flow będzie korzystny, priorytetem pozostają zysk netto i generacja gotówki;
- Zarząd oczekuje utrzymania dźwigni operacyjnej, koszty SG&A powinny rosnąć wolniej od skali działalności;
- Rozbudowa magazynów i automatyzacja przeprowadzone w 2024 mają zapewniać przestrzeń do dalszego wzrostu bez konieczności ponownej dużej rozbudowy zaplecza logistycznego;
- SG&A w 4Q będą uwzględniać premie powiązane z zyskiem brutto i netto, ale zarząd nie oczekuje dodatkowych 1-offów, rezerwy na należności są ujmowane regularnie w kosztach sprzedaży, bez oczekiwania dużej kumulacji w 4Q;

#Apple i smartfony

- Zarząd nadal obserwuje silny popyt i niedobory iPhone'ów 18 Pro/Pro Max pomimo wyższych cen, dostępność pozostaje ograniczeniem również w komputerach Mac, w tym Mac mini i Mac Studio, a niedobory pamięci dotyczą także Apple;
- Marże na smartfonach pozostają stabilne, wzrost oficjalnego kanału dystrybucji nadal wspierają działania administracji ograniczające szary import;
- Według CEO udział Asbis w rynku Apple w Ukrainie wzrósł do ~45% z ~18% w 2024, a w Kazachstanie do ~54-55% z ~24-25%, zarząd nadal widzi przestrzeń do zwiększania udziałów, również w Uzbekistanie, gdzie wprowadzono rejestrację IMEI;

#Cash flow, working capital i finansowanie

- Przedpłaty klientów pozostają ważnym elementem finansowania projektów, klienci są gotowi płacić 1-2 miesiące przed dostawą, aby zabezpieczyć dostępność sprzętu;
- Zarząd oczekuje, że zapotrzebowanie na NWC nadal będzie rosło wolniej od przychodów, sprzęt dla projektów AI pozostaje krótko w magazynach, a obecny model działalności nie wymaga proporcjonalnego zwiększania zapasów;
- Nadwyżki gotówki pozwalają wcześniej płacić dostawcom i uzyskiwać rabaty, które wspierają wynik na działalności finansowej, na 2027 spółka zakłada niższe koszty finansowe;

#Nowe obszary działalności

- Spółka kontynuuje ekspansję w Afryce oraz rozwój sieci detalicznej premium i luxury, zarząd traktuje te obszary jako kolejne źródła wzrostu;
- Asbis rozwija i sprzedaje własne siłowniki do robotów humanoidalnych, produkowane w Polsce, większej skali tego biznesu CEO oczekuje raczej w perspektywie 3-4 lat, podczas gdy autonomiczna jazda i robotyka mają dodatkowo wspierać długoterminowy popyt na centra danych i edge computing.

TMT

PASSUS

Umowa z podmiotem Skarbu Państwa do 5.42 mln PLN brutto

- Umowa obejmuje licencje oprogramowania za 5.12 mln PLN brutto i wsparcie inżynierskie; maksymalne wynagrodzenie wynosi 5.42 mln PLN brutto;
- Licencje mają zostać dostarczone do 15 listopada 2026 r.; wsparcie obejmuje okres od 1 stycznia 2027 r. do 31 grudnia 2029 r. i będzie rozliczane według wykorzystanych godzin.

EPAM

Wyniki za 3Q26: poprawa rentowności, założenie przyspieszenia wzrostu organicznego od 1Q27

USDm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Employees (k)	62.1	62.4	62.9	62.8	62.9	63.7	2%	1%
incl. delivery profs.(k)	55.8	56.1	56.6	56.5	56.7	57.4	2%	1%
Revenue	1,353	1,394	1,408	1,400	1,415	1,426	2%	1%
y/y	18.0%	19.4%	12.8%	7.6%	4.5%	2.3%		
y/y organic cons. cur.	5.3%	7.1%	5.6%	3.7%	3.4%	2.5%		
Americas	801	809	811	799	805	810	0%	1%
EMEA	525	556	570	576	582	588	6%	1%
APAC	27	30	27	25	27	29	-4%	6%
EBIT	126	145	149	117	152	176	21%	16%
margin	9.3%	10.4%	10.6%	8.3%	10.8%	12.3%		
EBIT non-GAAP	203	223	230	201	233	238	7%	2%
margin	15.0%	16.0%	16.3%	14.3%	16.4%	16.7%		
Net income	88	107	109	83	103	130	22%	27%
y/y	-11%	-22%	6%	12%	17%	22%		
EPS GAAP	1.56	1.91	1.98	1.52	1.97	2.53	32%	28%
EPS non-GAAP	2.77	3.08	3.26	2.86	3.38	3.51	14%	4%
P/E 12M trailing	21.4	23.0	22.7	22.1	21.3	20.1		
P/E non-GAAP trailing	14.9	15.0	14.4	13.9	13.2	12.8		

Source: Company, Trigon

#Wyniki
- Przychody 1 426 mln USD nieznacznie powyżej konsensusu ok. 1 420 mln USD;
- EBIT 176 mln USD (+21% r/r), marża 12,3% wobec 10,4% rok wcześniej;
- Adj. EPS 3,51 USD (+14% r/r), wobec konsensusu 3,41 USD, przebicie o ok. 3%.

#Segmenty
- Najmocniejsze pozostają usługi finansowe (+13,7% r/r), szczególnie ubezpieczenia i zarządzanie aktywami, oraz life sciences i healthcare (+9,9%);
- Słabsze segmenty to software i high-tech (-6,1% r/r), business information i media (-5,5%) oraz consumer goods, retail i travel (-2,5%);
- Liczba pracowników realizujących projekty wzrosła o ok. 700 q/q do 57,4 tys., ale utylizacja spadła do 76,5% z 78,3% q/q;
- Poprawę marży wspierały podwyżki cen, większa efektywność w Indiach, poprawa rentowności kontraktów fixed fee i korzystniejszy miks usług AI.

#Guidance 2026 i 4Q26
- Całoroczny wzrost przychodów zawężono do 3,5-3,7% z 3,2-4,2%,;
- Prognozę marży EBIT non-GAAP podniesiono do 15,9-16,1% z 15,5-16,0%, a adj. EPS do 13,23-13,31 USD z 13,08-13,24 USD.
- Na 4Q26 spółka zakłada przychody 1405-1420 mln USD (-0,2% do +0,9% r/r), lekko poniżej konsensusu ok. 1420 mln USD;
- Adj. EPS w 4Q26 ma wynieść 3,50-3,58 USD wobec konsensusu 3,50 USD, a marża EBIT non-GAAP 16-17%.

#Wstępny outlook 2027
- Zarząd oczekuje stopniowego przyspieszenia wzrostu organicznego od 1Q27, ale jednoznacznie wykluczył powrót do dwucyfrowej dynamiki już w 2027 r.;
- Wstępnie zakładana marża EBIT non-GAAP na 2027 r. to 15-16%, wobec 15,9-16,1% prognozowanych na 2026 r.;
- Rentowność obciążą dalsze inwestycje w AI i sprzedaż, normalizacja wynagrodzeń zmiennych oraz spadek korzyści z polskiego programu ulg B+R z ok. 40 mln USD do ok. 20 mln USD (korzyści podatkowe ujmowane w koszcie sprzedaży, zmiana wpływa na marżę EBIT);

#Konferencja: popyt i AI
- Nastroje klientów i wydatki są stabilne lub nieznacznie lepsze q/q;
- Budżety na końcówkę 2026 r. pozostają stabilne, z możliwością uruchamiania większych programów AI w 2027 r.;
- AI-native wygenerowało ponad 185 mln USD przychodów, ok. 13% sprzedaży wobec ok. 11% w 2Q26;
- Cel przychodów AI-native na 2026 r. podniesiono do co najmniej 650 mln USD z 600 mln USD;
- Klienci przesuwają wydatki z budowy klasycznych platform cyfrowych na rozwiązania AI, co ogranicza przełożenie szybkiego wzrostu AI na dynamikę całej grupy;
- Pipeline dużych kontraktów nadal rośnie, wartość od wysokich kilkudziesięciu milionów do ponad 100 mln USD przy kilkuletnich okresach realizacji;
- Nowe kontrakty rozszerzają działalność EPAM na utrzymanie aplikacji, operacje IT i procesy BPO automatyzowane agentami AI, również poprzez przejmowanie prac wykonywanych wcześniej wewnętrznie przez klientów;
- AI-native osiąga rentowność nieco powyżej średniej grupy, natomiast rentowność kontraktów fixed fee poprawia się, ale nadal pozostaje poniżej średniej;
- EPAM zakłada szybszy przyrost zespołów delivery w 4Q26 oraz możliwość umiarkowanych podwyżek cen w 2027 r.;
- Rosnący popyt na usuwanie podatności cyberbezpieczeństwa;
- Presja u klientów software i high-tech nie pogłębiła się q/q, ale jej odwrócenie może potrwać jeszcze kilka kwartałów.
- EPAM planuje przyspieszony skup akcji za 500 mln USD i zwiększył pozostałą autoryzację buybacku do 1,8 mld USD;

CELLNEX

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q, więcej szczegółów o planach inwestycyjnych w Polsce dla Grupy Polsat Plus i Playa

#Polska
- Cellnex posiada w Polsce dwa niezależnie kupione, częściowo pokrywające się portfele infrastruktury, co umożliwia konsolidację obiektów i zwiększanie liczby operatorów na jednej lokalizacji;
- Według zarządu niskie ARPU w Polsce ogranicza ekonomiczny sens samodzielnej rozbudowy oddzielnych sieci, szczególnie przy potrzebie szybkiego zwiększenia zasięgu i pojemności 5G;
- Nowy projekt obejmuje ok. 3,2 tys. nowych wspólnych lokalizacji do 2030 r. oraz kolejne 2 tys. po 2030 r.;
- Osobnym elementem jest ok. 4,2 tys. relokacji istniejących nadajników Polkomtela na obiekty wykorzystywane przez Play, połączonych z likwidacją zbędnych lokalizacji;
- CFO podkreślił, że 4,2 tys. relokacji i 3,2 tys. nowych wspólnych lokalizacji to odrębne, niepokrywające się kategorie;
- Nowe wspólne lokalizacje mają również powstawać na istniejących obiektach z portfela Play, zwiększając wykorzystanie infrastruktury Cellnex;
- Projekt obejmuje przyspieszoną wymianę urządzeń RAN i wdrażanie konfiguracji 5G oraz przyspieszenie programu budowy obiektów dla Play z 2028 na 2027 r.;
- Docelowo wskaźnik liczby najemców na obiekt w Polsce ma przekroczyć 2x do 2035 r.;
- Projekt wiąże się z dodatkowymi długoterminowymi zobowiązaniami sieciowymi klienta, sięgającymi 2046 r.
- Likwidacja zbędnych lokalizacji pozwala ograniczyć koszty dzierżawy terenu, utrzymania, energii i obsługi infrastruktury;
- CEO wskazał oszczędności rzędu 10-13 tys. EUR na likwidowany obiekt, zależnie m.in. od lokalizacji i kosztu gruntu;
- Zarząd wskazał, że Cellnex dzieli tę korzyść z klientem mniej więcej po połowie: „a sort of 50/50”;
- Mechanizm polega na obniżeniu opłaty za przenoszony nadajnik o część oszczędności przypadającą klientowi;
- Według CEO uzyskane oszczędności pozwalają Polkomtelowi częściowo samofinansować inwestycję w 5G;
- Cellnex zachowuje drugą część korzyści i dodatkowo zwiększa przychody dzięki rozbudowie sieci oraz większej liczbie wspólnych lokalizacji;
- Renegocjacje umowy obejmowały indeksację inflacyjną oraz SLA, czyli parametry jakości i dostępności usług;
- Wcześniejszy plan inwestycyjny Cellnex obejmował ok. 300 mln EUR, a nowy zakres kosztuje ok. 800 mln EUR, co oznacza 500 mln EUR dodatkowego CAPEX-u;
- Dodatkowe nakłady mają zostać poniesione w latach 2026-2030;
- Budżet obejmuje wzmacnianie i dostosowanie obiektów do obsługi większej liczby instalacji, demontaż zbędnych lokalizacji oraz wymianę RAN, zarząd mówił o wymianie ponad 10 tys. instalacji antenowych;
- Realizacja rozpoczęła się już w 3Q26, a Polska wygenerowała 673 z 1120 nowych punktów netto w całej grupie Cellnex w kwartale;
- Zarząd oczekuje dalszego przyspieszenia prac w 4Q26 i 1Q27, z zastrzeżeniem ryzyka pogodowego w okresie zimowym;
- Cellnex oczekuje dwucyfrowej IRR po podatku, bez uwzględniania finansowania dłużnego, poziom niskich kilkunastu procent;

#Wyniki i guidance Cellnex
- Za 9M26 przychody bez refakturowanych kosztów wyniosły 3008 mln EUR (+2,4% r/r), przy wzroście organicznym 4,9%;
- Organiczny wzrost EBITDA wyniósł 6,5%, EBITDA po leasingu 8,9%, a powtarzalnego lewarowanego FCF 11,2%;
- Koszty operacyjne spadły organicznie o 4,4%, a marża EBITDA wzrosła do 84,8% z 83,1%, osiągając poziom planowany wcześniej na kolejny rok;
- Guidance utrzymano na porównywalnej bazie, ale polski projekt i przyspieszenie programu Play obniżą FCF w 2027 r. o 300 mln EUR względem tej bazy;
- Średni koszt długu pozostaje na poziomie 2,2%, nowe finansowanie rynkowe byłoby droższe od wcześniejszych założeń, obecnie ok. 80% długu o stałej stopie, średnia zapadalność za 4,2 lata;
- W ocenie zarządu satelitarne D2D będzie wymagało uzupełnienia siecią naziemną, co ogranicza ryzyko zastąpienia infrastruktury wieżowej przez satelity.

GAMING

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko negatywne]
- Zarząd szacuje łączny negatywny wpływ nowych zasad rozliczeń Google i konsolidacji WARP36 na marżę adj. EBITDA w 4Q na ponad 200bps, przy czym większa część przypada na Google. Bez tych efektów w 4Q całoroczna marża nieznacznie przekroczyłaby górny przedział pierwotnego guidance (22–24%);
- Nowe opłaty Google dotyczą transakcji realizowanych poprzez zewnętrzne linki na Androidzie w USA, gdzie prowizje mogą wzrosnąć z kilku procent do ponad 20%. Zmiany nie obejmują Plarium Play, przychodów przeglądarkowych ani organicznego ruchu w sklepach internetowych. Spółka pracuje nad ograniczeniem negatywnego wpływu;
- PlaySimple ograniczył wydatki na UA na początku 3Q ze względu na rosnące CPI i słabsze zwroty z marketingu, stopniowo odbudowując inwestycje w kolejnych miesiącach. Problemy z retencją w wybranych grach utrzymywały się przez cały kwartał, natomiast istotniejsze skalowanie kolejnych tytułów oczekiwane jest w 2027;
- RAID wchodzi w sezonowo istotny 4Q ze zwiększoną intensywnością nowych eventów i aktualizacji. Nowa zawartość do Forge of Empires spotkała się z pozytywnym odbiorem graczy, choć zarząd nie traktuje już gry jako tytułu wzrostowego. Z kolei w przypadku Tacticus oczekuje powrotu do wzrostu;
- Program oszczędności osiągnął roczne tempo 20 mln USD, z czego jedynie około jedna trzecia znalazła odzwierciedlenie w wynikach za 1-3Q26. Niższe koszty osobowe zostały częściowo skompensowane reinwestycjami we wzrost oraz dodatkowymi kosztami operacyjnymi;
- Bloons Blitz notuje obiecujące wstępne wskaźniki retencji i zaangażowania w soft launchu, a Star Trek: Warp właśnie rozpoczął testy, z planowanymi wersjami na mobile i Steam. Zapowiedź kolejnego dużego projektu zespołu Plarium odpowiedzialnego za RAID oczekiwana jest na początku 2027;
- Zarząd doprecyzował, że przesunięcie IPO PlaySimple wynikało przede wszystkim z niesprzyjającej sytuacji na indyjskim rynku kapitałowym, a nie ostatniego spowolnienia operacyjnego. Strategia alokacji kapitału pozostaje bez zmian, a spółka nadal analizuje selektywne akwizycje w obu segmentach, w tym na rynku casual.

COFFEE STAIN GROUP (COFFEEb SS; BUY; TP SEK 175)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [neutralne]
- Valheim pozytywnie zaskoczył sprzedażą na PlayStation, a premiera wersji 1.0 przyciągnęła ponad 300 tys. graczy jednocześnie na Steam. Iron Gate potwierdziło prace nad dalszą zawartością do gry, na razie bez szczegółów;
- Zarząd przyznał, że Deep Rock Galactic: Rogue Core wypadł poniżej oczekiwań, pomimo znaczących nakładów deweloperskich. Planowane aktualizacje oryginalnego Deep Rock Galactic mają pomóc w odbudowie dynamiki całej franczyzy;
- Zapowiedź dodatku Core Values do Satisfactory spotkała się z pozytywnym odbiorem społeczności, choć termin premiery pozostaje nieznany. DLC Ticket to Dizzyworld do Goat Simulator 3 zadebiutuje 19 listopada;
- Ostatnie mniejsze premiery obejmują Lightyear Frontier 1.0 (4 listopada) oraz Wielders of the Essence (5 listopada). Zarząd nie przedstawił konkretnych wskazówek dotyczących pipeline'u na FY27/28, sugerując utrzymanie historycznego tempa premier;
- Gotówkowe koszty operacyjne pozostały stabilne na poziomie ok. 130 mln SEK, a od kolejnego kwartału spółka oczekuje spadku kosztów zewnętrznych, m.in. dzięki ograniczeniu nakładów na Fellowship i usług konsultingowych. Około 75% wydatków operacyjnych kierowanych jest na rozwój kluczowych IP;
- Po zakończeniu kwartału spółka otrzymała 105 mln SEK dywidendy od Iron Gate, nieuwzględnionej w ogłoszonym wcześniej programie dystrybucji 300 mln SEK do akcjonariuszy (150 mln SEK dywidendy i 150 mln SEK buybacku). Skup akcji ma rozpocząć się na początku grudnia;
- Zarząd preferuje inwestycje w mniejsze zespoły deweloperskie zamiast dużych przejęć. Nie planuje również wykupu IP Valheim, a choć dostrzega potencjał rosnącego segmentu społecznościowych gier typu "friendslop", nie zamierza agresywnie podążać za tym trendem.

PLAYTIKA

Przegląd strategiczny bez transakcji; EBITDA w 3Q rośnie 16% y/y
- Zarząd zakończył strategic review; spółka pozostanie niezależna i notowana;
- Wyniki 3Q26: przychody USD 673.8 mln (-0.1% y/y, -7.8% q/q), adj. EBITDA USD 252.1 mln (+15.9% y/y), marża 37.4% (+5.2 pp y/y);
- DTC USD 275.1 mln (+31.4% y/y); Bingo Blitz USD 133.0 mln (-18.2% y/y), Disney Solitaire USD 111.2 mln (+88.4% y/y);
- Guidance FY26 utrzymany: sprzedaż USD 2.75–2.85 mld, adj. EBITDA USD 750–790 mln; management celuje w środek przedziałów;
- Kontrola UA i rosnący udział DTC wyraźnie wspierają marżę i cash generation, lecz spadek engagement oraz presja na Bingo Blitz pozostają kluczowymi ryzykami top line;
- Priorytetem staje się stabilizacja starszych IP i dalsza monetyzacja SuperPlay.

NINTENDO

Software stabilizuje zyski przy słabszej sprzedaży Switch 2
- 1H26/27 przychody JPY 966.0 mld (-12.1% y/y), zysk netto JPY 220.9 mld (+11% y/y);
- W półroczu sprzedano 6.49 mln Switch 2 wobec 10.36 mln rok wcześniej; skumulowana baza urządzeń osiągnęła 26.35 mln;
- Spółka utrzymała całoroczną prognozę; sprzedaż software i monetyzacja IP wspierają wyniki mimo słabszej dynamiki konsol;
- Wyniki sugerują normalizację popytu po pierwszym roku Switch 2 i rosnące znaczenie attach rate software dla wyników;

- Podwyższone koszty komponentów mogą ograniczać elastyczność marży hardware; kalendarz premier i dostępność gier third-party staną się ważniejsze dla utrzymania aktywności bazy.

INDUSTRIALS

RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 1520)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

#Outlook & backlog

- Guidance na 2027 oraz aktualizacja planów do 2030 zostaną przedstawione na listopadowym CMD, wraz ze szczegółowymi źródłami wzrostu;
- Bez podpisania Arminiusa w 2026 spółka nie oczekuje przekroczenia 100mld EUR Rheinmetall Backlog na koniec roku, CFO potwierdził wskazany w Q&A możliwy przedział ~80-85mld EUR;

#Vehicle Systems - Arminius/Boxer

- Podpisanie kontraktu oczekiwane jest obecnie w 1Q27, opóźnienie wynika z pogłębionego audytu kalkulacji cenowych przez klienta, który najprawdopodobniej uniemożliwi uzyskanie zgody Bundestagu przed końcem 2026;
- Zakres kontraktu fixed zmienił się jedynie nieznacznie, a wcześniejsze dyskusje o zmianach zakresu dotyczyły głównie opcji i dodatkowych pakietów, CFO wskazał, że udział Rheinmetall byłby >50% z 20mld EUR, bez potwierdzenia ostatecznej kwoty;
- CFO uznał przychody rzędu ~100mln EUR miesięcznie w 2027 z kontraktu Arminius za odpowiednie przybliżenie, jednak nie jest to formalny guidance;
- Dostawy gotowych pojazdów na większą skalę mają rozpocząć się w 2028, a podpisanie kontraktu umożliwi również rozpoznanie wykonanych już prac przygotowawczych;

#Weapon & Ammunition

- Przesunięcia odbiorów amunicji artyleryjskiej dotyczą przychodów liczonych w setkach mln EUR z już podpisanych i wyprodukowanych zamówień, mają wynikać z dodatkowych testów odbiorczych, a nie opóźnionych zamówień;
- Rozbudowa zakładów i większa liczba źródeł komponentów zwiększyły liczbę oddzielnie testowanych partii, przy ograniczonej dostępności personelu i poligonów klienta, zarząd oczekuje złagodzenia problemu po ustabilizowaniu produkcji;
- Spółka chciałaby szybszego uruchamiania zamówień z istniejących umów ramowych, szczególnie w Niemczech, potrzeba odbudowy zapasów pozostaje wysoka, choć CFO dopuścił, że jest mniejsza niż 2 lata temu;
- Uruchomiony zakład w Albacete ma docelowo produkować ~3 mln komponentów amunicji średniego kalibru rocznie, inwestycja wspiera cel osiągnięcia przez Grupę zdolności produkcji ~4 mln kompletnych nabojów rocznie w 2030;

#Cash flow & Capex

- Cel dodatniego OFCF w 2026 nie uwzględnia zaliczki z Arminiusa i opiera się głównie na płatnościach z realizowanych kontraktów oraz odwróceniu części wzrostu NWC, zakłada zaliczki z nowych umów w wysokich setkach mln EUR;
- Na początku października wpłynęło ~150mln EUR zaliczki z pakietu rumuńskiego, plan Capex pozostaje bez zmian względem komunikacji po 2Q26, na poziomie >1mld EUR w całym roku;

#Deep strike, space i partnerstwa

- W 2026 nie zostaną zrealizowane wcześniej rozważane przychody związane z Destinus, liczone w niskich setkach mln EUR, finalizacja współpracy stała się mniej pewna po nawiązaniu przez Destinus relacji z Helsingiem, a rozmowy z Lockheed Martin również nie pozwalają jeszcze na przedstawienie konkretnych ustaleń;
- JV z ICEYE rozpoczęło produkcję satelitów SAR w Neuss, z docelowym tempem kilkudziesięciu jednostek rocznie, w październiku osiągnięto wstępną gotowość operacyjną programu SPOCK 1;
- Spośród nowych partnerstw największy bieżący wkład zapewnia blackned, ICEYE dopiero zaczyna generować istotniejsze przychody, a DOK-ING pozostaje na poziomie niskich kilku mln EUR sprzedaży;

#Air Defence, USA & Naval

- Rentowność Air Defence była wsparta ~10mln EUR korzyści z włoskich programów R&D, których powtórzenie w 4Q26 nie jest pewne, CFO wskazał jednocześnie możliwość osiągnięcia górnej części przedziału rentowności wynikającego z guidance;
- Rozstrzygnięcie lub wyraźne wskazanie kierunku wyboru w programie XM30 oczekiwane jest w 2027 roku, program obejmuje ~3 tys. BWP o łącznej wartości ~45mld USD, a spółka pozostaje optymistyczna po dotychczasowym feedbacku klienta;
- Rheinmetall liczy na zamówienie czwartego okrętu rozpoznania radioelektronicznego typu 424 przed końcem roku, pozyskanie stoczni Mangalia wspólnie z MSC ma zwiększyć moce Naval, jednak proces transakcyjny pozostaje przedmiotem sporów prawnych.

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750) / RYNEK DEFENCE

Nordyckie firmy proponują wspólną certyfikację uzbrojenia i przedpłaty za moce produkcyjne - Reuters

- Saab, Kongsberg, Patria, Terma, Ericsson i Nokia przedstawiły w ramach Nordic Compass propozycje przyspieszenia zakupów obronnych i pogłębienia współpracy regionalnej;
- Firmy postulują wzajemne uznawanie certyfikacji sprzętu wojskowego, eliminujące konieczność ponownego zatwierdzania produktów dopuszczonych w jednym z państw nordyckich;
- Proponują pilotaż kontraktów ramowych, w których rządy opłacałyby z góry określone moce produkcyjne, umożliwiając zwiększanie produkcji przed otrzymaniem zamówień;
- Wspólne projekty miałyby objąć ochronę infrastruktury podmorskiej, obserwację przestrzeni kosmicznej i łączność wojskową, ograniczając koszty ponoszone przez pojedyncze państwa;
- Propozycje wymagają decyzji rządów i sił zbrojnych, część inicjatyw mogłaby ruszyć przy udziale jedynie wybranych państw regionu;
- Pięć państw nordyckich odpowiada łącznie za ~10% wydatków obronnych europejskich członków NATO, tworząc czwarty największy blok wydatkowy w Europie.

AMBRA (AMB PW; BUY; TP PLN 23.0)

Podsumowanie czatu inwestorskiego po wynikach 1Q26/27 [neutralne]

- Zarząd ostrożnościowo zakłada kontynuację spadku konsumpcji alkoholu, a mocne odbicie rynku wina uznaje obecnie za mało prawdopodobne, priorytetami pozostają rozwój NoLo, premiumizacja i poprawa efektywności kosztowej;
- Rumunia pozostaje pod presją wysokiej inflacji i słabszej koniunktury, po latach dynamicznego wzrostu konsumpcji Zarząd obserwuje stagnację rynku, podtrzymując pozytywną ocenę perspektyw średnioterminowych;

#Outlook

- Relatywnie dobre zachowanie segmentów premium daje Zarządowi umiarkowany optymizm przed kluczowym 2Q26/27, okres zakupów świątecznych, prezentów i Sylwestra powinien sprzyjać sprzedaży droższych produktów;
- Układ kalendarza w sezonie świątecznym jest korzystniejszy niż rok wcześniej, po Bożym Narodzeniu przypada o jeden dzień handlowy więcej;
- Utrzymująca się presja inflacyjna i coroczne podwyżki akcyzy wymagają dalszego dostosowania cen sprzedaży również w 2027, zdaniem Zarządu obecne poziomy cen głównych marek pozostawiają przestrzeń do podwyżek bez istotnego ryzyka bariery cenowej;
- Grupa pracuje nad ograniczaniem kosztów i poprawą efektywności operacyjnej, Zarząd nie podał skali oczekiwanych oszczędności ani podwyżek cen;
- Współpraca z Lidlem rozwija się z historycznie niższego poziomu, Zarząd widzi potencjał jej dalszego rozszerzania, podobnie jak współpracy z pozostałymi głównymi sieciami handlowymi;

#NoLo i moce produkcyjne

- W 2027 planowana jest szersza oferta nowych produktów nisko- i bezalkoholowych, prezentacja wskazuje na premiery w 4Q26/27 (kwietniu-czerwcu 2027);
- Zakład w Woli Dużej posiada rezerwę pozwalającą zwiększyć produkcję o co najmniej 20%, która ma być wykorzystywana do rozwoju napojów bezalkoholowych i innowacji produktowych;
- Lepszemu wykorzystaniu nowej linii ma również służyć rozwój produkcji wyrobów dedykowanych sieciom handlowym;

#Nowe projekty i akwizycje

- Zarząd podtrzymuje oczekiwanie dodatnich wyników Old Polish Vodka i Comfort Zone w 1H26/27, mimo niewielkiej straty operacyjnej w 1Q, przeważająca część zysków tych spółek przypada sezonowo na ostatni kwartał roku kalendarzowego;
- Pełna konsolidacja Wine 4 You ma zwiększać roczne przychody Grupy o ~3-4mln PLN po eliminacjach wewnątrzgrupowych, potencjalne synergie kosztowe mogą podnieść EBIT o ~1,1mln PLN rocznie wraz z postępem integracji;
- Grupa monitoruje potencjalne akwizycje wspierające wzrost i dywersyfikację portfolio, ale obecnie nie uczestniczy w procesach akwizycyjnych;

#FCF i dywidenda

- Szczyt nakładów inwestycyjnych jest za Grupą, co powinno wspierać wzrost FCF, Zarząd uznaje spadek zadłużenia do końca FY26/27 za realny;
- Celem pozostaje kontynuacja wypłat dywidendy, decyzja o jej wysokości będzie zależała od wyników całego roku i kolejnych planów inwestycyjnych, obecnie Zarząd nie deklaruje wzrostu wypłaty;

#Regulacje

- Zdaniem Zarządu potencjalne ograniczenia godzin i miejsc sprzedaży alkoholu powinny relatywnie słabiej obciążać ofertę Ambry niż cały rynek ze względu na mniejsze znaczenie zakupów impulsowych
- Proponowane ograniczenia reklamy i promocji nie oznaczają zasadniczej zmiany dla kategorii win i cydru, które już podlegają restrykcjom.

IONQ / CREOTECH QUANTUM (CRQ PW; No recommendation)

Wyniki IonQ za 3Q26 i wyższy guidance, dalsze potwierdzenie komercjalizacji technologii kwantowych

- Przychody IonQ w 3Q26 wzrosły o 336% r/r do 173,8mln USD, w tym segmentu IonQ Platform o 127% do 90,3mln USD, przejęty SkyWater odpowiadał za pozostałe 83,5mln USD;
- Guidance przychodów FY26 podniesiono do 505-515mln USD, spółka oczekuje wzrostu przychodów z quantum computing o ~110% r/r;
- RPO wzrosły ponad dwukrotnie do 1,2mld USD, miara obejmuje również zakontraktowane zamówienia bez przyznanego jeszcze finansowania
- Skor. EBITDA wyniosła -133,6mln USD;
- Wśród osiągnięć komercyjnych przypomniano kontrakt z Congruity360 na wdrożenie PQC/QKD za ~8,2mln USD, wskazano również dodatkowe finansowanie quantum networking z AFRL w wysokości 7,5mln USD.

KNDS / RYNEK DEFENCE

Niemcy uzgodniły zakup 50% KNDS, możliwość późniejszego IPO pozostaje otwarta - Handelsblatt

- Niemiecki rząd uzgodnił zakup 50% KNDS od rodzin właścicielskich skupionych w Wegmann Holding, pozostałe 50% należy do państwa francuskiego;
- Według „Handelsblatt" podpisanie umowy planowane jest w listopadzie, a zamknięcie transakcji w grudniu 2026;
- Ceny nie ujawniono, za 50% Berlin ma zapłacić „wyraźnie mniej" niż 7,2 mld EUR przewidziane wcześniej na zakup 40%;
- Celem jest ochrona kluczowych technologii obronnych oraz zapewnienie Niemcom równorzędnej pozycji wobec Francji przy podejmowaniu strategicznych decyzji;
- Niemcy i Francja zamierzają następnie zmniejszyć udziały do 40% każde, możliwą ścieżką pozostaje IPO, zależne od warunków rynkowych;
- Wcześniejsze plany IPO odłożono ze względu na spadek wycen sektora obronnego i niechęć rodzin właścicielskich do sprzedaży przy niższej wycenie.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

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

Zawarcie ugody z LOTAMS o wartości 29mln PLN [pozytywne]

- Sąd zatwierdził ugodę zawartą w ramach mediacji przed Sądem Polubownym przy Prokuratorii Generalnej pomiędzy konsorcjum PXM/Polimex Infrastruktura a LOT Aircraft Maintenance Services, dotyczącą rozliczenia zakończonej budowy bazy obsługi technicznej samolotów w Rzeszowie-Jasionce.
- LOTAMS wypłaci konsorcjum 29mln PLN netto dodatkowego wynagrodzenia z tytułu prac dodatkowych; po wykonaniu ugody wszystkie wzajemne roszczenia związane z realizacją kontraktu zostaną w pełni zaspokojone i wygasną, z wyjątkiem standardowej odpowiedzialności gwarancyjnej/rękojmi.
- Pierwotna umowa została podpisana we wrześniu 2023 r. na 216.1mln PLN netto, a więc ugoda zwiększa nominalną wartość kontraktu o 13.4%. Pierwotnie kontrakt zakładał 21-miesięczny okres realizacji; PXM poinformował o zakończeniu inwestycji we wrześniu 2026 r.
- PXM nie ujawniał wcześniej publicznie wartości roszczenia o prace dodatkowe ani dokładnego terminu rozpoczęcia mediacji, dlatego nie jesteśmy w stanie ocenić, jaki procent pierwotnie dochodzonej kwoty stanowi 29mln PLN.
- Ugoda wejdzie w życie po uprawomocnieniu postanowienia sądu i jego doręczeniu jednej ze stron.

SKANSKA

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26

#Budownictwo

- Portfel zamówień osiągnął rekordowe 328mld SEK, co odpowiada ok. 22 miesiącom produkcji.
- Blisko 70% zamówień z 3Q26 (68mld SEK, podobnie jak w 2Q26) pochodziło z USA, a istotną część zamówień z całego kwartału stanowiły centra danych i zakłady produkcji półprzewodników. Zarząd tłumaczy to finalizacją przetargów prowadzonych od dłuższego czasu.
- Według Zarządu marżowość portfela wspiera cel 4% marży operacyjnej. Wysoka marża w 3Q26 (5.0% przy wzroście EBIT o 28% r/r) nie wynikała ze zdarzeń jednorazowych, a za reprezentatywną Spółka uznaje marżę LTM 4.5%.
- Centra danych są realizowane szybciej niż przeciętne projekty, co przyspiesza przerób portfela. Spółka nie podaje prognoz, ale wskazuje, że portfel wspiera dalszy wzrost przychodów (+7% r/r w walutach lokalnych w 3Q26 po słabszym 1H26).

#Europa Środkowa

- W 3Q26 Skanska sprzedała z dobrą marżą biurowce Studio B w Warszawie i H2 Office w Budapeszcie. Zarząd widzi wyraźnie większą aktywność na rynku transakcyjnym zarówno w Europie Środkowej, jak i w krajach nordyckich.
- Rynek mieszkaniowy w Europie Środkowej pozostaje silny, a popyt na mieszkania w miastach, w których działa Spółka, jest bardzo wysoki. W 3Q26 Skanska rozpoczęła w regionie projekt na blisko 200 lokali oraz nowy projekt komercyjny Nowy Format (w Krakowie).

#Deweloperka

- Odsetek sprzedanych mieszkań w budowie wzrósł do 56%, przy liczbie lokali w realizacji nieco poniżej 3,000 (bez zmian r/r). Liczba niesprzedanych ukończonych mieszkań nadal spada i wynosi 298.
- W krajach nordyckich Spółka wciąż sprzedaje starsze, niskomarżowe projekty, a w 3Q26 dokonała odpisów na grunty niestrategiczne oraz goodwill w Norwegii (143mln SEK).
- W deweloperce komercyjnej Spółka realizuje 17 projektów o wartości inwestycji po ukończeniu blisko 13mld SEK, które są wynajęte w 54% przy zaawansowaniu prac na poziomie 57%. Portfel 17 ukończonych projektów (19.5mld SEK) jest wynajęty w 82% (vs 77% w 2Q26).
- Odpisy w deweloperce komercyjnej (378mln SEK) dotyczyły głównie ukończonych projektów w USA. Obłożenie portfela nieruchomości inwestycyjnych w Szwecji wynosi 80% (nieco mniej niż w 2Q26) przy wycenie na poziomie 8.3mld SEK.

#Rynki

- Rynek infrastruktury jest silny w USA i Szwecji, a słabiej wypada jedynie Wielka Brytania, gdzie brakuje finansowania. Popyt napędzają inwestycje w energetykę, wodę, obronność oraz centra danych.
- Zarząd nie oczekuje istotnych zmian w USA po wyborach midterm, ponieważ inwestycje infrastrukturalne mają poparcie obu partii.
- Rozwój centrów danych w krajach nordyckich hamują długie procedury pozwoleń oraz dostęp do energii i gruntów, choć Zarząd spodziewa się wzrostu tego segmentu.

#Outlook

- Rynek mieszkaniowy w krajach nordyckich pozostaje słaby i mimo pierwszych oznak poprawy w Szwecji Zarząd oczekuje, że kolejne 12 miesięcy będą nadal wolne.
- Komercyjny rynek deweloperski w USA pozostaje słaby z powodu niskiej aktywności transakcyjnej. Spółka nie planuje oddania żadnego projektu w 4Q26E i 1Q27E.
- Wpływy z projektów sprzedanych, ale jeszcze nie przekazanych (3.9mld SEK) spłyną częściowo w 4Q26E, a częściowo w FY27E.

RYNEK ENERGETYKI JĄDROWEJ

Umowa EPC z Westinghouse-Bechtel na budowę pierwszej elektrowni jądrowej zostanie podpisana w 2027 r.

- PEJ i konsorcjum Westinghouse-Bechtel chcą zamknąć negocjacje umowy EPC do końca 2026 r., jednak jej podpisanie nastąpi w 2027 r., ponieważ umowa wymaga jeszcze zgód korporacyjnych, w tym rad nadzorczych i organów właścicielskich. Główne warunki handlowe strony uzgodniły 23 września, a do czasu podpisania EPC współpracują na podstawie umowy pomostowej EDA z kwietnia 2025 r.
- Według PEJ zatrzymanie prezesa Westinghouse w Polsce w związku z nieprawidłowościami przy budowie elektrowni w Ostrołęce nie ma wpływu na negocjacje, co potwierdziła strona amerykańska.
- Elektrownia powstaje w gminie Choczewo w technologii AP1000; uruchomienie pierwszego reaktora planowane jest na 2036 r., a kolejnych na 2037 i 2038 r.

RYNEK MIESZKANIOWY

Otodom: październikowa sprzedaż deweloperów +27% r/r do około 5.1 tys. lokali

- Na siedmiu największych rynkach sprzedaż wyniosła około 5.1 tys. mieszkań, +27% r/r i -1% m/m; w Warszawie sprzedano ponad 1.6 tys., Krakowie ponad 850, a we Wrocławiu ponad 700 lokali;
- Liczba nowych rezerwacji spadła o 14% m/m do około 3 tys.; pula rezerwacji na koniec października wynosiła 6.8 tys., wobec 7.2 tys. miesiąc wcześniej;

- Deweloperzy wprowadzili do sprzedaży około 3.9 tys. mieszkań wobec 4.5 tys. we wrześniu; oferta na koniec miesiąca przekraczała 59 tys. lokali.

EUROPEAN COMPANIES

DEUTZ / AUTOMOTIVE&DEFENCE

Wyniki 3Q26: FFG wzmacnia perspektywy wzrostu i poprawy rentowności [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Rynek tradycyjnych silników nadal nie wykazuje szerokiego odbicia, ale zamówienia klientów amerykańskich stopniowo rosną
- Wzrost zamówień grupy pozostaje szeroki i nie wynika z pojedynczego dużego kontraktu, po wyłączeniu 155mln EUR efektu pierwszej konsolidacji przejętych spółek order intake po dziewięciu miesiącach wzrósł o ok. 20% r/r
- Service korzysta z rozbudowy własnej sieci, pozyskiwania klientów flotowych i współpracy z kolejnymi OEM
- Energy zwiększa ekspozycję na data centers, Frerk pozyskał w październiku zamówienie o wartości kilkunastu milionów EUR, spółka ofertuje kolejne projekty również poza Niemcami
- Defense korzysta z popytu na silniki do systemów obrony powietrznej i pojazdów wojskowych oraz napędy elektryczne SOBEK do dronów
- FFG wnosi backlog bliski 2mld EUR i obsługę ponad 30 platform NATO, przy ok. 760mln EUR przychodów w 2025, z których ok. 90% pochodziło z MRO
- NewTech pozostaje pod presją ograniczonej aktywności inwestycyjnej klientów budowlanych i rolniczych

#Koszty i marże

- Poprawę rentowności wspierają zmiana miksu biznesowego, efekty skali i programy poprawy efektywności
- Inflacja kosztów materiałów jest kompensowana corocznym pricingiem, poprawą produktywności i negocjacjami zakupowymi, a większość kontraktów długoterminowych zawiera mechanizmy indeksacji wybranych kosztów
- Energy: zarząd oczekuje dalszej poprawy wraz ze wzrostem skali
- Defense and Other osiągnął w 3Q26 marżę ok. 18%, wspieraną rozwojem SOBEK
- FFG Industries jest konsolidowany w pełni mimo 45% udziału akcjonariusza mniejszościowego

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 pozostaje na poziomie 2,3-2,5mld EUR, natomiast po zamknięciu FFG zarząd oczekuje marży adj. EBIT przy górnym krańcu przedziału 6,5-8%.
- FFG będzie konsolidowany od listopada i ma wnieść ok. 100mln EUR przychodów w 2026
- Na 2027 FFG ma wygenerować nieco ponad 1mld EUR przychodów przy marży adj. EBITDA powyżej 20%, bez uwzględnienia dodatkowych synergii
- Pierwsze synergie od początku 2027 mają obejmować serwis i remanufacturing, wykorzystanie napędów DEUTZ na platformach FFG oraz zakupy, gdzie zidentyfikowano ponad 20 obszarów potencjalnych oszczędności
- Energy podtrzymuje cel ponad 300mln EUR przychodów w 2026 i 1mld EUR w ciągu pięciu lat, przy dalszej rozbudowie dystrybucji i przejściu pod jedną globalną markę do końca 2027
- W Engines zarząd oczekuje dalszego wzrostu przychodów i zamówień w 4Q26
- Guidance FCF przed M&A pozostaje na poziomie wysokich kilkudziesięciu milionów EUR
- Dług netto na koniec września wyniósł 378mln EUR, natomiast pro forma bez leasingu był nieco poniżej 2,5x
- Guidance na 2027 zostanie przedstawiony 30 marca, nowe cele średnioterminowe mogą pojawić się wcześniej, a CMD zaplanowano na 2Q27

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order intake	470.4	573.2	771.0	560.3	631.2	34%	13%	2,078	2,536
Engines	272.7	364.5	373.2	329.8	352.5	29%	7%	1,253	1,420
Service	140.4	139.6	159.9	151.9	155.0	10%	2%	549	606
Energy	26.1	49.7	206.7	54.7	80.3	208%	47%	165	391
Defense&Other	29.3	18.9	26.3	21.7	41.2	41%	90%	98	108
Revenue	493.3	543.4	530.0	585.3	553.9	12%	-5%	2,044	2,213
Engines	287.8	325.2	306.7	335.7	289.9	1%	-14%	1,232	1,258
Service	138.9	138.8	148.1	150.1	153.0	10%	2%	548	590
Energy	43.8	45.7	50.8	65.7	78.6	79%	20%	169	241
Defense&Other	19.5	28.9	22.1	30.0	31.1	59%	4%	84	112
EBIT adj.	31.2	30.5	37.3	42.4	38.5	23%	-9%	117	149
Engines	1.9	-	11.5	12.8	1.5	-21%	-88%	7	26
Service	30.1	-	26.0	25.4	28.8	-4%	13%	81	80
Energy	5.3	-	3.3	9.0	10.8	104%	20%	21	23
Defense&Other	1.7	-	2.9	2.3	5.5	224%	139%	6	11
Net profit	12.3	33.5	21.8	33.5	40.4	228%	21%	54	129
OCF	15.6	4.2	25.9	31.9	55.8	258%	75%	80.6	117.8
Net debt	-269.2	-225.6	-385.1	-520.5	-378.4	41%	-27%	-225.6	-378.4
EBIT margin	6.3%	5.6%	7.0%	7.2%	7.0%	10%	-4%	5.7%	6.7%
Engines	0.7%	-	3.7%	3.8%	0.5%	-22%	-86%	-	2.1%
Service	21.7%	-	17.6%	16.9%	18.8%	-13%	11%	-	13.6%
Energy	12.1%	-	6.5%	13.7%	13.7%	14%	0%	-	9.6%
Defense&Other	8.7%	-	13.1%	7.7%	17.7%	103%	131%	7.0%	9.5%

Source: Company, Trigon

RENK / DEFENCE

Wyniki 3Q26: Backlog napędza wzrost, rentowność ograniczają koszty ekspansji produkcji [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Popyt na rozwiązania dla wojsk lądowych i marynarki pozostaje mocny i szeroki geograficznie, a zamówienia obronne po dziewięciu miesiącach wzrosły o 51% do ok. 1,4mld EUR
- Order intake grupy osiągnął niemal 1,7mld EUR przy book-to-bill 1,7x
- Backlog wzrósł do ok. 7,6mld EUR, ale obejmuje ok. 2,9mld EUR zamówień potwierdzonych, 1,1mld EUR zamówień ramowych i 3,6mld EUR soft backlogu
- Najważniejsze zamówienia 3Q26 obejmowały ok. 130mln EUR dla KNDS na Leopard 2 i platformy pochodne z realizacją w latach 2029-2032, ok. 30mln EUR dla Patria TRACKX z dostawami od 2027 oraz ok. 22mln EUR na przekładnie boczne do kolejnej partii Puma
- Aftermarket zwiększył udział w przychodach do 39% z 36% rok wcześniej
- Około 60-65% aftermarket stanowią części zamienne, a pozostałą część MRO i usługi, przy wyższej rentowności obu obszarów niż dostaw OEM
- Marine & Industry korzysta z zamówień Navy, przemysł pozostają słaby, bez perspektywy poprawy do przed końcem 2027
- Zarząd przypisuje przesunięcie niemieckiego programu Boxer Arminius na 1H27 negocjacjom kontraktowym, bez sygnałów redukcji potrzeb lub przeniesienia budżetu na inne zdolności
- Tempo realizacji backlogu wynika przede wszystkim z harmonogramów OEM, obecna sprzedaż europejska nadal w dużej części odzwierciedla kontrakty sprzed 2025 roku
- Niemcy odpowiadają za ok. 20-25% ekspozycji biznesowej, a udział pojedynczego prime nie przekracza ok. 10%, co ogranicza zależność od jednego programu

#Koszty i marże

- Poprawę marży VMS wspierają wyższe wykorzystanie mocy, rosnący aftermarket i modułowy montaż
- Zarząd podtrzymuje kierunek wzrostu marży VMS do ok. 25% w 2030, ale w 4Q26 część efektów produktywności pochłoną nadgodziny, dodatkowe zmiany i praca w weekendy
- Wysoki udział dostaw do Izraela w 4Q26 będzie mniej korzystny dla miksu marżowego
- Zarząd uwzględnia ryzyko krótkich strajków IG Metall, które mogą ograniczać efekty wzrostu produkcji

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 dla działalności kontynuowanej na poziomie ok. 1,4mld EUR przychodów i 240-255mln EUR adj. EBIT
- Zmiana zakresu guidance wynika z planowanej sprzedaży Slide Bearings, segment zostanie pokazany jako działalność zaniechana od raportu za 4Q26
- Zarząd podtrzymuje cel ok. 2mld EUR zamówień w 2026 i wskazuje, że jest on osiągalny również po wyłączeniu Slide Bearings, przy czym Boxer Arminius i F127 nie są potrzebne do jego realizacji
- Pipeline 4Q26 obejmuje m.in. kolejne partie K2, platformy pochodne czołgów, napędy M88, części do tureckich Leopardów, PzH 2000 oraz programy Navy F128 i TF2000
- Sprzedaż do Izraela ma wynieść 80-100mln EUR w 2026, z czego 60-70% przypada na 4Q26
- RENK nie identyfikuje obecnie własnych wąskich gardeł uniemożliwiających realizację zakontraktowanych terminów
- David Brown Defence, konsolidowany od 2 listopada, ma wnieść w 2026 ok. 20mln EUR przychodów i 2-3mln EUR EBIT
- Dług netto wyniósł ok. 397mln EUR, a leverage spadł do 1,4x adj. EBITDA LTM, środki ze sprzedaży Slide Bearings mają zwiększyć elastyczność dalszych przejęć
- Kolejne M&A ma koncentrować się na sieci aftermarket oraz technologiach bezzałogowych platform nawodnych i podwodnych, a szersze omówienie strategii zaplanowano na 8 grudnia

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Backlog	6392	6676	6907	7399	7594	19%	3%	6676	7594
Fixed	2383	2260	2576	2844	2938	23%	3%	2260	2938
Frame	825	859	868	957	1077	31%	13%	859	1077
Soft	3184	3557	3462	3597	3579	12%	-1%	3557	3579
Order intake	325	325	582	613	469	44%	-23%	1,572	2,314
VMS	223	225	478	492	351	57%	-29%	1,210	1,769
M&I	72	72	70	94	93	29%	-1%	274	401
Revenue	308	438	284	354	345	12%	-3%	1,378	1,729
VMS	190	293	191	227	232	22%	2%	891	1,133
M&I	92	113	65	100	86	-7%	-14%	373	456
Adj. EBIT	52	89	42	56	61	17%	9%	234	300
VMS	38	74	35	45	49	29%	9%	185	241
M&I	12	14	4	12	9	-25%	-25%	41	51
Adj. net income	35	56	26	31	23	-33%	-26%	142	136
Free cash flow	14	41	1	41	11	-22%	-73%	67	94
Net debt	435	391	391	407	397	-9%	-2%	391	397
Book-to-bill	1.06	0.74	2.05	1.73	1.36	-	-	1.14	1.34
VMS	1.17	0.77	2.50	2.17	1.51	-	-	1.36	1.56
M&I	0.78	0.64	1.08	0.94	1.08	-	-	0.73	0.88
Order intake y/y	41%	-44%	6%	64%	44%	-	-	-	-
Revenue y/y	15%	21%	4%	2%	12%	-	-	-	-
Adj. EBIT margin	16.9%	20.3%	14.8%	15.8%	17.7%	0.8pp	1.9pp	17.0%	17.4%
VMS	20.0%	25.3%	18.3%	19.8%	21.1%	1.1pp	1.3pp	20.8%	21.3%
M&I	13.0%	12.4%	6.2%	12.0%	10.5%	-2.6pp	-1.5pp	11.0%	11.2%
Adj. net margin	11.3%	12.7%	9.2%	8.9%	6.8%	-4.5pp	-2.1pp	10.3%	7.9%

Source: Company, Trigon

HENSOLDT / DEFENCE

Wyniki 3Q26: rozbudowa produkcji przyspiesza wzrost i poprawę marż [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Zamówienia po dziewięciu miesiącach wzrosły o 77% r/r do niemal 3,6mld EUR, przy book-to-bill 1,9x i backlogu ok. 10,4mld EUR
- Popyt pozostaje szeroki i obejmuje obronę powietrzną, walkę elektroniczną, Eurofighter, systemy dla pojazdów lądowych i serwis
- Sensors pozyskał po dziewięciu miesiącach ok. 2,6mld EUR zamówień, wspieranych przez Eurofighter, prototypy Nightfish i kolejne radary TRML-4D
- Optronics korzysta przede wszystkim z programów Schakal i Puma, które przyniosły łącznie ok. 800mln EUR zamówień, oraz wzrostu zapotrzebowania na serwis
- Popyt na SPEXER przekracza obecne możliwości produkcyjne, a szerokie zastosowanie radaru w obronie przeciwlotniczej, ochronie granic i systemach counter-drone ogranicza zależność od pojedynczego programu
- Zarząd nie oczekuje istotnego wpływu przesunięć Arminius i ewentualnych opóźnień Skyranger na obecne plany Hensoldta, wskazując na zakontraktowany Schakal oraz możliwość sprzedaży SPEXER do innych zastosowań
- Memorandum z ukraińskim resortem obrony otwiera drogę do kolejnych dużych dostaw radarów, ale rozmowy dotyczące programu FREYJA nadal wymagają uzgodnień z partnerami i finansującymi państwami

#Koszty i marże

- Poprawa rentowności wynika przede wszystkim ze wzrostu liczby dostarczanych produktów i efektów skali
- Zarząd oczekuje ok. 16% marży Optronics w całym 2026 i dojścia do ok. 20% w latach 2027-2028, przy czym osiągnięcie tego poziomu już w 2027 zależy m.in. od uruchomienia nowego centrum serwisowego do lata
- W Sensors zarząd oczekuje w 4Q26 poprawy marży r/r o ok. 0,2-0,4pp, zbliżonej do dynamiki obserwowanej w 3Q26
- Rozbudowie infrastruktury towarzyszy zwiększanie zasobów kadrowych, spółka planuje zatrudnić w 2026 ok. 1,6 tys. pracowników

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 podniesiono z ok. 2,75mld do ok. 2,8mld EUR, a oczekiwaną marżę adj. EBITDA doprecyzowano do ok. 19%, czyli górnego krańca wcześniejszych założeń
- Zarząd wskazuje na możliwość przekroczenia prognozy przychodów, ale uzależnia ją od realizacji kolejnych kamieni milowych w 4Q26
- Oczekiwany order intake 4Q26 wynosi ok. 1,7mld EUR, co daje ok. 5,3mld EUR w całym roku i book-to-bill ok. 1,9x
- Zamówienie na trzy kolejne samoloty PEGASUS o wartości co najmniej 1,1mld EUR jest obecnie bardziej prawdopodobne w 1Q27 z przyczyn administracyjnych, jego pozyskanie jeszcze w 2026 podniosłoby całoroczny order intake
- Oczekiwane zamówienia obejmują ok. 400mln EUR na seryjny Nightfish oraz dalsze TRML-4D, dla których całoroczny potencjał order intake wynosi ok. 400mln EUR wobec ok. 100mln EUR zaksięgowanych po dziewięciu miesiącach
- Druga linia produkcyjna radarów ma ruszyć w 2Q27 i wspierać stopniowe zwiększanie dostaw SPEXER do ok. 1 tys. sztuk rocznie w 2029
- Aktualizacja celów średnioterminowych zostanie przedstawiona na CMD 10 listopada

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order backlog	7096	8833	9801	10356	10367	46%	0%	8,833	10,367
Sensors	5831	6505	6818	7501	7544	29%	1%	6,505	7,544
Optronics	1307	2366	3019	2904	2936	125%	1%	2,366	2,936
Order intake	612	2693	1483	1329	752	23%	-43%	4,710	6,257
Sensors	447	1440	725	1254	652	46%	-48%	3,143	4,071
Optronics	164	1257	759	212	186	13%	-12%	1,585	2,414
Revenue	592	919	496	671	696	18%	4%	2,455	2,782
Sensors	500	741	402	553	567	13%	3%	2,058	2,263
Optronics	98	187	97	122	135	38%	11%	419	541
Adjusted EBITDA	104	241	44	93	144	38%	55%	452	522
Sensors	94	195	32	81	123	31%	52%	394	431
Optronics	11	46	12	12	21	91%	75%	58	91
Net profit	11	119	-20	7	52	373%	643%	86	158
Adj. FCF	62	466	-95	-41	32	-48%	-	347	362
Adjusted EBIT	73	205	12	58	107	47%	84%	327	382
Book-to-bill	1.03x	2.93x	2.99x	1.98x	1.08x	5%	-45%	1.92	2.25
Sensors	0.89x	1.94x	1.80x	2.27x	1.15x	29%	-49%	1.53	1.80
Optronics	1.67x	6.72x	7.82x	1.74x	1.38x	-18%	-21%	3.78	4.46
Order intake y/y	23%	157%	112%	89%	23%	-	-	-	-
Revenue y/y	12%	6%	26%	22%	18%	-	-	-	-
Adjusted EBITDA margin	17.6%	26.2%	8.9%	13.9%	20.7%	3.1pp	6.8pp	18.4%	18.8%
Sensors	18.8%	26.3%	8.0%	14.6%	21.7%	2.9pp	7.0pp	19.1%	19.0%
Optronics	11.2%	24.6%	12.4%	9.8%	15.6%	4.3pp	5.7pp	13.8%	16.8%
Net margin	1.9%	12.9%	-4.0%	1.0%	7.5%	5.6pp	6.4pp	3.5%	5.7%

Source: Company, Trigon

LEGRAND / ELECTRICAL EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: Data center przyspiesza podnosząc perspektywy wzrostu [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Sprzedaż data center wzrosła organicznie o blisko 50% w 3Q wobec nieco ponad 30% w 1H
- Zarząd nie obserwuje osłabienia popytu w data center, wskazując na mocny napływ zamówień i book-to-bill, przy wzroście wszystkich głównych rodzin produktowych, szczególnie critical power, cooling oraz testing & commissioning
- Przyspieszenie data center wynikało z większej liczby projektów, nowych klientów i wzrostu zakupów przez obecnych odbiorców
- Ekspozycja na neocloud odpowiada za ok. 1% przychodów grupy, a zarząd nie obserwuje istotnej zmiany struktury klientów data center
- Około 40% sprzedaży data center stanowią produkty poprawiające efektywność energetyczną, co według zarządu zwiększa szanse biznesowe przy zaostrzaniu wymogów dotyczących zużycia energii i wody

- Energy transition zwiększył sprzedaż w tempie mid-single digit po 9M i odpowiada za ok. 20% przychodów grupy
- Europa wzrosła organicznie o 2,4% w 3Q, zarząd nie potwierdza odbicia budownictwa i nadal wskazuje na słabość Francji
- Ameryka Północna i Centralna zwięszka dzięki data center i energy transition, przy utrzymującej się słabości tradycyjnego budownictwa, w tym spadku budownictwa mieszkaniowego w USA

#Koszty i marże

- Ceny sprzedaży wzrosły o 3,1% za 9M26 wobec inflacji cen zakupów o 3,3%, a pricing zasadniczo kompensował nominalny wzrost kosztów materiałowych
- Data center ma marże brutto poniżej średniej grupy, przy niższych SG&A, marża EBIT pozostaje zbliżona do średniej
- Bardzo szybki wzrost w USA generuje dodatkowe koszty podwykonawstwa, rozbudowy mocy i transportu ekspresowego
- Zarząd oczekuje całorocznego wzrostu cen sprzedaży o ponad 3%, orientacyjnie 3,2-3,5%, przy >3% inflacji zakupów

#Outlook/guidance

- Guidance wzrostu przychodów na 2026 bez FX podniesiono do 20-22%, w tym organicznie do 11-13% z wcześniejszych 8-10%, przy utrzymaniu ok. 8% kontrybucji akwizycji
- Guidance organicznego wzrostu data center zwiększono do 35-40% z wcześniejszych 25-30%, natomiast prognoza adj. EBIT margin grupy pozostała na poziomie 20,5-21%
- Środek guidance implikuje ok. 10% organicznego wzrostu grupy w 4Q, a zarząd traktuje 3Q jako wyjątkowo mocny kwartał i nie zakłada powtarzania dynamiki bliskiej 19% w grupie ani 50% w data center
- Backlog obejmuje maksymalnie 12-18 miesięcy i dotyczy projektów zaawansowanych w realizacji, ale zarząd przyznaje, że mogą one być przesuwane lub anulowane
- Plan na lata 2027-2030 zakłada organiczny CAGR przychodów 6-8%, średnio ok. 5% rocznej kontrybucji akwizycji i adj. operating margin 21-22%
- Średnioterminowe ambicje opierają się na wzroście rynku data center o 15-20% rocznie i realizacji ok. 100 GW z ponad 300 GW ogłoszonych projektów, uwzględniając ograniczenia dostępu do energii, pozwoleń i regulacji
- Zarząd deklaruje możliwość dalszego zwiększania mocy dla data center bez istotnego skoku capexu
- Tegoroczne siedem akwizycji daje ok. 450mln EUR rocznych przychodów, pipeline obejmuje ok. 400 podmiotów, a spółka pozostaje otwarta na większe transakcje i zwiększenie udziału energy transition w M&A
- Tegoroczne akwizycje zawierano średnio przy ok. 11x EBIT 2026 przed synergiami, a kryterium pozostaje osiągnięcie zwrotu ponad WACC w ciągu 2-4 lat
- Do 2030 planowana jest sprzedaż tradycyjnych biznesów o łącznych przychodach 0,5-1mld EUR w celu przyspieszenia przesunięcia portfela w stronę energy i digital transition

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Sales	2,197	2,509	2,538	2,863	2,929	33%	2%	9,481	10,839
Europe	818	934	922	959	873	7%	-9%	3,604	3,688
North and Central America	952	1,025	1,169	1,372	1,400	47%	2%	4,002	4,966
Rest of the World	427	550	447	532	656	54%	23%	1,875	2,186
EBIT adj.	440	519	525	599	608	38%	2%	1962	2251
EBIT	402	476	485	545	565	41%	4%	1809	2071
Net profit	264	352	335	363	369	40%	2%	1245	1419
FCF	369	460	221	267	521	41%	95%	1331	1469
Net debt	3122	4223	4671	5755	5373	72%	-7%	4223	5373
EBIT adj. margin	20.0%	20.7%	20.7%	20.9%	20.8%	0.7%	-0.1%	20.7%	20.8%
Sales (organic growth)	6.7%	6.2%	9.3%	10.4%	18.8%	12.1%	8.4%		
Europe	2.7%	3.0%	-2.8%	-2.0%	2.4%	-0.3%	4.4%		
North and Central America	13.3%	10.7%	25.8%	22.7%	31.7%	18.4%	9.0%		
Rest of the World	0.7%	3.5%	-1.8%	6.3%	19.6%	18.9%	13.3%		

Source: Company, Trigon

AUTOSTORE / AUTOMATION & ROBOTICS

Wyniki 3Q26: Mocny 4Q26, ale 2027 pod presją kosztów materiałów i ekspansji w Ameryce [lekko negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Order intake wzrósł o 17% r/r do 178mln USD, co oznacza najlepszy 3Q w historii spółki, ytd +29%
- Popyt pozostaje szeroki w retail, 3PL i industrial, a zarząd wskazuje, że klienci coraz częściej traktują niepewność geopolityczną jako powód do inwestowania w odporność łańcuchów dostaw
- Ameryka Północna była głównym źródłem wzrostu, z przychodami wyższymi o 70% kw/kw i mocnym napływem zamówień
- Europa utrzymała solidną sprzedaż, natomiast APAC pozostał relatywnie stabilny
- Zarząd widzi ponowne ożywienie zainteresowania online grocery

#Koszty i marże

- W 3Q zaczął materializować się wcześniej sygnalizowany wzrost kosztów materiałów, a jego wpływ utrzyma się w 4Q, ponieważ hedging u dostawców opóźnia przenoszenie zmian cen surowców na koszty spółki o około dwa kwartały
- AutoStore planuje od połowy grudnia podwyżkę cen o ok. 5%, pierwszą od kilku lat
- Oczekiwania dotyczące marż w 2H pozostają bez zmian, z lekkim spadkiem względem 1H wskutek wyższych kosztów materiałowych i zwiększania wydatków na rozwój produktów oraz organizacji sprzedażowej
- Zarząd nie zadeklarował wyhamowania wzrostu opex w 2027, podkreślając gotowość do dalszego zwiększania nakładów tam, gdzie pozwalają one przyspieszać sprzedaż, szczególnie w Ameryce Północnej

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 podniesiono z 700mln USD do ok. 750mln USD
- Zdecydowana większość sprzedaży potrzebnej do realizacji tegorocznej prognozy znajduje się już w backlogu, natomiast głównym ryzykiem pozostają przesunięcia dostaw na życzenie klientów
- Przejęcie Logiqs za maksymalnie 34mln USD ma umożliwić wejście w roaming pallet AS/RS i rozszerzenie oferty z obsługi pojedynczych produktów oraz kartonów na pełne palety, przy czym technologia wymaga dalszego rozwoju przed szerszą komercjalizacją

USDm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Backlog	543	557	571	596	582	7%	-2%	2,141	2,848
Order intake	152	194	179	218	178	17%	-18%	638	921
Revenue	139	180	166	192	192	38%	0%	539	869
EMEA	68%	72%	61%	73%	60%	-8%	-13%		
NAM	25%	24%	32%	21%	35%	10%	14%		
APAC	6%	4%	7%	6%	5%	-1%	-1%		
Gross profit	102	133	121	139	137	35%	-1%	390	631
EBITDA adj.	66	78	73	86	81	24%	-6%	228	384
EBIT adj.	54	65	61	75	67	25%	-10%	185	321
EBIT	49	56	53	65	54	11%	-17%	140	277
Net income	32	41	41	51	38	17%	-25%	82	202
Operating CF	73	-5	61	64	101	38%	59%	95	295
Investing CF	-14	-11	-13	-13	-17	-	-	-48	-68
Book-to-bill	1.10	1.08	1.08	1.13	0.92	-	-	1.18	1.06
Order intake y/y	-	35%	27%	45%	17%	-	-	-	-
Revenue y/y	-	9%	93%	43%	38%	-	-	-	-
Gross margin	73.2%	73.7%	72.7%	72.2%	71.4%	-1.8pp	-0.8pp	72.4%	72.6%
EBITDA adj. margin	47.1%	43.4%	44.0%	44.9%	42.3%	-4.8pp	-2.6pp	42.4%	44.2%
EBIT adj. margin	38.7%	36.4%	36.6%	38.8%	34.9%	-3.8pp	-3.9pp	34.3%	37.0%
Net margin	23.2%	22.8%	24.4%	26.3%	19.6%	-3.5pp	-6.7pp	15.2%	23.2%

Source: Company, Trigon

ARCELORMITTAL / METALS

Wyniki 3Q26: Ograniczenie importu wspiera wzrost dostaw i poprawę marż [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Import płaskich wyrobów stalowych do Europy spadł w 3Q26 o ok. 50% r/r, a dostawy spółki wzrosły względem 2Q wbrew typowej sezonowości, pomimo trwającego destockingu u klientów
- Popyt końcowy w Europie pozostaje stabilny, w tym automotive, dlatego poprawa wolumenów wynika przede wszystkim z odzyskiwania rynku od importerów, a nie przyspieszenia konsumpcji stali
- Europejski order book jest w pełni zapełniony na 4Q26, spółka przyjmuje zamówienia na 2027, a wzrost kosztów energii nie przełożył się dotychczas na istotne pogorszenie zamówień
- Destocking nadal ogranicza przełożenie niższego importu na krajową produkcję, ale zarząd oczekuje jego zasadniczego zakończenia w 4Q26
- Wygaszanie działalności w Ukrainie ma początkowo odbywać się z gotówki uwalnianej z zapasów, a późniejsze potrzeby finansowe mają być ograniczone głównie do zabezpieczenia zakładu
- W Ameryce Północnej ograniczenie importu, niskie zapasy oraz inwestycje w data centers, energetykę i infrastrukturę wspierają ceny, a dyskonta cenowe w Kanadzie i Meksyku względem USA wracają do historycznie normalnych poziomów
- W Brazylii zarząd lepiej ocenia ochronę rynku wyrobów płaskich niż długich, a rozwój downstream ma umożliwić przesuwanie sprzedaży z eksportu na rynek krajowy
- Indie utrzymują mocne otoczenie popytowe, a dostawy za okres do września osiągnęły rekordowy poziom

#Wyniki finansowe

- EBITDA w 3Q26 wyniosła 2mld USD, +34% r/r, a EBITDA/t wzrosła o 44 USD r/r do 155 USD, nadal bez pełnego wpływu nowych zasad ochrony europejskiego rynku

#Koszty i marże

- Wyższe ceny energii ograniczają tempo odbudowy europejskich marż, a skala obciążenia w 4Q26 pozostaje zależna od cen w ostatnich tygodniach roku
- Wzrost cen stali przechodzi do wyników z opóźnieniem wynikającym z długości order book, natomiast ok. 25% europejskiego wolumenu wyrobów płaskich jest sprzedawane w kontraktach rocznych, głównie dla automotive, których zdecydowana większość będzie przeszacowana od początku 2027
- Restart wielkich pieców zwiększa koszty CO2, ale nie wymaga istotnego zwiększenia kosztów stałych, dlatego zarząd oczekuje rentowności dodatkowego wolumenu co najmniej porównywalnej z istniejącym biznesem

#Outlook/guidance

- Zarząd oczekuje dwucyfrowego wzrostu r/r europejskich dostaw wyrobów płaskich w 4Q26 oraz kontynuacji poprawy w 2027 wraz z normalizacją zapasów i pełniejszym wykorzystaniem ograniczeń importowych
- Wszystkie europejskie wielkie piece są uruchomione, Dąbrowa Górnicza i Asturias zakończyły zasadniczy ramp-up, natomiast Fos nadal zwiększa produkcję
- Zarząd oczekuje informacji o rozszerzeniu CBAM na wybrane produkty downstream pod koniec 2026 lub na początku 2027 oraz rozważenia objęcia slabów mechanizmem TRQ przy przeglądzie w połowie 2027
- Na 4Q26 spółka zakłada generalnie wyższe ceny sprzedaży w segmentach, natomiast dostawy w Ameryce Północnej mają pozostać stabilne kw/kw, ponieważ sezonowość i maintenance zneutralizują ustąpienie zakłóceń z 3Q
- Zarząd oczekuje mocnego FCF w 4Q26 dzięki odwróceniu zdecydowanej większości tegorocznego zaangażowania w working capital, co ma również umożliwić obniżenie zadłużenia
- Przedział 4,5-5mld USD pozostaje punktem odniesienia dla rocznego capexu grupy
- Zarząd rozważa przeznaczanie na buyback ponad minimalne 50% FCF wynikające z polityki alokacji kapitału

USDm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Steel shipments	**13,569**	**12,978**	**12,817**	**13,342**	**12,966**	**-4%**	**-3%**	**53,972**	**52,103**
North America	2,615	2,494	2,624	2,831	2,645	1%	-7%	10,283	10,594
Brazil	3,530	3,763	3,432	3,568	3,477	-2%	-3%	13,949	14,240
Europe	7,001	6,574	7,108	7,138	6,888	-2%	-4%	28,408	27,708
AMNS (100%)	1,939	2,267	1,994	1,927	1,977	2%	3%	7,863	8,165
Avg selling price (USD/t)	**924**	**899**	**953**	**995**	**1006**	**9%**	**1%**		
North America	1,102	1,052	1,089	1,161	1,228	11%	6%		
Brazil	739	692	739	798	814	10%	2%		
Europe	915	906	931	967	974	6%	1%		
Revenue	15,657	14,971	15,457	16,761	16,466	5%	-2%	61,352	63,655
EBITDA	1,508	1,593	1,679	2,064	2,023	34%	-2%	6,541	7,359
EBITDA/t	111	123	131	155	156	41%	1%		
North America	115	82	146	172	184	60%	7%		
Brazil	85	91	97	112	146	71%	29%		
Europe	73	79	70	98	80	9%	-19%		
EBIT	544	327	753	1,055	-131	-	-	3,628	2,004
Net income	377	177	575	683	-391	-	-	3,152	1,044
Net debt	9,123	7,931	9,311	9,500	10,339	13%	9%	7,931	10,339
Operating cash flow	3,411	2,995	-9	961	665	-81%	-31%	7,468	4,612
Capex	-1,237	-1,247	-1,271	-1,102	-1,065	-	-	-4,337	-4,685
FCF	-538	1,725	-1,341	-152	-442	-	-	350	-210

Source: Company, Trigon

MAERSK

Wyniki 3Q26: wysokie stawki frachtu podnoszą perspektywy zysków [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Popyt kontenerowy pozostaje odporny, wspierany eksportem z Dalekiego Wschodu oraz importem do Afryki, Ameryki Łacińskiej i Ameryki Północnej, a przewozy związane z „green goods" i technologiami AI rosną 2-3x szybciej od rynku
- Rosnąca nierównowaga między headhaul i backhaul zwiększa przewozy pustych kontenerów, natomiast niedoinwestowanie portów i infrastruktury lądowej utrzymuje wąskie gardła w okresach wysokiego popytu
- Stawki spot były o ponad 10% wyższe niż przy publikacji wyników 2Q i o ponad 120% wyższe niż na początku roku, a złagodzenie zakłóceń po tajfunach nie przełożyło się dotąd na ich spadek
- Po Golden Week popyt w październiku szybko się odbudował, a wykorzystanie zdolności przewozowych pozostaje wysokie
- Wykorzystanie floty wyniosło 96% trzeci kwartał z rzędu, co wraz z zatorami portowymi ograniczało możliwość zwiększania wolumenów
- Powrót przez Suez przekroczył dwie trzecie przepustowości sprzed zamknięcia trasy, skracając transport i ograniczając zużycie paliwa, bez istotnego negatywnego wpływu na stawki frachtu

#Wyniki finansowe

- Przychody grupy wzrosły o 27% r/r do 18,1mld USD, EBITDA wyniosła 4,7mld USD, a EBIT 3,3mld USD, w obu przypadkach o ok. 2mld USD więcej r/r.
- Ocean osiągnął 12,6mld USD przychodów (+37% r/r), 3,7mld USD EBITDA i 2,6mld USD EBIT, przy średniej stawce 3287 USD/FFE (+46% r/r, +20% kw/kw) oraz wolumenach 3,37mln FFE (-0,8% r/r).

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 podniesiono do 14-14,5mld USD underlying EBITDA i 8-8,5mld USD underlying EBIT wobec wcześniejszych odpowiednio 10,5-12,5mld USD i 4,5-6,5mld USD
- Zarząd oczekuje mocnego całego 4Q i utrzymuje założenie ok. 4% wzrostu globalnego rynku kontenerowego oraz wzrostu własnych wolumenów w podobnym tempie
- Negocjacje kontraktów na 2027 dopiero się rozpoczynają, ale zarząd wskazuje, że wysoki poziom stawek spot przy ich zawieraniu zwykle wspiera uzyskiwane ceny kontraktowe
- Maersk zakłada dużą zmienność stawek w kolejnych latach, z okresami słabej rentowności i gwałtownych wzrostów cen
- Zarząd przyznaje, że duże dostawy nowych statków ostatecznie doprowadzą do okresu dostosowania podaży, a elastyczność ma zapewniać możliwość zwrotu armatorom 10-15% floty w ciągu roku, złomowanie i slow steaming

SGL CARBON / MATERIALS

Wyniki 3Q26: Grafit jądrowy zaczyna wzmacniać wyniki po restrukturyzacji

#Sytuacja rynkowa

- Popyt na komponenty grafitowe dla półprzewodników poprawia się przede wszystkim w Chinach, gdzie klienci wcześniej rozpoczęli redukcję zapasów, a lokalna produkcja substratów SiC rozwija się szybciej niż na pozostałych rynkach
- Poprawa zamówień półprzewodnikowych sygnalizowana latem dopiero zaczyna przechodzić do sprzedaży, dlatego jej wpływ na wyniki ytd pozostaje ograniczony
- Process Technology nadal odczuwa odraczanie inwestycji, modernizacji i maintenance w chemii, a uruchamiane projekty są mniejsze i mniej rentowne niż wcześniej
- Produkcja grafitu jądrowego dla X-energy zaczęła istotnie wspierać działalność w 3Q26, a spółka pozyskała drugie zamówienie o wartości ok. 90mln USD
- SGL zabezpieczył pierwsze zamówienia od nowych klientów defence na 2027, choć ich początkowa kontrybucja jest niewielka
- W space rosną dostawy materiałów odpornych na wysokie temperatury do dysz rakietowych, szczególnie rozwiązań izolacyjnych

#Koszty i marże

- Rozliczenia z klientami SiC wsparły przychody i EBITDA za 9M26 kwotą ok. 30mln EUR, z czego niespełna 2mln EUR przypadło na 3Q26, a zarząd nie oczekuje kolejnych istotnych rekompensat w 4Q

- W Graphite Solutions rentowność wspiera rosnący udział grafitu jądrowego, natomiast wzrost sprzedaży segmentu za 9M26 po wyłączeniu rozliczeń take-or-pay pozostaje niewielki
- Process Technology nie jest w stanie obniżać kosztów zespołu inżynieryjnego proporcjonalnie do spadku sprzedaży, co wraz ze słabszą rentownością nowych projektów obniżyło marżę EBITDApre do ok. 15%.

#Outlook/guidance

- Podniesiony guidance na 2026 zakłada przychody w górnej części wcześniejszego przedziału 720-770mln EUR oraz EBITDA 130-140mln EUR wobec wcześniejszych 110-130mln EUR.
- Podwyższenie oczekiwań wynika z ramp-up grafitu jądrowego, lepszego mixu Fiber Composites i wyższej kontrybucji JV
- Obecny order book Process Technology nie wskazuje na istotne odbicie również w 2027, a poprawa wymaga powrotu inwestycji i normalnych cykli maintenance w chemii
- Zarząd oczekuje korzystniejszych warunków dla półprzewodników w 2027 wraz z końcem destockingu, ale jednocześnie znacznie niższych rekompensat kontraktowych, jeśli w ogóle się pojawią
- Każde z dwóch zamówień X-energy obejmuje materiały dla czterech reaktorów i ma być realizowane przez ok. trzy lata, a rozszerzanie portfela innych klientów jądrowych powinno zacząć przynosić przychody w 2027-2028.

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue	199.7	197.3	184.5	209.7	200.6	0%	-4%	800.4	792.1
Graphite Solutions	104.7	116.6	106.4	127.7	124.2	19%	-3%	432.0	474.9
Process Technology	32.2	28.5	25.5	24.9	23.6	-27%	-5%	119.9	102.5
Fiber Composites	57.9	47.2	47.7	51.7	47.6	-18%	-8%	228.8	194.2
EBITDA	36.1	26.4	29.6	40.2	36.5	1%	-9%	131.1	132.7
Graphite Solutions	17.4	22.9	18.4	28.2	25.3	45%	-10%	77.9	94.8
Process Technology	8.1	3.8	4.1	3.2	3.9	-52%	22%	24.9	15.0
Fiber Composites	7.2	7.7	9.0	9.9	7.8	8%	-21%	33.0	34.4
Net profit	-19.9	-27.9	5.9	5.9	19.5	-	231%	-67.2	3.4
Free Cash flow	5.2	24.5	6.4	25.0	6.6	27%	-74%	38.3	62.5
Net debt	116.5	98.9	98.1	79.3	78.5	-33%	-1%		
EBITDA margin	18.1%	13.4%	16.0%	19.2%	18.2%	0.1%	-1.0%	16.4%	16.8%
Graphite Solutions	16.6%	19.6%	17.3%	22.1%	20.4%	3.8%	-1.7%	18.0%	20.0%
Process Technology	25.2%	13.3%	16.1%	12.9%	16.5%	-8.6%	3.7%	20.8%	14.6%
Fiber Composites	12.4%	16.3%	18.9%	19.1%	16.4%	4.0%	-2.8%	14.4%	17.7%

Source: Company, Trigon

AUMOVIO / AUTOMOTIVE

Wyniki 3Q26: Droższe komponenty zwiększają ryzyko dla odbudowy rentowności [negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Rynek pozostaje pod presją wolumenową i cenową, a słabość Europy oraz lokalnego rynku chińskiego szczególnie ciąży spółce ze względu na strukturę klientów
- Spadek sprzedaży w 3Q26 był większy niż rynku i większości konkurentów, co zarząd wiąże ze słabszym napływem zamówień w poprzednich latach oraz świadomą rezygnacją z mniej rentownych kontraktów
- Struktura nowych zamówień jest bardziej zdywersyfikowana niż obecna sprzedaż, z udziałem Europy około 40% i Azji około 35%
- Spółka rozszerza współpracę z chińskimi OEM-ami, pozyskując pierwszy projekt rozproszonych układów hamulcowych w Chinach oraz nominację Chery dla samochodu produkowanego lokalnie w Europie

#Wyniki finansowe

- Sprzedaż skorygowana w 3Q26 spadła o 11,6%, z czego około 8-9pp przypadało na wolumeny i ceny

#Koszty i marże

- Niższe wykorzystanie mocy obciążyło marżę brutto w 3Q26 o około 2pp, a wzrost cen półprzewodników o kolejny około 1pp
- Zarząd oczekuje co najmniej 1mld EUR dodatkowych kosztów komponentów w 2027, przede wszystkim pamięci i PCB, wskazując na konkurencję o moce dostawców ze strony data center i AI
- Presja ma występować od początku 2027 ze względu na roczny cykl umów zakupowych, a uspokojenie cen spot pamięci nie oznacza analogicznego spadku cen kontraktowych dla spółki
- Spółka zamierza odzyskać pełny wzrost kosztów od klientów, warunki pozostają przedmiotem negocjacji
- Ograniczaniu kosztów komponentów mają służyć również zmiany konstrukcji produktów

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 został utrzymany, jednak sprzedaż ma znaleźć się bliżej dolnej granicy przedziału 17-17,5mld EUR, przy potwierdzonej marży adj. EBIT 3-4%
- Realizacja guidance wymaga odzyskania kosztów od klientów w 4Q
- Zarząd wstępnie zakłada zasadniczo stabilną sprzedaż w 2027 względem 2026, bez istotnego wsparcia rynku
- Nowe kontrakty chińskich OEM-ów mogą zacząć generować przychody już w 2027-2028, natomiast większy wpływ zamówień tradycyjnych klientów europejskich i międzynarodowych oczekiwany jest około 2029
- W 4Q zarząd chce zwiększać zapasy pamięci i PCB, kompensując je redukcją innych zapasów
- Oczekiwane wydatki gotówkowe na restrukturyzację w 2026 podniesiono do 650mln EUR, natomiast w 2027 mają spaść, pozostając na podwyższonym poziomie

SAF / AUTOMOTIVE

Wyniki 3Q26: odbicie popytu i mocny cash flow poprawiają perspektywy [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Odbicie europejskiego i azjatyckiego rynku naczep utrzymało się w 3Q26, a dodatkowym źródłem wzrostu stała się poprawa popytu na ciężarówki Class 8 w Ameryce Północnej
- Sprzedaż do producentów pojazdów (OE) wzrosła w 3Q26 o 16% r/r do 286,3mln EUR, zwiększając udział w przychodach grupy do 62,7%, w tym naczepy odpowiadały za 49,8%, a ciężarówki za 12,9%

- Udział aftermarket spadł do 37,3% z 40,9% rok wcześniej, częściowo wskutek przesunięcia sprzedaży w Ameryce Północnej związanego z wdrożeniem SAP S/4HANA w pięciu zakładach

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 pozostał na poziomie 1,70–1,85mld EUR przychodów, marży adj. EBIT 9–10%, przy czym zarząd oczekuje obecnie przychodów w górnej jednej trzeciej przedziału, czyli 1,80–1,85mld EUR
- Spółka zakłada utrzymanie pozytywnego otoczenia w EMEA i APAC oraz wskazuje poprawę wskaźników rynkowych w Ameryce Północnej, szczególnie w ciężarówkach Class 8
- Większość sprzedaży aftermarket przesuniętej wskutek wdrożenia SAP ma zostać zrealizowana w 4Q26, co powinno wspierać zarówno przychody, jak i mix Americas
- Pricing oraz poprawa efektywności i produktywności mają w większości kompensować potencjalną presję inflacyjną, przy utrzymującej się niepewności geopolitycznej oraz zmienności cen energii i surowców

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Sales	417.2	425.6	451.7	454.0	456.6	9%	1%	1,734	1,788
EMEA	216.8	225.6	236.2	231.0	231.9	7%	0%	884	925
America	155.0	147.6	156.9	167.7	168.3	9%	0%	649	640
APAC	45.5	52.4	58.6	55.3	56.4	24%	2%	201	223
Gross profit	90.2	92.6	100.0	102.8	98.3	9%	-4%	387	394
Ad. EBITDA	54.9	59.7	58.6	59.8	60.3	10%	1%	231	238
Adj. EBIT	38.1	42.9	42.5	43.4	44.3	16%	2%	164	173
EMEA	17.7	20.6	19.0	18.5	19.2	8%	4%	72	77
America	15.5	17.0	16.8	18.6	16.8	8%	-10%	70	69
APAC	4.9	5.4	6.7	6.3	8.4	71%	33%	22	27
Adj. Net profit	23	24	28	28	27	19%	-4%	84	107
Operating cash flow	48.8	81.0	49.6	36.9	67.8	39%	84%	160.3	235.3
Free cash flow	38.5	63.5	44.8	21.0	57.8	50%	176%	98.4	187.1
Net debt	547.0	505.3	482.3	507.6	459.8	-16%	-9%		
There of leasing liab.	109.4	111.1	115.1	116.9	106.5	-3%	-9%		
Gross margin	21.6%	21.8%	22.1%	22.7%	21.5%	-0.1%	-1.1%	22.3%	22.0%
Adj. EBITDA margin	13.2%	14.0%	13.0%	13.2%	13.2%	0.0%	0.0%	13.3%	13.3%
Adj. EBIT margin	9.1%	10.1%	9.4%	9.6%	9.7%	0.6%	0.1%	9.5%	9.7%
EMEA	8.2%	9.1%	8.1%	8.0%	8.3%	0.1%	0.3%	8.2%	8.4%
America	10.0%	11.5%	10.7%	11.1%	10.0%	0.0%	-1.1%	10.8%	10.8%
APAC	10.8%	10.3%	11.4%	11.4%	14.9%	4.1%	3.5%	10.8%	12.0%

Source: Company, Trigon

INSIDER TRADING

GRODNO
Wiceprezes Marcin Gardas kupił 29 października 1,180 akcji @ 13.80 PLN oraz 30 października 6,600 akcji @ 13.7894 PLN.

MENNICA POLSKA
Multico, podmiot związany z przewodniczącym RN Zbigniewem Jakubasem, kupiło 4 listopada 390 akcji @ 37.00 PLN.

PGE
PKO BP, podmiot związany z członkiem RN Piotrem Stolarczykiem, sprzedał 4 listopada 55,000 uprawnień do emisji gazów cieplarnianych @ 94.08 EUR w transakcji OTC.

SYN2BIO
Maciej Zarębiński, osoba blisko związana z członkiem RN Sawą Zarębińską, kupił 3 listopada 1,000 akcji @ 58.34 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

CPD
ZWZA z 4 listopada powołało RN na kolejną trzyletnią kadencję w dotychczasowym składzie: Tomasz Kaniowski, Marek Smogór, Bartłomiej Oset, Thorsten Leipert i Michał Broniewicz

BLOCK TRADES

DINO POLSKA
Wolumen: 275tys. akcji @ 24.00 PLN (0.03% kapitału).

AMBRA
Wolumen: 10tys. akcji @ 18.58 PLN (0.04% kapitału).

BONDS

ERSTE BANK POLSKA
Bank zdecydował o emisji obligacji senior preferred do 2 mld PLN; rozliczenie 24 listopada 2026 r., wykup 26 listopada 2029 r., oprocentowanie WIBOR 6M + 1.20%;
Emisja obligacji Tier II wyniesie do 1 mld PLN; rozliczenie 24 listopada 2026 r., wykup 26 listopada 2036 r., oprocentowanie WIBOR 6M + 1.85%. Zaliczenie do kapitału Tier II wymaga zgody KNF.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

CPD
ZWZA z 4 listopada nie podjęło uchwał o udzieleniu absolutorium byłym członkom RN: Krzysztofowi Kozie, Sebastianowi Łuczakowi i Tomaszowi Fatydze; odstąpiono od głosowania nad upoważnieniem do skupu akcji własnych.

DELKO
ZWZA zwołano na 3 grudnia 2026 r. o godz. 10:00 w hotelu L'ascada w Śremie.
Projekt uchwały przewiduje 4.186 mln PLN dywidendy, tj. 0.35 PLN na akcję, z zysku za rok 2025/26; wypłata wymaga decyzji ZWZA.

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	137,5	20%	17 945	10,9	8,5	8,2	1,3	1,3	1,2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42,0	36,9	14%	46 061	11,9	8,9	8,4	1,9	1,6	1,5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194,0	176,0	10%	26 039	11,6	9,1	8,2	1,4	1,3	1,2	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32,0	31,6	1%	22 022	17,6	11,4	10,8	2,0	1,8	1,6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128,6	112,4	14%	46 142	11,1	9,8	9,6	1,7	1,6	1,5	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	123	3%	16 045	11,9	11,6	11,0	1,6	1,6	1,5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420,0	469,6	-11%	61 095	15,1	13,0	11,3	2,8	2,6	2,4	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1 135,0	998,5	14%	189 764	10,8	10,2	9,9	1,5	1,4	1,4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1 200,0	1 641,5	-27%	69 843	17,7	13,9	12,8	2,8	2,4	2,2	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19,3	23	-15%	27 635	18,3	11,2	10,5	2,3	2,0	1,8	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193,0	186,4	4%	95 250	13,2	12,2	11,8	2,6	2,5	2,5	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49 753,0	41 200,0	21%	11 536	10,1	8,5	8,1	1,9	1,7	1,6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288,0	264,9	9%	69 528	11,7	9,5	9,1	1,9	1,8	1,7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123,0	116,6	5%	145 750	13,3	10,0	9,4	2,4	2,1	2,0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785,0	786,4	0%	80 362	14,7	11,9	10,7	2,3	2,1	2,0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470,0	330,8	42%	6 465	6,6	5,9	5,6	1,1	1,0	0,9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75,0	73,7	2%	63 659	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	113,7	20%	275	---	---	14,9	5,4	43,4	5,0	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	137,8	31%	2 412	8,7	9,3	9,8	6,1	6,4	6,4	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20,6	16,3	26%	202	10,0	9,1	8,0	6,0	5,2	4,6	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65,0	59,5	9%	60 528	29,3	22,0	18,1	15,7	12,9	10,9	3%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21,0	18,6	13%	468	10,1	10,3	9,4	4,6	4,4	4,1	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8,5	9,6	-11%	2 106	31,1	18,9	16,5	5,0	5,0	4,8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29,5	23,3	27%	443	15,4	10,8	8,5	7,0	6,1	5,4	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65,0	52,0	25%	3 042	7,4	6,8	6,0	7,1	6,6	5,9	5%	7%	10%	---
Artifex Mundi	ART	Buy	27,0	19,0	42%	230	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Asbis	ASB	Hold	180,0	141,6	27%	7 859	10,6	8,6	7,4	7,1	6,1	5,6	2%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196,0	169,1	16%	3 633	23,8	20,0	17,7	11,8	10,2	8,8	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94,0	87,0	8%	2 907	18,0	16,8	15,0	13,0	12,0	10,9	4%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230,0	231,0	0%	19 173	22,6	21,1	19,8	---	---	---	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81,0	72,0	13%	3 736	16,9	14,3	12,9	9,4	8,3	7,5	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	27,9	24%	3 644	12,7	10,9	10,0	8,9	7,7	7,0	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	16,9	---	1 674	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6 600,0	6 170,0	7%	20 367	20,6	16,7	16,1	12,4	10,3	9,0	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	68	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38,0	21,4	78%	412	---	7,3	3,3	13,1	3,6	1,6	0%	0%	11%	---
Budimex	BDX	Buy	900,0	756,2	19%	19 306	25,9	22,2	18,7	15,4	13,4	11,5	4%	4%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110,0	55,0	100%	349	---	8,1	---	---	4,8	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325,0	262,6	24%	26 236	40,9	27,2	8,3	35,3	21,9	5,5	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38,8	16,7	133%	898	8,8	90,7	30,8	139,6	13,7	9,9	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1 385	1 360	2%	731 666	20,1	20,6	23,0	8,3	8,1	8,4	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2,34	2,4	-2%	523	149,7	8,0	7,0	21,2	3,0	2,9	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	342	31%	246	6,3	14,7	62,5	3,1	5,2	8,2	12%	15%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940,0	776,0	21%	2 719	127,0	50,1	34,8	52,3	26,3	17,6	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24,1	18,9	27%	4 228	45,6	24,3	11,7	6,7	6,0	4,7	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110,0	96,0	15%	1 888	23,8	13,6	11,5	12,1	8,3	7,1	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22,0	13,6	62%	13 554	11,9	9,9	8,5	8,0	6,5	5,6	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	13,3	39%	6 686	15,0	5,8	4,8	16,8	8,9	8,1	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230,0	190,0	21%	3 521	53,8	22,7	17,3	17,0	12,0	9,6	1%	1%	2%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	21,5	12,6	71%	8 026	14,4	14,3	11,4	5,9	5,8	5,4	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102,0	88,2	16%	1 040	37,8	27,3	19,4	20,0	15,6	11,5	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10,0	8,1	23%	3 807	8,4	7,7	7,6	7,8	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	280,0	34%	1 278	20,5	15,1	11,9	9,6	7,7	6,5	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40,5	39,9	2%	39 069	24,0	18,0	14,5	14,4	11,1	8,9	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285,0	242,0	18%	6 243	9,0	8,2	7,5	7,6	6,7	5,9	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7,0	5,4	29%	2 233	13,8	6,8	4,6	8,4	6,3	5,2	15%	15%	15%	---
Erbud	ERB	Buy	30,0	24,2	24%	289	---	10,0	10,4	4,9	5,2	4,1	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25,8	21,2	22%	11 209	4,7	4,6	5,4	3,9	4,0	4,6	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73,0	49,0	49%	860	61,5	14,5	13,4	4,0	3,9	3,8	6%	7%	7%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4,8	---	674	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30,0	26,7	12%	74	12,3	10,1	9,3	7,0	5,9	5,3	9%	9%	9%	---
Ferro	FRO	Buy	35	28	24%	599	9,1	8,4	7,7	6,3	6,0	5,5	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13 474	12 970	4%	2 417 608	11,2	8,8	7,8	5,3	5,4	4,4	4%	8%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84,5	97,0	-13%	4 071	16,1	15,0	14,4	13,1	11,7	10,9	4%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62,0	52,5	18%	3 617	13,5	12,0	11,2	9,3	8,2	7,4	6%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3,0	2,3	30%	1 321	---	47,5	17,8	46,0	23,4	20,0	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32,0	24,8	29%	701	2,8	3,2	3,8	1,6	2,0	2,5	67%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123,0	182,2	-32%	291 235	22,9	22,0	21,0	8,6	8,7	8,5	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	58,8	60,1	-2%	187 186	27,3	24,8	22,6	14,9	13,6	12,5	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1 240,0	1 046,0	19%	14 820	13,8	11,7	10,2	9,7	8,4	7,3	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21,0	19,4	8%	12 227	19,5	14,6	13,4	6,4	5,8	5,5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	26,7	---	3 136	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1 400,0	1 260,0	11%	12 424	18,1	15,7	12,3	11,8	10,4	8,9	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348,95	279,8	25%	55 960	5,8	7,4	8,4	4,0	4,5	4,6	1%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28 000	28 080	0%	52 193	17,3	16,4	14,5	8,7	7,9	6,9	3%	3%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14,3	7	107%	2 126	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	8	---	145	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325,0	264,5	23%	494	0,8	4,0	2,8	1,3	2,9	2,2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63,0	53,0	19%	554	13,7	7,1	---	10,0	4,8	---	32%	86%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13,5	11,2	21%	1 233	9,8	9,7	8,4	6,4	6,5	5,3	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130,0	100,0	30%	2 399	9,2	6,0	4,6	10,9	9,1	7,6	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427,1	402,5	6%	1 414	13,2	12,4	11,9	9,0	8,4	8,0	4%	5%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86,0	97,2	-12%	7 487	---	28,9	18,6	13,1	7,3	6,0	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5 382	4 982,0	8%	3 744	5,7	6,2	7,5	3,2	3,3	3,3	7%	8%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11,4	5,6	104%	138	---	1,5	---	---	0,6	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52,5	38	39%	1 538	5,7	5,3	5,5	6,3	5,8	5,9	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175,0	110,0	59%	13 146	22,9	14,9	12,0	5,6	4,6	3,6	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810,0	694,0	17%	3 222	15,4	13,5	12,1	8,2	7,4	6,6	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9,0	7,9	14%	430	31,7	16,2	13,7	9,0	6,9	5,9	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	16,7	14%	21 929	18,9	16,7	14,0	5,9	5,7	5,3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174,0	140,7	24%	163 368	5,5	5,9	6,8	3,0	3,1	3,5	6%	8%	8%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77,8	63,4	23%	1 284	10,2	10,9	9,2	5,1	4,5	4,0	3%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3,2	---	147	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	139,9	---	69 950	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8,6	---	212	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50,5	48,9	3%	28 232	17,5	15,7	14,4	7,9	7,2	6,7	---	---	---	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	15,9	18%	35 675	5,4	6,0	6,9	4,0	4,5	4,8	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	250,0	60%	1 667	11,1	8,7	8,6	6,9	5,0	4,9	7%	9%	11%	0
Polenergia	PEP	Buy	65,7	52,1	26%	4 023	36,3	30,7	37,8	11,9	10,7	11,0	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11,5	6,9	66%	1 816	13,7	12,3	10,8	5,0	3,9	3,1	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36,5	20,0	83%	118	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	180,0	122,0	48%	1 775	9,3	9,0	8,2	6,4	5,9	5,1	7%	6%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1 520,0	830,5	83%	38 859	25,4	16,9	12,7	13,7	9,4	7,1	1%	2%	2%	75
Robyg	ROB	Buy	40,0	28,5	40%	3 093	7,7	6,4	5,7	7,5	6,6	5,9	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33,7	16,8	100%	389	---	12,1	41,4	---	6,2	12,5	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750,0	615,1	22%	334 235	39,3	27,2	22,0	21,8	15,9	13,0	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	205,7	141,4	45%	448	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35	16,4	113%	310	---	40,4	20,0	8,0	7,1	5,2	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	321,6	17%	2 743	15,4	13,3	12,2	10,5	8,7	7,7	3%	5%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11,7	9,1	28%	15 994	6,8	6,5	6,7	5,5	5,5	5,6	2%	2%	2%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102	90,1	14%	583	12,8	9,8	6,9	7,9	6,0	4,1	11%	8%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	85,0	63,4	34%	1 456	15,0	11,4	7,5	7,3	4,8	2,8	5%	3%	4%	---
Toya	TOA	Buy	12,5	11,3	11%	837	8,8	8,2	7,4	7,1	6,7	6,0	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	297,0	---	409 860	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182,2	147,2	24%	1 155	7,0	11,3	9,3	6,1	6,5	6,0	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156,0	115,4	35%	2 565	22,1	17,2	13,9	15,8	12,3	9,7	2%	3%	4%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740,0	520,0	42%	523	44,4	24,4	13,8	16,6	13,1	8,1	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181,0	155,8	16%	1 636	15,1	15,4	13,3	8,5	8,6	7,5	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6,6	5,2	28%	1 210	10,2	8,8	8,0	5,0	4,6	4,3	1%	5%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65,0	55,3	18%	1 647	11,0	14,8	13,1	5,9	5,1	4,9	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7,4	10,6	-30%	196	17,7	15,3	15,1	4,1	4,5	4,3	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	10,4	---	1 075	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155,7	126,3	23%	14 844	9,7	10,5	9,0	6,3	6,4	5,2	3%	8%	7%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	69,0	---	204	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Zabka Group	ZAB	Hold	33,0	31,8	4%	31 844	26,3	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.