Daily

CEE | Equity Research

TRIGON DM COVERAGE
RECOMMENDATIONS
CORPORATE CALENDAR
FINANCIAL RESULTS

HIGHLIGHTS

TOP NEWS
POLSKA / RATING: S&P obniża rating w walucie krajowej, a DBRS rating w walucie obcej

FINANCIAL RESULTS
MEDINICE: Wyniki 3Q26: pozytywne końcowe dane CoolCryo i 55,6 mln PLN gotówki po emisji [neutralne]
EQUNICO: Skorygowane szacunkowe wyniki za 3Q26: 9.2 mln PLN EBITDA

FINANCIALS
NBP: Listopadowa projekcja zakłada inflację CPI na poziomie 4.2% w 2027 r.

OIL, GAS & CHEMICALS
ORLEN: Rząd planuje wydłużenie taryfowania cen gazu do końca 2030r. [lekko negatywne]
GRUPA AZOTY: Sąd zatwierdził układ częściowy z wierzycielami GA Polyolefins [lekko pozytywne]

CONSUMER
DINO POLSKA: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]
MODIVO: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]

TMT
CONSTELLATION SOFTWARE: Wyniki za 3Q26: dynamika przychodów 19%, w tym organicznie 2%, lekki spadek marży
DATAWALK: Uzyskanie patentu w Stanach Zjednoczonych

GAMING
CD PROJEKT RED: W piątek wystartował Cyberpunk Trading Card Game
CI GAMES: Całkowita spłata kredytów w PKO BP i Erste Bank Polska

INDUSTRIALS
CSG: Umowa ramowa na modernizację fabryk amunicji US Army w programie o limicie 4,2mld USD
SAAB: Kontrakt o wartości ~2 mld SEK na wyposażenie czterech nowych fregat dla Szwecji
ARCTIC PAPER: Podsumowanie konferencji wynikowej [negatywne]

CONSTRUCTION & REAL ESTATE
CTP: Spółka uzgodniła warunki przejęcia portfela i platformy operacyjnej SLP w Wietnamie za ok. 500 mln USD
BUDIMEX: Czescy posłowie rekomendują zatwierdzenie zobowiązań finansowych państwa w ramach PPP D35
BUDIMEX: Konsorcjum z udziałem Spółki z najkorzystniejszą ofertą o wartości 713 mln PLN + 109mln EUR netto w przetargu Veolii
PEKABEX: Produkcja w październiku wyniosła 20 964 m³ (-0.2% r/r, +4.0% m/m)
ELEKTROTIM: Umowy z PGE Energia Odnawialna o łącznej wartości 331.6 mln PLN netto
LOKUM DEWELOPER: Zawarcie warunkowej umowy sprzedaży PUWG we Wrocławiu za 92.25mln PLN brutto [pozytywne]
ZUE: Wybór oferty konsorcjum ZUE za 62.19 mln PLN netto w przetargu GDDKiA
SKANSKA: Spółka zainwestuje 21 mln EUR w projekt mieszkaniowy w Helsinkach

EUROPEAN COMPANIES
AMG / MATERIALS: Wyniki 3Q26: Lit napędza podwyżkę prognoz, Bitterfeld nadal opóźniony [neutralne]
APERAM / STEEL: Wyniki 3Q26: wyższe koszty energii i gazu ograniczają korzyści z ochrony rynku [lekko negatywne]
OUTOKUMPU / STEEL: Wyniki 3Q26: słaby popyt w Europie ciąży wynikom mimo ochrony rynku [negatywne]

TOP NEWS

POLSKA / RATING

S&P obniża rating w walucie krajowej, a DBRS rating w walucie obcej

- S&P utrzymał długoterminowy rating Polski w walucie obcej na A-, obniżył rating w walucie krajowej z A do A- i zmienił perspektywę ze stabilnej na negatywną;
- Morningstar DBRS obniżył rating Polski w walucie obcej z A do A-, z perspektywą stabilną;
- Agencje wskazały na pogorszenie sytuacji fiskalnej i wzrost zadłużenia publicznego.

FINANCIAL RESULTS

MEDINICE (ICE PW; HOLD; TP PLN 63)

Wyniki 3Q26: pozytywne końcowe dane CoolCryo i 55,6 mln PLN gotówki po emisji [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**-**	**-**	**0.0**	**0.0**
Partnering revenues	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-		
Royalties	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-		
Operating costs	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7	-	-		
Other operting profits / costs	0.9	6.8	1.2	2.5	0.0	-	-		
EBITDA	**-0.9**	**-6.2**	**-1.1**	**-2.4**	**-3.6**	**-**	**-**	**-3.5**	**-3.1**
D&A	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	75%	14%		
EBIT	**-0.9**	**-6.8**	**-1.2**	**-2.5**	**-3.7**	**-**	**-**	**-3.6**	**-3.4**
Net financial costs	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	-	-		
Tax	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	300%		
Net profit	**-0.9**	**-6.7**	**-1.2**	**-2.6**	**-3.6**	**-**	**-**	**-3.5**	**-3.7**
OCF	-0.7	-5.6	-2.2	-1.2	-5.3	-	-		
Net cash	0.6	9.6	6.6	4.2	55.6	+	1231%		
P/E12M trailing	15.4	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	15.4	-	-	-	-				

Source: Company, Trigon DM

– Status projektów:

- Opatrunek PacePress (zastosowanie: ograniczanie powikłań krwotocznych po implantacji stymulatorów i kardiowerterów-defibrylatorów; etap: zakończone badanie kliniczne, certyfikacja CE MDR rozszerzonej wersji):

- W 06.2026 r. TÜV Nord Polska pozytywnie zakończył ocenę zmian w dokumentacji rozszerzonej wersji PacePress w ramach posiadanej certyfikacji CE MDR. Według zarządu umożliwia to wprowadzenie produktu do obrotu w Europie. Kolejnym istotnym etapem pozostaje komercjalizacja.

- System CoolCryo (zastosowanie: krioablacja kardiochirurgiczna; etap: zakończone badanie kliniczne, dopuszczenie FDA 510(k), dalsze prace regulacyjne na potrzeby CE MDR):

- W dniu 31.08.2026 sfinalizowano raport kliniczny, który według spółki potwierdził bezpieczeństwo wyrobu oraz istotną statystycznie skuteczność w ograniczaniu nawrotów migotania przedsionków w okresie 6-miesięcznej obserwacji. Dokumentacja będzie wykorzystywana w dalszym procesie oceny zgodności w Europie.

- CoolCryo posiada już dopuszczenie do obrotu w USA w procedurze FDA 510(k), uzyskane w lutym 2026 r. Raport przypomina wcześniejszy list intencyjny dotyczący komercjalizacji oraz rozpoczęcie kolejnego procesu due diligence przez podmiot branżowy, ale nie potwierdza zawarcia finalnej umowy.

- AtriClamp (zastosowanie: zamykanie uszka lewego przedsionka; etap: przygotowanie badań przedklinicznych):

- W 05.2026 r. spółka otrzymała pozytywną informację od FDA dotyczącą założeń badania na zwierzętach.
- W 07.2026 rozwiązano umowę dofinansowania projektu o wartości 8,7 mln PLN, co zarząd uzasadnia potrzebą zachowania elastyczności w doborze partnerów technologicznych i biznesowych.
- Po zakończeniu 3Q26, podpisano umowę z Veranex na przeprowadzenie badań przedklinicznych GLP i badań histopatologicznych.
- Elektroda MiniMax (zastosowanie: ablacja arytmii oraz nawigacja i mapowanie trójwymiarowe serca; etap: prototypowanie i badania przedkliniczne):
- Spółka kontynuuje modyfikacje konstrukcyjne cewnika, których celem jest zwiększenie powtarzalności działania.
- Najnowsza partia elektrod przeszła testy akceptacyjne w laboratorium Medinice; przygotowywany jest plan kolejnych testów przedklinicznych. Ich wyniki będą podstawą dalszego harmonogramu rozwoju i finansowania projektu.

EQUNICO

Skorygowane szacunkowe wyniki za 3Q26: 9.2 mln PLN EBITDA

- Spółka oszacowała przychody za 3Q26 na 80.3 mln PLN, a EBITDA na 9.2 mln PLN;
- Szacunkowy EBIT wyniósł 6.7 mln PLN, a zysk netto 4.5 mln PLN;
- Publikację raportu okresowego zaplanowano na 16 listopada 2026 r.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	156 043	-1,3%	-1%	41%
WIG20	4 131	-1,8%	-1%	39%
mWIG40	10 595	0,4%	-1%	32%
sWIG80	29 017	-0,5%	-6%	-2%
PX (Prague)	2 630	-0,4%	2%	8%
BUX (Budapest)	143 454	-0,7%	1%	34%
BET (Bucharest)	33 987	-1,7%	2%	49%
BIST30 (Istanbul)	14 290	1,3%	-6%	21%
DAX	25 820	-1,9%	3%	10%
FTSE 100	10 674	-1,0%	1%	10%
STOXX Europe 600	648	-1,0%	3%	15%
S&P 500	7 377	0,3%	-6%	10%
NASDAQ 100	26 990	1,4%	-13%	8%
Nikkei 225	58 728	-6,0%	-15%	17%
Shanghai Comp	3 665	-1,1%	-4%	-8%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5,6%	6,1	-19,1	89,7
PL 10Y bond yield	6,1%	5,1	-11,0	82,4
CZ 10Y bond yield	5,1%	1,0	-16,6	59,3
HU 10Y bond yield	5,4%	-5,0	-39,0	-148,0
RO 10Y bond yield	7,0%	1,9	-7,2	19,3
WIBOR 3M	3,9%	-2,0	4,0	-41,0
EURIBOR 3M	2,8%	-1,8	19,2	79,6

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	3,93	-0,3%	0,4%	7%
EUR/PLN	4,39	-0,1%	0,1%	3,5%
EUR/USD	1,12	0,2%	-0,3%	-3,4%
GBP/PLN	5,26	0,1%	-1,5%	-8,3%
CZK/PLN	0,18	0,1%	-0,3%	-3,4%
HUF/PLN	0,012	0,0%	-0,6%	-8,8%
RON/PLN	0,82	0,2%	0,0%	1,3%
CNY/PLN	0,59	0,2%	-0,6%	-12,6%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	4 126	1,2%	-2%	3%
Silver (USD/toz)	52,5	1%	-14%	4%
Copper (USD/t)	13 768	-0,5%	-4%	29%
Zinc (USD/t)	3 711	-2,2%	-1%	22%
Molybdenum (USD/lb)	33,6	0,5%	1%	41%
Iron ore (USD/t)	93	-0,4%	3%	-10%
HCC (USD/t)	255	-1,1%	-1%	14%
HRC EU (EUR/t)	760	1,3%	1%	27%
Brent crude oil (USD/bbl.)	96,9	-1,4%	-7%	52%
CO2 (EUR/t)	86,6	-2,7%	2%	5%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	85,7	0%	8%	175%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	145	0,0%	5%	63%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	551	-0,7%	1%	25%
Shanghai Freight Index	3 633	-1,5%	-1%	134%

FINANCIALS

NBP

Listopadowa projekcja zakłada inflację CPI na poziomie 4.2% w 2027 r.

- NBP prognozuje średnioroczną inflację CPI na poziomie 3.1% w 2026 r., 4.2% w 2027 r. i 2.8% w 2028 r;
- Powrót inflacji do celu 2.5% jest oczekiwany w 3Q28;
- Projekcja zakłada zakończenie programu osłonowego cen paliw CPN z końcem 2026 r.; według NBP jego przedłużenie obniżyłoby średnioroczną inflację w 2027 r. o 0.9 pp.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)

Rząd planuje wydłużenie taryfowania cen gazu do końca 2030r. [lekko negatywne]

- Rząd planuje przedłużenie ochrony taryfowej odbiorców wrażliwych gazu do końca 2030 r. oraz zamrożenie cen gazu w 2027 r. – LINK
- Cena gazu w 2027r. ma zostać zamrożona na poziomie 197.29 PLN/MWh netto dla 7.5 mln gospodarstw domowych (28% krajowego zużycia gazu). Projekt przewiduje rekompensaty dla sprzedawców finansowane z FWRC (2,2 mld PLN na początku 2027r.), zasilanego m.in. nową 10% daniną od przychodów netto ze sprzedaży gazu.
- Możliwe również rozszerzenie mechanizmów wsparcia na energię elektryczną i ciepło.

GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)

Sąd zatwierdził układ częściowy z wierzycielami GA Polyolefins [lekko pozytywne]

- Zatwierdzenie układu i restrukturyzacja zadłużenia były jednymi z warunków postawionych przez Orlen w związku z planowanym przejęciem GA Polyolefins.
- Układ przewiduje redukcję o ok. 83% zobowiązań GA Polyolefins objętych układem częściowym.

CONSUMER

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

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]

 # 3Q26 / bieżący trading

- Deflacja koszyka w 3Q wyniosła średnio ok. 5%, z największym spadkiem cen we wrześniu, w październiku była słabsza niż we wrześniu, ale nadal zbliżona do średniej z 3Q;
- Ceny produktów świeżych, odpowiadających za ok. 40% sprzedaży, spadły o prawie 7% r/r;
- Spółka obserwuje zarówno wzrost liczby wizyt, jak i liczby produktów w przeciętnym koszyku, priorytetem pozostaje zwiększanie wolumenów;
- Spółka nadal widzi możliwość poprawy warunków zakupowych, wykorzystując rosnące wolumeny w negocjacjach z dostawcami;
- W 3Q lekko pomagał również miks sprzedaży (niska baza produktów impulsowych), system kaucyjny miał niewielki negatywny wpływ na sprzedaż napojów w 3Q;
- Zarząd zakłada kontynuację poprawy marży w 4Q, ale w mniejszej skali niż w 3Q; okres świąteczny związany jest z większą intensywnością promocji;
- Zarząd wprost zaznaczył, że wzrost marży r/r nie jest oczywistym scenariuszem, mimo niskiej bazy zeszłego roku, utrzymująca się deflacja ogranicza absorpcję kosztów, a focus na wolumenach ograniczy przełożenie lepszych warunków zakupowych na rentowność, większa sprzedaż z kolej powinna rozwadniać koszty stałe;

 # OPEX

- Średni poziom płac w 3Q były zbliżone do 2Q, a w 4Q powinny pozostać na podobnym poziomie, wyższa dynamika r/r w 3Q wynikała przede wszystkim z niższej bazy; ostatnie podwyżki przeprowadzono na przełomie 1Q/2Q;
- Zarząd wyklucza w tym roku dalsze podwyżki wskazuje, że warunki są konkurencyjne, znacznie przekraczające płace minimalne;
- Wzrost cen paliw obciąża transport, częściowo kompensuje go większe zagęszczenie sieci i rozwój logistyki;
- EE kupowana jest po cenach spotowych, a dalsza rozbudowa fotowoltaiki ogranicza zapotrzebowanie na zakupy zewnętrzne;

 # Ekspansja

- Spółka podtrzymuje plan ok. 400 otwarć nowych sklepów w 2026, wstępną intencją na 2027 to zbliżona liczba otwarć r/r, zarząd wskazuje na dalszy wzrost liczby zabezpieczonych lokalizacji;
- Kasy samoobsługowe testowane są w kilku sklepach, z planem rozszerzenia pilotażu;
- W obszarze alokacji kapitału priorytetem pozostaje ekspansja sklepów, logistyki i aktywów przetwórczych, dywidenda wciąż pozostaje przedmiotem analiz, brak przekazu dotyczącego warunków brzegowych do wypłaty.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2703	2521,9	2565,0	2511,4	105%
WIG20	2201,8	2043,7	2065,3	2068,2	107%
WIG40	420,1	373,6	391,8	361,3	107%
sWIG80	55,3	55,5	59,5	60,1	93%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	436	MDV	118,1	DIG	8,5
ALE	311,8	ASB	71,0	DAT	5,9
DNP	311,5	XTB	69,3	TOA	4,3
PKN	310,6	BFT	44,0	COG	3,0
KGH	210,7	ACP	34,1	LWB	2,8
PEO	134,8	TPE	17,2	SCW	2,5
MDV	118,1	ING	14,9	GNS	2,2
LPP	104,6	MIL	11,1	TOR	2,0
PZU	81,2	SNT	7,9	ICE	1,9
PCO	66,4	ATT	7,7	S2B	1,7

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
MDV	342%	MDV	342%	TOA	455%
DNP	236%	ATC	328%	MLG	375%
PKN	165%	WPL	211%	ATC	328%
PKO	132%	COG	194%	DAT	289%
ALE	116%	ING	177%	SKA	267%
CDR	95%	ABE	150%	ICE	202%
LPP	92%	ATT	143%	TOR	200%
PEO	91%	LWB	133%	ANR	196%
KTY	89%	EAT	123%	TAR	195%
KGH	89%	BFT	119%	COG	194%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20		Worst
MDV	102	5,2%	PKN	130	-8%
CDR	267	1,6%	DNP	37	-6,1%
ALE	60	0,6%	BDX	740	-2,2%
ALR	138	0,3%	LPP	27 480	-2,1%
ZAB	32	0,1%	PKO	115	-1,7%
Best			mWIG40		Worst
ASB	153,0	8,1%	ATT	16,1	-5%
MDV	102,3	5,2%	COG	4,5	-4,1%
XTB	132,5	5,0%	ATC	5,0	-3,5%
SNT	327,8	1,9%	DVL	7,9	-2,5%
CAR	1 060,0	1,3%	RVU	16,4	-2,3%
Best			sWIG80		Worst
DAT	84,0	12,0%	TOR	60,2	-5%
TOA	12,5	10,4%	ICE	50,5	-4,7%
S2B	64,3	6,1%	ANR	22,3	-4,1%
DIG	292,2	4,4%	COG	4,5	-4,1%
CRJ	356,0	4,1%	MLG	96,0	-4,0%

MODIVO (MDV PW; SELL; TP PLN 86)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]

 # Guidance FY27 / kapitał obrotowy / finansowanie

- Zarząd zakłada w FY27 następujące poziomy marż brutto: CCC 60%+, HalfPrice 50%+, Modivo ok. 45%, ShockPrice ok. 45%;
- Planowany przyrost powierzchni handlowej w FY27 wynosi 230tys. m2, z czego 205tys. m2 przypada na off-price: HP 115tys. m2 i SP 90tys. m2, pozostałe koncepty odpowiadają za 25tys. m2;
- W FY26 plan zakłada 266tys. m2, w tym ok. 101tys. m2 w samym 4Q;
- CAPEX na rozwój powierzchni w FY27 zakładany jest na poziomie 300–350mln PLN, a pozostałe inwestycje, głównie logistyka i IT, na 350–375mln PLN, łącznie 650–725mln PLN wobec 740–760mln PLN w FY26, po uwzględnieniu sklepów pod klucz;
- Pomimo dalszej dynamicznej ekspansji do końca FY27 grupa planuje ograniczenie zapasów o 20–30% względem 4,6mld PLN na koniec 3Q26;
- Pomóc mają racjonalizacja zakupów full-price, stabilizacja inwestycji w marki licencyjne, większy udział marek własnych i licencyjnych o niższym koszcie zakupu oraz obniżenie zapasu/m2 w off-price;
- Dodatkowe działania obejmują ograniczenie udziału produktów sezonowych, częstsze uzupełnianie towaru oraz wspólny magazyn dla kanałów full-price;
- Ceny sprzedaży kalkulowano przy USD/PLN 4,00, a zabezpieczenia obejmują 30–50% wolumenu, CFO widzi możliwość przenoszenia dalszego wzrostu kosztów na ceny detaliczne;
- Wzrost wykorzystania faktoringu o 0,5mld PLN kw/kw CFO tłumaczy sezonowością, strategia zakłada selektywne wykorzystanie limitów oraz wydłużanie terminów płatności, bez rezygnacji z faktoringu;
- W 1H27 planowane jest refinansowanie, obejmujące konsolidację finansowania w grupie, wydłużenie terminów zapadalności i poprawę warunków;

 # HalfPrice / ShockPrice

- Sprzedaż HP wzrosła o 41% r/r, a LFL o 10,3%, w tym w październiku o 11,9%. Na początku listopada LFL przekraczał 20%, również przy korzystnym wpływie kalendarza;
- Łączny udział marek własnych i licencyjnych w sprzedaży HP wyniósł ok. 25% i powinien dalej rosnąć;
- Zapasy off-price na koniec 3Q wyniosły 1,7mld PLN, +80% r/r, przy wzroście zapasu/m2 o 20% r/r, jedynie niewielka część przypadała na SP, CFO zakłada sprzedaż dużej części zgromadzonego towaru w sezonowo mocnym grudniu;
- Nowe centrum logistyczne HP ma osiągnąć pełną operacyjność do końca listopada, wszystkie przyjęcia towaru odbywają się już przez nowy obiekt; trwa przenoszenie zapasów ze starego magazynu;
- Marża brutto SP wynosi obecnie ok. 35%, wobec celu ok. 45% na FY27, wspierana bardziej dedykowaną ofertą produktową, która pojawi się wiosną;
- Pierwsze obserwacje wskazują na potrzebę mniejszych, bardziej zróżnicowanych partii towaru, wspierających rotację i efekt „treasure hunting";
- Do końca FY26 planowane otwarcia 27 SP oraz ok. 50 w FY27, w 3Q działało łącznie 9 sklepów, średnio poniżej miesiąca;

 # CCC

- LFL CCC wyniósł +3,8% w 3Q: -5,0% w sierpniu, +11,2% we wrześniu i +7,3% w październiku;
- Nakłady marketingowe według CFO pozostają porównywalne r/r, głównym narzędziem komunikacji i celowanych promocji jest Modivo Gold;

 # Modivo.com / eobuwie / Worldbox

- Sprzedaż segmentu Modivo.com spadła w 3Q o 6% r/, zarząd oczekuje lekko dodatniej dynamiki od 1Q27;
- Dla całego biznesu eobuwie celem jest marża EBITDA ok. 15%, a dla sklepów stacjonarnych ok. 20% w 1H27, poprawę mają wspierać dojrzewanie sieci oraz wzrost udziału marek własnych i licencyjnych w ofercie do ponad 50%;
- Worldbox ograniczył stratę EBITDA z 50mln PLN w 1Q i 15mln PLN w 2Q do 9mln PLN w 3Q, w 4Q oczekiwany jest break-even, przy sprzedaży 110–140mln PLN i operacyjnej marży brutto ok. 55%;

TMT

CONSTELLATION SOFTWARE

Wyniki za 3Q26: dynamika przychodów 19%, w tym organicznie 2%, lekki spadek marży

USDm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Revenue	**2,654**	**2,844**	**2,948**	**3,177**	**3,181**	**3,335**	**3,512**	19%	5%
Revenue y/y	13%	15%	16%	18%	20%	17%	19%		
Licenses	96	87	107	125	91	92	97	-9%	5%
Professional services	487	532	538	568	546	573	569	6%	-1%
Hardware and other	74	80	89	138	100	116	131	47%	13%
Maintenance, other recur.	1,996	2,144	2,213	2,346	2,444	2,554	2,715	23%	6%
Revenue organic y/y	*0%*	*5%*	*5%*	*6%*	*6%*	*3%*	*2%*		
Revenue org. y/y const. FX	*2%*	*4%*	*3%*	*2%*	*1%*	*1%*	*2%*		
Expenses	**2,272**	**2,375**	**2,448**	**2,633**	**2,745**	**2,844**	**2,948**	20%	4%
staff	1,412	1,457	1,487	1,568	1,687	1,696	1,735	17%	2%
amortization of int. assets	272	286	307	318	326	348	376	22%	8%
other	588	632	654	747	732	800	837	28%	5%
Operating result	**382**	**469**	**500**	**544**	**436**	**491**	**564**	13%	15%
margin	*14.4%*	*16.5%*	*17.0%*	*17.1%*	*13.7%*	*14.7%*	*16.1%*		
EBIT adj. for int. assets amo.	654	755	807	862	762	839	940	16%	12%
margin	*24.6%*	*26.5%*	*27.4%*	*27.1%*	*24.0%*	*25.2%*	*26.8%*		
Net income after minor.	**136**	**56**	**210**	**110**	**367**	**274**	**212**	1%	-23%
CF from operations	827	433	685	788	897	477	717	5%	50%
FCF to shareholders	**510**	**220**	**529**	**423**	**733**	**345**	**443**	-16%	28%
FCF to shr. adj.	**604**	**346**	**545**	**627**	**657**	**409**	**560**	3%	37%
Net cash for acquisitions	-99	-449	-307	-485	-689	-747	-550	79%	-26%
Net debt	1,860	2,163	2,244	1,042	980	1,310	1,306		
P/E 12M trailing	69.4	82.6	77.0	103.4	71.2	55.1	55.0		
FCF adj. LTM yield	3.3%	3.6%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%		

Source: Company, Trigon

- Przychody +19% r/r do 3,51mld USD, zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej +1% do 212mln USD;
- Wzrost organiczny wyniósł 2% wobec 3% w 2Q26, ale po wyłączeniu FX przyspieszył do 2% z 1%;
- Przychody powtarzalne +23% r/r do 2,72mld USD, ze wzrostem organicznym bez FX o 4% wobec 2% w 2Q26;
- Licencje pozostawały słabe, ze spadkiem organicznym skor. o FX o 17%, przy utrzymaniu spadku usług profesjonalnych o 5% (organiczny, FX-adjusted);
- Słabość amerykańskiego healthcare nadal obciążała wzrost, poza tym obszarem przychody powtarzalne rosły organicznie w lokalnych walutach o 5%;
- Spadek FCF wyjaśnia głównie korekta wyceny zobowiązania wobec mniejszości co wchodzi w definicję FCF to shareholders (adj. FCF wyższy o 3%);
- Constellation ujmuje wyniki Asseco z trzymiesięcznym opóźnieniem, więc raport nie ujawnia wyników ACP za 3Q26.

DATAWALK

Uzyskanie patentu w Stanach Zjednoczonych

- Spółka uzyskała amerykański patent dotyczący rozwiązań łączących automatyzację uczenia maszynowego z wyjaśnialną sztuczną inteligencją.

GAMING

CD PROJEKT RED (CDR PW; BUY; TP PLN 325)

W piątek wystartował Cyberpunk Trading Card Game

- W piątek, 6 listopada, rozpoczęła się globalna sprzedaż detaliczna Cyberpunk Trading Card Game, po rekordowej kampanii na Kickstarterze, która pozyskała USD 28.35m od ponad 50.7 tys. wspierających;
- Według doniesień branżowych na moment premiery do programu dystrybucji i rozgrywek Organized Play przystąpiło ponad 4.5 tys. sklepów, a przed premierą zaplanowano ok. 2.5 tys. wydarzeń prerelease;
- Sukces crowdfundingu pozostaje mocnym argumentem za potencjałem projektu, choć na razie po piątkowym starcie sprzedazy fizycznej trudno wyciągać długofalowe wnioski i ocenić skalę popytu konsumenckiego. Dla CD Projektu TCG stanowi dodatkowe źródło wysokomarżowych przychodów licencyjnych, których dalszy potencjał będzie zależał przede wszystkim od utrzymania zaangażowania graczy i rozwoju kolejnych setów.

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

Całkowita spłata kredytów w PKO BP i Erste Bank Polska

- Spółka spłaciła 6 listopada kredyty w Erste Bank Polska o łącznej wartości około 4.3 mln EUR;
- Spłata zobowiązań kredytowych wobec PKO BP objęła około 25.5 mln PLN oraz 5.6 mln EUR;
- Banki wyraziły zgodę na zwolnienie zabezpieczeń spłaconych kredytów.

INDUSTRIALS

CSG (CSG NA; BUY; TP EUR 22.0)

Umowa ramowa na modernizację fabryk amunicji US Army w programie o limicie 4,2mld USD

- MSM North America, spółka zależna CSG, została jednym z wykonawców uprawnionych do ubiegania się o zamówienia w pięcioletnim programie modernizacji zakładów amunicyjnych US Army;
- Łączny limit programu wynosi ~4,2mld USD dla wszystkich wybranych wykonawców, poszczególne projekty będą przyznawane w kolejnych przetargach, a umowa ramowa nie gwarantuje CSG określonej wartości zamówień;
- Program obejmuje siedem państwowych zakładów amunicyjnych, w tym budowę nowych obiektów, modernizację linii, automatyzację oraz uruchamianie dodatkowych mocy produkcyjnych;
- Wybór bazuje na doświadczeniu MSM przy realizacji Future Artillery Complex w Iowa, kontraktu o wartości do 635mln USD;
- Zakład ma rozpocząć działalność w 2029 roku i umożliwiać elaborację do 36 tys. sztuk amunicji 155 mm miesięcznie, a według spółki projekt przebiega zgodnie z harmonogramem i budżetem.

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)

Kontrakt o wartości ~2 mld SEK na wyposażenie czterech nowych fregat dla Szwecji

- Saab podpisał z Naval Group kontrakt na dostawę i integrację systemów uzbrojenia oraz sensorów dla czterech szwedzkich fregat FDI;
- Wartość zamówienia wynosi ~2 mld SEK, a dostawy do Naval Group zaplanowano na lata 2027-2034;
- Pakiet obejmuje system kierowania uzbrojeniem, systemy kierowania ogniem Ceros i EOS 500, pociski przeciwokrętowe RBS15 oraz lekkie torpedy Saab Lightweight Torpedo;
- Saab dostarczy także zdalnie sterowane stanowiska uzbrojenia Trackfire oraz lekkie, wielozadaniowe radary obserwacyjne Sea Giraffe 1X.

ARCTIC PAPER

Podsumowanie konferencji wynikowej [negatywne]

#Celuloza

- Ceny celulozy NBSK po spadku na przełomie 2025/26 pozostają stabilne, w okresie najbliższych dwóch kwartałów zarząd nie oczekuje większych ruchów na cenach celulozy NBSK, chyba że wystąpią huragany w Szwecji
- Producenci znajdują się obecnie pod presją wzrostu cen chemii, kosztów transportu oraz kosztów energii
- Firmy ze Skandynawii, Kanady i Niemiec pokazują bardzo słabe wyniki, a kanadyjski konkurent w ostatnim czasie ogłosił Chapter 11, pozostali producenci wprowadzają ograniczenia produkcyjne
- Osłabienie się SEK do USD poprawiło rentowność w ROTT, 90% kosztów jest w SEK, a 95% przychodów w USD
- Drewno > spadek na początku roku do czerwca i w 3Q stabilizacja, male zmiany o kilkanaście SEK/m3, nie spodziewają się

#Papier

- Brak ożywienia na rynku, coraz więcej firm jest wystawionych na sprzedaż i nie ma na nie chętnych, co zaostrza presje cenową
- KE przedłużyła termin dochodzenia w sprawie połączenia UPM i Sappi do 8 stycznia, wspólne JV ma objąć 12 zakładów papieru, obie firmy kontrolują łącznie ok. 55-60% europejskiego rynku papieru

Sappi i upm maja 60% europejskiego rynku

#Opakowania

- Po stronie klientów nie widać już presji na odejście od opakowań plastikowych i przejście na opakowania papierowe, przez co linia w Kostrzynie nie jest w stanie osiągnąć docelowej rentowności

#Energia

- Zarząd jest zadowolony z efektów modernizacji Gryckbo i budowy kotła na biomasę, zdolności w produkcji pelletu wynoszą ok. 50-60 tys. ton rocznie, a EBITDA ze sprzedaży pelletu ma wynieść ok. 25mln SEK
- Początkowo zakładane były miesięczne oszczędności na poziomie 2mln SEK, jednak udało się osiągnąć 3mln SEK/msc
- Nie są planowane kolejne inwestycje w PV/energetykę wiatrową, obecnie w Kostrzynie zainstalowane jest 27 MW mocy w PV
- W przyszłym roku planowana budowa kotła elektrodowego o mocy 20 MW, uruchomienie ma nastąpić w 2Q27
- Spółka poszukuje partnera do budowy i eksploatacji kotła na RDF i biomasę w Kostrzynie, którego uruchomienie miałoby nastąpić w 2030 roku
- Capex w tym roku wyniesie mniej niż 100mln PLN, a w 2027 spadnie do ok. 80mln PLN

#Outlook

- Zarząd spodziewa się słabego popytu na papier graficzny w 4Q oraz utrzymania silnej presji na marżę
- Spółka finalizuje nową umowę z PGNIG, nowe ceny będą w ocenie zarządu nieco wyższe niż poprzednio.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

CTP (CTP NV; BUY; TP EUR 18.5)

Spółka uzgodniła warunki przejęcia portfela i platformy operacyjnej SLP w Wietnamie za ok. 500 mln USD

- CTP uzgodniło warunki nabycia 100% portfela oraz platformy operacyjnej South-East Asia Logistics Partners (SLP) w Wietnamie, należącej do Ares Management, za ok. 500 mln USD.
- Zamknięcie transakcji wymaga m.in. uzyskania zgód regulacyjnych i jest spodziewane w ciągu najbliższych miesięcy.
- Portfel obejmuje siedem gotowych obiektów o łącznej powierzchni 504 tys. m2 NLA, oddanych w latach 2022-2024, które generują ponad 23 mln USD ustabilizowanego rocznego NOI. W skład transakcji wchodzi także sześć działek z potencjałem zabudowy ok. 585 tys. m2, co daje łącznie ok. 1.1 mln m2 NLA.
- Na dwóch działkach trwa już budowa 140 tys. m2 powierzchni magazynowo-przemysłowej, a po realizacji całego pipeline'u roczne NOI ma wzrosnąć o dodatkowe 33.8 mln USD.
- 59% portfela znajduje się na północy kraju (okolice Hanoi, Bac Ninh i Hai Phong), a pozostałe 41% w rejonie Ho Chi Minh City na południu. Wśród najemców są m.in. J&T Express, Shopee Express i Nippon Express, a do CTP przejdzie ponad 55 pracowników SLP.
- Spółka weszła do Wietnamu na początku 2026 r., nabywając dwie działki z potencjałem ok. 210 tys. m kw. NLA, a budowany od tego czasu lokalny zespół będzie działał pod marką SLP. Dla porównania portfel CTP na koniec 3Q26 liczył 15.1 mln m2 GLA w 12 krajach.

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Czescy posłowie rekomendują zatwierdzenie zobowiązań finansowych państwa w ramach PPP D35

- Podkomisja ds. transportu czeskiej Izby Poselskiej zarekomendowała zatwierdzenie zobowiązań finansowych państwa w ramach projektu PPP na budowę odcinka autostrady D35 Opatovec–Mohelnice, który ma realizować konsorcjum ViAlliance35 (Cintra Global, Strabag Motorway, BDX i Invesis).
- Projekt umowy koncesyjnej został już zatwierdzony przez rząd, a kolejnym krokiem będzie posiedzenie komisji gospodarczej 12 listopada. Ostateczne głosowanie w Izbie Poselskiej ma się odbyć w drugiej połowie listopada.
- Projekt obejmuje budowę dwóch odcinków o łącznej długości 35.4 km (Opatovec–Staré Město i Staré Město–Mohelnice).
- Zwycięska oferta konsorcjum zakłada płatności za dostępność o wartości bieżącej netto 71.3 mld CZK, natomiast przy założeniu inflacji na poziomie 2% rocznie łączne płatności w latach 2033-2054 wyniosą ok. 123 mld CZK, z czego ok. 5.4 mld CZK przypadnie na pierwszy rok eksploatacji.
- Umowa koncesyjna ma obowiązywać 28 lat, w tym przez 22 lata i 1 miesiąc konsorcjum będzie odpowiadać za eksploatację i utrzymanie autostrady. Koncesjonariusz przejmie również w zarząd 17 km odcinka D35 Litomyšl–Opatovec, który obecnie buduje czeska Dyrekcja Dróg i Autostrad (ŘSD).
- Płatności będą realizowane zarówno w CZK, jak i w EUR, a zobowiązanie państwa wynosi ok. 42.076 mld CZK oraz 3,532 mln EUR przy referencyjnym kursie 25 CZK/EUR, co ma ograniczyć ryzyko kursowe i ryzyko stóp procentowych. Państwo musiało przystać również na klauzulę inflacyjną. Oferta zakłada inflację na poziomie 2% rocznie, a różnica jest wyrównywana dopiero po przekroczeniu określonego pasma o 2% lub spadku o 2% poniżej niego.
- Podpisanie umowy pozwoli na natychmiastowe rozpoczęcie przygotowawczych prac budowlanych, a wszystkie grunty zostały już wykupione, wykonano przełożenia sieci ČEZ oraz przeprowadzono badania archeologiczne.
- Budowa może ruszyć jeszcze pod koniec 2026 r., a jej zakończenie planowane jest w 2033 r.

Metric	Value
NPV of availability payments (ViAlliance35 bid)	CZK 71.3bn
Nominal state payments 2033–54	~CZK 123bn
Assumed inflation	2%
Year-1 operating payment	~CZK 5.4 bn
Concession period	28
O&M period	22 yrs 1 mo

Source: Ekonomicky denik, Trigon

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Konsorcjum z udziałem Spółki z najkorzystniejszą ofertą o wartości 713 mln PLN + 109mln EUR netto w przetargu Veolii

- Veolia wybrała ofertę konsorcjum BDX (lider, 49.2% udziału) i Keppel Seghers Belgium (50.8%) jako najkorzystniejszą w przetargu na budowę Zakładu Odzysku Energii w Łodzi.
- Prace mają rozpocząć się w ciągu 7 dni od podpisania umowy i potrwać do 36 miesięcy. Zamawiający wypłaci zaliczkę w wysokości 10% wynagrodzenia netto, a zabezpieczenie należytego wykonania ustalono na 10% wynagrodzenia brutto. Okres gwarancji i rękojmi wynosi do 120 miesięcy, a kary umowne z tytułu opóźnień i nieosiągnięcia parametrów gwarantowanych ograniczono do 17.5%, przy czym zamawiający może dochodzić odszkodowania ponad ich wysokość.

PEKABEX (PBX PW; Under Review)

Produkcja w październiku wyniosła 20 964 m³ (-0.2% r/r, +4.0% m/m)

- Zakłady grupy wyprodukowały 20 964 m³ wobec 21 012 m³ w październiku 2025 r. i 20 164 m³ we wrześniu 2026 r.

ELEKTROTIM

Umowy z PGE Energia Odnawialna o łącznej wartości 331.6 mln PLN netto

- Elektrotim podpisał dwie umowy z PGE Energia Odnawialna dotyczące magazynów energii Lotnisko, Ścieki, Wojciechowo i Pelplin;
- Kontrakt o wartości 254.4 mln PLN netto obejmuje dostawę jednostek bateryjnych i transformatorów SN/nN, z terminem realizacji do 29 lutego 2028 r;
- Druga umowa, warta 77.2 mln PLN netto, obejmuje montaż oraz prace elektryczne i teletechniczne, z terminem realizacji do 30 grudnia 2028 r.

LOKUM DEWELOPER

Zawarcie warunkowej umowy sprzedaży PUWG we Wrocławiu za 92.25mln PLN brutto [pozytywne]

- Transakcja obejmuje sprzedaż prawa użytkowania wieczystego gruntu przy ul. Robotniczej we Wrocławiu o powierzchni 0.4867 ha wraz z dokumentacją projektową dotyczącą budowy budynki mieszkalno-usługowego, pozwalającego na wybudowanie 13,150m2 PUM powierzchni mieszkaniowej oraz 1,126m2 powierzchni usługowej za 92.25mln PLN brutto.
- Sprzedającym są Lokum Deweloper Fundusz Inwestycyjny Zamknięty oraz Olczyk Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Lokum Góralska Spółka jawna.
- Umowa przenosząca (Umowa przenosząca) powinna zostać zawarta nie później niż do dnia 16 grudnia 2026 r. Zawarcie Umowy przenoszącej nastąpi pod warunkiem nieskorzystania przez Gminę Wrocław z przysługującego jej prawa pierwokupu.

ZUE

Wybór oferty konsorcjum ZUE za 62.19 mln PLN netto w przetargu GDDKiA

- Konsorcjum ZUE (lider), P.B.I. Energopol i Sarivo Infrastruktura ma wybudować bezkolizyjny węzeł na skrzyżowaniu DK7 z DW955.
- Łączny udział ZUE i P.B.I. Energopol w konsorcjum wynosi 50%.
- Termin realizacji to 19 miesięcy;
- Drugie miejsce zajęło konsorcjum Swietelsky Rail Polska i Swietelsky Magyarország z ofertą 64.31 mln PLN netto co daje odchylenie o ok. 3%;
- Budżet zamawiającego wyniósł 102 mln PLN netto.

SKANSKA

Spółka zainwestuje 21 mln EUR w projekt mieszkaniowy w Helsinkach

- Skanska zainwestuje 21 mln EUR (ok. 230 mln SEK) w projekt deweloperski w Helsinkach, który obejmie 50 mieszkań.
- Budowa ruszy w 4Q26, a jej zakończenie zaplanowano na 2Q28.

EUROPEAN COMPANIES

AMG / MATERIALS

Wyniki 3Q26: Lit napędza podwyżkę prognoz, Bitterfeld nadal opóźniony [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Segment litu korzysta z wyższych cen realizacji r/r i rosnącej produkcji w Brazylii, natomiast zarząd wskazuje na bardzo mocny popyt fizyczny, wspierany dodatkowo rozwojem BESS
- Ceny tantalu były ok. 2,5x wyższe r/r dzięki popytowi z sektora elektroniki i ograniczonej podaży
- Brazylijska kopalnia pracuje blisko docelowego run rate wynoszącego 130 tys. ton koncentratu litu rocznie, a kwartalna sprzedaż powinna zbliżać się do 30 tys. ton
- Popyt na chrom metaliczny przyspiesza dzięki sektorowi aerospace i nowym zastosowaniom w energetyce
- Backlog AMG Engineering wyniósł 366mln USD, order intake 85mln USD w 3Q, odpowiadającym book-to-bill 0,8x
- Opóźnienia uruchamiania zakładów materiałów katodowych u klientów wydłużają kwalifikację zakładu Bitterfeld, mimo kontynuacji produkcji i sprzedaży wodorotlenku litu o jakości bateryjnej

#Koszty i marże

- Koszt jednostkowy wydobycia koncentratu litu w Brazylii po uwzględnieniu korzyści z tantalu wyniósł -62 USD/t CIF Chiny, pokazując znaczenie przychodów z produktu ubocznego dla konkurencyjności kopalni
- Wyniki Vanadium obciążyły wyższe koszty produkcji i ramp-up amerykańskiego zakładu chromu, a spadek kw/kw wynikał również z braku jednorazowych korzyści z dostępności zużytych katalizatorów
- Wysoki poziom przychodów i marży Engineering w 3Q częściowo odzwierciedlał moment rozpoznawania kontraktów, dlatego zarząd oczekuje normalizacji marży
- Niedawne spadki cen spot litu powinny zacząć wpływać na realizowane ceny w 2027 ze względu na kilkumiesięczne wyprzedzenie ustalania cen sprzedaży

#Outlook/guidance

- AMG podniosło guidance adj. EBITDA na 2026 z 230–250mln USD do ok. 280mln USD, podtrzymując oczekiwanie dodatniego FCF w całym roku
- Poprawa cash flow w 4Q ma wynikać z sezonowego uwolnienia kapitału obrotowego
- Spółka oczekuje istotnych wpływów z ulg 45X w 4Q, przy korzyści rzędu ok. 20mln USD rocznie i potencjalnym wyrównaniu za wcześniejsze lata
- Capex na 2026 pozostaje w przedziale 70–90mln USD
- Nowy amerykański zakład chromu ma osiągnąć pełne wykorzystanie mocy w 2027 i wówczas wnosić wyższą kontrybucję do wyników
- Rozbudowa recyklingu molibdenu i projekt zapewniający dodatkowy wsad dla Bitterfeld pozostają na etapie projektowym, z oczekiwanym wpływem na wyniki głównie w latach 2028–2029
- Pierwsza faza projektu Shell AMG w Arabii Saudyjskiej jest ukończona w ponad 50%, finansowanie projektu zostało podpisane, a rozpoczęcie produkcji jest planowane na 2029

USDm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue	**435**	**447**	**445**	**523**	**472**	**8%**	**-10%**	**1708**	**1886**
AMG Lithium	33	62	61	114	98	198%	-15%	163	334
AMG Vanadium	154	157	181	218	197	28%	-10%	625	753
AMG Technologies	248	229	205	190	177	-29%	-7%	920	800
EBITDA adj.	**64**	**43**	**44**	**92**	**78**	**22%**	**-15%**	**235**	**256**
AMG Lithium	3	1	4	31	37	1166%	17%	12	73
AMG Vanadium	20	11	21	33	16	-18%	-51%	59	81
AMG Technologies	41	31	19	27	25	-40%	-9%	164	102
SG&A	**56**	**59**	**51**	**58**	**62**	**11%**	**8%**	**223**	**230**
AMG Lithium	14	13	9	13	17	25%	31%	51	52
AMG Vanadium	17	18	17	19	19	9%	0%	71	73
AMG Technologies	25	28	25	26	26	4%	0%	101	105
OCF	**-7**	**81**	**-31**	**55**	**-6**	-10%		**76**	**98**
Net debt	544	509	581	440	469	-14%	7%	509	469

Source: Company, Trigon

MATERIALS	3Q25	2Q26	3Q26	Y/Y	spot (28Oct)	spot vs 3Q26
Ferrovanadium (USD/lb)	14.1	21.7	16.4	16%	14.8	-10%
Molybdenum (USD/lb)	24.5	29.3	33.0	35%	32.7	-1%
Nickel (USD/MT)	15,009	18,126	16,567	10%	15,435	-7%
Chrome Metal (USD/lb)	6.4	5.9	6.1	-5%	6.1	0%
Tantalum (USD/lb)	93.1	230.0	236.0	153%	248.0	5%
Spodumene (USD/MT)	816	2,446	2,767	239%	1,545	-44%
Lithium Carbonate (USD/MT)	10,220	24,832	21,560	111%	14,795	-31%
Lithium Hydroxide (USD/MT)	8,705	20,907	18,346	111%	13,750	-25%
Antimony (USD/MT)	56,744	26,348	19,970	-65%	17,600	-12%

Source: Company, Trigon

APERAM / STEEL

Wyniki 3Q26: wyższe koszty energii i gazu ograniczają korzyści z ochrony rynku [lekko negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Popyt końcowy w Europie pozostaje stabilny na niskim poziomie od ok. 6 kwartałów, a poprawa PMI od lata nie przełożyła się dotychczas na portfel zamówień
- Potencjalnymi impulsami dla odbicia popytu są stabilizacja warunków kredytowych oraz wygaszenie konfliktu z Iranem, które powinny wspierać budownictwo, zakupy konsumenckie i aktywność przemysłową
- Nowe mechanizmy ochrony rynku poprawiły wykorzystanie mocy w Europie o ok. 7pp względem bazy 65–66%, przy czym efekt pozostaje przy dolnej granicy wcześniej komunikowanego przedziału 7–10pp
- W Alloys & Specialties portfel oil&gas pozostaje słaby, przede wszystkim przez ograniczoną aktywność na Bliskim Wschodzie, a spółka nie obserwuje jeszcze odbicia sygnalizowanego przez część konkurentów

#Koszty i marże

- Nowe kontyngenty poprawiły marże na metalu w Europie o ok. 75 EUR/t względem okresu sprzed wprowadzenia ochrony
- Pełny negatywny wpływ wyższych kosztów energii wyniesie ok. 20mln EUR kwartalnie od 4Q26, głównie w europejskim segmencie stali nierdzewnej, w 3Q efekt był jeszcze częściowy
- Słaby popyt ogranicza możliwość przeniesienia droższej energii na klientów, przez co utrzymana poprawa metal margin nie przekłada się w pełni na EBITDA/t
- W 4Q wzrost wolumenów w Europie nie skompensuje presji energetycznej oraz sezonowego spadku sprzedaży w Brazylii, co obniży wynik Stainless & Electrical.

#Outlook/guidance

- Zarząd podtrzymał cel EBITDA 700mln EUR do końca 2028 oraz 800mln EUR przy sprzyjającym cyklu, jednocześnie nie potwierdzając osiągnięcia 700mln już w 2027 rok tak jak zakłada konsensus
- Widoczność popytu pozostaje krótka, ponieważ ok. 70% wolumenów przechodzi przez własną dystrybucję, a odpowiadający im portfel zamówień obejmuje obecnie maksymalnie miesiąc
- Zarząd popiera ograniczenie eksportu złomu z Europy, wskazując potencjał poprawy dostępności i konkurencyjności
- Rozszerzenie ochrony handlowej i CBAM na produkty downstream spółka traktuje jako warunek utrzymania europejskiego przemysłu w dłuższym terminie
- Capex na 2026 obniżono o 25mln EUR z uwagi na niższym potrzeby odtworzeniowe
- Uwolnienie kapitału obrotowego w 4Q ma obniżyć zadłużenie netto poniżej poziomu z końca 2025, a celem na koniec 2027 pozostaje DN/EBITDA ok. 1x.
- Capital Markets Day zaplanowano na 18 listopada

OUTOKUMPU / STEEL

Wyniki 3Q26: słaby popyt w Europie ciąży wynikom mimo ochrony rynku [negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Dostawy w Europie spadły o 12% kw/kw wskutek słabego popytu końcowego, sezonowości oraz wysokich zapasów klientów zbudowanych częściowo przed wejściem nowych safeguardów
- Najsłabsze pozostają automotive, AGD i budownictwo mieszkaniowe, a dodatkową presję na europejskich odbiorców stali wywiera rosnący import gotowego AGD z Azji
- Data centers wspierają popyt na rozwiązania chłodzenia, ogrzewania i gospodarki wodnej, przy znacznie większej skali inwestycji w USA niż w Europie
- Dostawy Americas wzrosły o 7% kw/kw dzięki solidnemu popytowi przemysłowemu i inwestycjom infrastrukturalnym związanym z data centers

#Koszty i marże

- Głównym obciążeniem 4Q będzie spadek wolumenów i produkcji, ograniczający pokrycie kosztów stałych, dodatkowo pogłębiony przez postoje remontowe i redukcję zapasów
- Negatywny wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na koszty energii, frachtu i paliw ma wynieść ok. 15mln EUR w 4Q względem poziomów sprzed konfliktu, o ok. 5mln EUR więcej niż w 3Q
- Spółka zabezpieczyła ok. 80% zużycia energii elektrycznej i gazu na 4Q, ale hedging nie eliminuje sezonowego wzrostu kosztów ani pośrednich obciążeń transportowych
- Efekty surowcowe i hedgingowe mają obciążyć 4Q o ok. 10mln EUR wobec dodatniego wpływu 3mln EUR w 3Q
- Program redukcji kosztów o 100mln EUR ma przynieść 60mln EUR korzyści w 2026 i kolejne 40mln EUR w 2027, jednak zarząd przyznaje, że bez poprawy Europy działania te mogą okazać się niewystarczające

#Outlook/guidance

- Guidance zakłada adj. EBITDA w 4Q26 na poziomie zbliżonym do 10mln EUR osiągniętych w 4Q25
- Dostawy stali nierdzewnej mają spaść o 5–15% kw/kw, z największym negatywnym wpływem w Europie i sezonowym osłabieniem także w Americas
- Redukcja nadmiernych zapasów klientów powinna zakończyć się w 1H27, umożliwiając pełniejsze wykorzystanie ochrony handlowej

- Zarząd przygotowuje dodatkowe scenariusze działań na wypadek utrzymania słabości w Europie
- Capex na 2026 obniżono z ok. 200mln do 170mln EUR
- Uwolnienie kapitału obrotowego rozłoży się na kolejne kwartały, w tym 1Q27

SHARE BUYBACK PROGRAM

KRKA
Od 30 października do 5 listopada spółka kupiła 4 389 akcji własnych za 1.09 mln EUR, po średniej cenie 249.05 EUR za akcję. Po skupie posiada 2 588 168 akcji własnych (7.892% kapitału).

GENERAL MEETINGS OF THE SHAREHOLDERS

COMP: NWZA 4 grudnia w sprawie ceny skupu akcji własnych
- Projekt uchwały przewiduje cenę skupu od 60 do 200 PLN za akcję. Akcjonariusze zagłosują też nad polityką równowagi płci w organach spółki.

WAWEL: NWZA 7 grudnia w sprawie zaliczki na dywidendę za 2026 r.
- Projekty przewidują zmianę statutu i przeniesienie 24.34 mln PLN z kapitału zapasowego na fundusz rezerwowy na wypłatę dywidend i zaliczek;
- Planowana zaliczka wynosi 35.00 PLN na akcję, łącznie 45.21 mln PLN. Decyzję o wypłacie podejmie zarząd po uzyskaniu zgody RN.

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	137,8	20%	17 990	11,0	8,6	8,3	1,3	1,3	1,2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42,0	36,6	15%	45 662	11,8	8,8	8,3	1,8	1,6	1,5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194,0	176,2	10%	26 069	11,6	9,1	8,2	1,4	1,3	1,2	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32,0	30,9	4%	21 534	17,2	11,1	10,6	1,9	1,7	1,6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128,6	111,5	15%	45 772	11,1	9,8	9,5	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	473,0	-11%	61 537	15,2	13,1	11,4	2,8	2,6	2,4	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1 135,0	995,0	14%	189 099	10,7	10,2	9,8	1,5	1,4	1,4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1 200,0	1 634,0	-27%	69 523	17,6	13,8	12,8	2,7	2,4	2,2	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19,3	23	-15%	27 574	18,2	11,2	10,4	2,3	2,0	1,8	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193,0	188,8	2%	96 477	13,4	12,4	12,0	2,7	2,6	2,5	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49 753,0	41 240,0	21%	11 547	10,2	8,5	8,1	1,9	1,7	1,6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288,0	260,5	11%	68 373	11,6	9,3	8,9	1,9	1,8	1,7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123,0	114,6	7%	143 250	13,1	9,9	9,3	2,3	2,1	2,0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785,0	780,8	1%	79 789	14,6	11,8	10,6	2,2	2,1	1,9	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470,0	331,0	42%	6 469	6,6	6,0	5,6	1,1	1,0	0,9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75,0	73,0	3%	63 037	10,2	9,7	9,3	1,7	1,6	1,5	16%	16%	16%	63

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	**Ticker**	**Recomm.**	**TP**	**Price**	**Upside**	**Market Cap**	**26E**	**27E**	**28E**	**26E**	**27E**	**28E**	**26E**	**27E**	**28E**	**ESG***
11bit Studios	11B	Hold	136,0	113,0	20%	273	---	---	14,8	5,3	43,0	4,9	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	135,0	33%	2 363	8,6	9,1	9,6	5,9	6,3	6,3	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20,6	15,8	30%	196	9,6	8,8	7,8	5,9	5,2	4,5	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65,0	59,8	9%	60 874	29,4	22,1	18,2	15,8	13,0	11,0	3%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21,0	18,4	14%	463	10,0	10,1	9,3	4,6	4,3	4,1	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8,5	9,6	-11%	2 106	31,2	18,9	16,6	5,0	5,0	4,8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29,5	22,3	32%	425	14,7	10,4	8,2	6,8	6,0	5,3	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65,0	51,8	25%	3 030	7,4	6,8	6,0	7,1	6,6	5,8	5%	7%	10%	---
Artifex Mundi	ART	Buy	27,0	19,3	40%	233	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Asbis	ASB	Hold	180,0	153,0	18%	8 492	11,4	9,3	8,0	7,7	6,6	6,0	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196,0	170,9	15%	3 674	24,0	20,2	17,9	11,9	10,3	8,9	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94,0	85,4	10%	2 854	17,7	16,5	14,7	12,7	11,7	10,7	4%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230,0	228,8	1%	18 990	22,4	20,9	19,6	---	---	---	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81,0	71,0	14%	3 684	16,7	14,1	12,7	9,2	8,2	7,3	3%	3%	3%	---
Atal	1AT	Buy	80,0	60,5	32%	2 617	6,0	5,9	5,5	7,8	6,9	6,3	7%	13%	14%	---
Auto Partner	APR	Buy	34,5	27,9	24%	3 638	12,7	10,9	10,0	8,9	7,7	7,0	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	-	16,1	---	1 592	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6 600,0	6 155,0	7%	20 318	20,6	16,7	16,0	12,3	10,3	9,0	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	69	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38,0	21,2	79%	409	---	7,3	3,3	13,0	3,6	1,6	0%	0%	11%	---
Budimex	BDX	Buy	900,0	739,8	22%	18 887	25,3	21,7	18,3	15,0	13,1	11,2	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110,0	54,0	104%	343	---	8,0	---	---	4,8	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325,0	266,9	22%	26 666	41,6	27,6	8,4	35,9	22,2	5,6	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38,8	16,3	138%	879	8,6	88,7	30,1	137,0	13,4	9,7	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1 385	1 340	3%	720 906	19,8	20,3	22,6	8,2	8,0	8,3	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2,34	2,4	-3%	525	150,4	8,0	7,0	21,3	3,1	2,9	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	356	26%	256	6,5	15,3	65,1	3,3	5,5	8,7	11%	15%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940,0	780,0	21%	2 733	127,6	50,4	34,9	52,7	26,4	17,7	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24,1	19,1	26%	4 262	46,0	24,5	11,8	6,8	6,1	4,7	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110,0	95,1	16%	1 871	23,6	13,5	11,4	12,0	8,2	7,0	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22,0	13,0	69%	13 032	11,4	9,5	8,2	7,7	6,3	5,3	0%	1%	4%	88

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
CTP	CTPNV	Buy	18,5	13,2	40%	6 626	14,9	5,7	4,8	16,7	8,9	8,1	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230,0	190,9	20%	3 537	54,1	22,8	17,4	17,1	12,1	9,7	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	21,5	12,8	69%	8 157	14,7	14,5	11,6	5,9	5,8	5,4	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102,0	86,8	18%	1 024	37,2	26,9	19,1	19,8	15,4	11,4	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10,0	7,9	26%	3 713	8,2	7,5	7,4	7,7	7,3	7,0	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	292,2	28%	1 334	21,3	15,8	12,4	10,0	8,0	6,8	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40,5	37,4	8%	36 667	22,5	16,9	13,6	13,6	10,4	8,4	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285,0	241,5	18%	6 230	9,0	8,2	7,5	7,6	6,7	5,9	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7,0	5,4	30%	2 229	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	20,7	24%	10 976	4,6	4,5	5,3	3,9	4,0	4,6	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73,0	48,3	51%	846	60,6	14,3	13,2	4,0	3,9	3,8	7%	7%	8%	---
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	25%	597	9,1	8,4	7,7	6,2	6,0	5,5	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13 474	12 870	5%	2 398 968	11,1	8,7	7,7	5,3	5,4	4,4	4%	8%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84,5	97,1	-13%	4 075	16,1	15,0	14,5	13,1	11,7	10,9	4%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62,0	52,3	19%	3 603	13,4	11,9	11,2	9,3	8,2	7,4	6%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3,0	2,2	36%	1 263	---	45,6	17,1	45,8	23,3	19,8	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32,0	24,7	30%	699	2,8	3,2	3,8	1,6	2,0	2,5	67%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123,0	178,8	-31%	285 799	22,5	21,6	20,6	8,5	8,6	8,4	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58,8	59,0	0%	184 007	26,9	24,3	22,2	14,6	13,3	12,2	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1 240,0	1 060,0	17%	15 018	14,0	11,8	10,3	9,8	8,5	7,4	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21,0	19,3	9%	12 164	19,4	14,5	13,3	6,4	5,8	5,5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	26,3	---	3 088	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1 400,0	1 251,0	12%	12 335	17,9	15,6	12,3	11,7	10,4	8,9	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348,95	276,8	26%	55 360	5,7	7,4	8,3	4,0	4,4	4,5	1%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28 000	27 480	2%	51 077	16,9	16,0	14,2	8,6	7,7	6,8	3%	4%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14,3	7	105%	2 071	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	8	---	144	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325,0	267,0	22%	499	0,8	4,0	2,8	1,3	2,9	2,2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63,0	50,5	25%	528	13,1	6,8	---	9,5	4,5	---	34%	90%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13,5	11,4	19%	1 252	9,9	9,9	8,5	6,4	6,6	5,4	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130,0	96,0	35%	2 304	8,9	5,8	4,4	10,7	9,0	7,5	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427,1	407,0	5%	1 430	13,4	12,5	12,1	9,1	8,5	8,1	4%	5%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86,0	102,3	-16%	7 880	---	30,4	19,6	13,5	7,5	6,2	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5 382	4 816,0	12%	3 620	5,5	6,0	7,3	3,1	3,2	3,2	7%	8%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11,4	5,6	104%	137	---	1,5	---	---	0,6	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52,5	38	39%	1 542	5,7	5,4	5,5	6,3	5,8	5,9	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175,0	101,4	73%	12 117	21,1	13,8	11,1	5,3	4,3	3,3	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810,0	695,0	17%	3 227	15,5	13,5	12,1	8,2	7,4	6,6	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9,0	7,8	15%	427	31,5	16,1	13,6	8,9	6,9	5,9	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160,0	101,8	57%	1 150	13,4	11,7	10,4	8,3	7,5	6,8	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19,0	16,5	15%	21 674	18,6	16,5	13,9	5,8	5,6	5,2	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174,0	130,1	34%	151 085	5,1	5,5	6,2	2,8	2,9	3,3	6%	8%	8%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77,8	63,2	23%	1 280	10,2	10,8	9,1	5,1	4,5	4,0	3%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3,2	---	147	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	141,6	---	70 800	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8,5	---	211	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50,5	48,7	4%	28 122	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	15,8	19%	35 350	5,4	6,0	6,8	3,9	4,5	4,7	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	51,6	27%	3 984	36,0	30,4	37,5	11,8	10,6	10,9	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11,5	6,9	67%	1 809	13,6	12,3	10,8	5,0	3,9	3,1	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36,5	19,2	90%	114	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	180,0	123,3	46%	1 794	9,4	9,1	8,3	6,5	6,0	5,1	7%	5%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1 520,0	815,6	86%	38 162	25,0	16,6	12,4	13,5	9,2	7,0	1%	2%	2%	75
Robyg	ROB	Buy	40,0	28,2	42%	3 055	7,6	6,3	5,6	7,4	6,6	5,9	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33,7	16,4	105%	380	---	11,8	40,5	---	6,0	12,2	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750,0	605,0	24%	328 747	38,7	26,7	21,6	21,4	15,6	12,8	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	205,7	143,0	44%	453	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35	16,4	114%	310	---	40,3	20,0	8,0	7,0	5,2	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100,0	82,8	21%	1 045	13,1	10,6	10,3	7,6	6,4	6,1	---	---	---	---
Synektik	SNT	Hold	377,6	327,8	15%	2 796	15,7	13,5	12,4	10,7	8,9	7,9	3%	4%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11,7	9,0	30%	15 773	6,7	6,4	6,6	5,5	5,5	5,6	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102	91,0	13%	589	12,9	9,9	7,0	8,0	6,1	4,2	11%	8%	10%	3
Torpol	TOR	Buy	85,0	60,2	41%	1 383	14,3	10,8	7,2	6,8	4,4	2,5	6%	4%	5%	---
Toya	TOA	Buy	12,5	12,5	0%	924	9,8	9,1	8,2	7,7	7,3	6,5	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	299,3	---	412 965	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182,2	150,8	21%	1 183	7,2	11,5	9,5	6,2	6,5	6,1	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156,0	116,4	34%	2 587	22,2	17,4	14,1	15,9	12,4	9,8	2%	3%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740,0	510,0	45%	513	43,5	24,0	13,5	16,3	12,9	8,0	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181,0	151,0	20%	1 586	14,6	14,9	12,8	8,3	8,3	7,3	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6,6	5,2	27%	1 214	10,2	8,9	8,1	5,0	4,6	4,3	1%	5%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65,0	55,0	18%	1 638	11,0	14,8	13,0	5,9	5,1	4,9	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7,4	10,5	-30%	194	17,5	15,1	15,0	4,1	4,4	4,2	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	10,6	---	1 100	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155,7	132,5	17%	15 583	10,1	11,0	9,5	6,7	6,9	5,6	3%	7%	7%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	69,0	---	204	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Zabka Group	ZAB	Hold	33,0	31,8	4%	31 875	26,3	19,3	15,8	8,9	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.