Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS
CEZ: Wyniki za 3Q26 [neutralne]
ALLEGRO.EU: Wyniki za 3Q26: EBITDA w Polsce o 2% powyżej naszych oczekiwań, dalsze przyspieszenie GMV w 4Q, podniesienie guidance i nowa umowa z InPostem [pozytywne]
OHB: Wyniki za 3Q26: Skor. EBITDA powyżej oczekiwań, wzrost backlogu i utrzymany guidance [neutralne]
DATAWALK: Wyniki za 3Q zgodne ze wstępnymi, wzrost wartości lejka projektów, oczekiwanie podpisania umowy w 4Q26, która pomoże w skokowym wzroście przychodów [pozytywne]
ARTIFEX MUNDI: 3Q26 Results Review: Potwierdzenie wstępnych wyników, metagra zmierza w dobrym kierunku [neutralne]

FINANCIALS
BNP PARIBAS POLSKA: Bank zamierza przeprowadzić zwolnienia grupowe do 400 osób w latach 2027-2029
OTP BANK: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
ALIOR BANK / PZU: Przedłużenie współpracy w zakresie ochrony kredytowej do 11 listopada 2031 r.

OIL, GAS & CHEMICALS
ORLEN: Wypowiedzenie długoterminowego kontraktu LNG z Katarem [neutralne]
GRUPA AZOTY: Plan dokapitalizowania Polic

CONSUMER
DYSTRYBUTORZY AUTOMOTIVE: MEKO zaraportował w 3Q26 spadek organicznej sprzedaży o 1% w Polsce i krajach bałtyckich
RYNEK SAMOCHODÓW: Średnie ceny transakcyjne nowych aut w Polsce -4.3% r/r w 3Q26

TMT
RECRUIT HOLDINGS: Wyniki kwartalne i podsumowanie konferencji właściciela portalu Indeed: podniesienie guidance HR Technology dzięki lepszym założeniom wolumenu i dalszej poprawie monetyzacji ogłoszeń

GAMING
CD PROJEKT RED: Studio z dwiema nagrodami na Golden Joystick Awards [lekko pozytywne]
TEN SQUARE GAMES: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Poprawa KPI nowych gier, ale monetyzacja wciąż daleka od celu [neutralne]
ARTIFEX MUNDI: We wtorek wystartowały testy Hunting Grounds
EMBRACER: Mocne wyniki bez dużych premier, obiecujący pipeline na 2H

INDUSTRIALS
CSG: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [negatywne]
COGNOR HOLDING: Plan emisji do 27.84 mln akcji z wyłączeniem prawa poboru
TRANS POLONIA: Wyłączność negocjacyjna w sprawie przejęcia podmiotu transportowo-logistycznego

CONSTRUCTION & REAL ESTATE
ECHO INVESTMENT: Stanowisko Zarządu dotyczące ceny zaproponowanej w wezwaniu
ECHO INVESTMENT: Warunkowa zaliczka na poczet dywidendy za FY26 w wysokości PLN 0.40 na akcję [pozytywne]
PEKABEX: Spółka wydłuża plan naprawczy w związku ze słabą koniunkturą
PEKABEX / RYNEK PREFABRYKACJI: Polski rynek prefabrykacji betonowej powinien wzrosnąć o 6% w 2026 - Spectis
UNIBEP: Podpisanie umowy o wartości 281 mln PLN netto z MPEC w Tarnowie

BIOTECH
GEDEON RICHTER: Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q26 [neutralne]
MABION: Zawarcie listu intencyjnego z FyoniBio [neutralne]

EUROPEAN COMPANIES
SIEMENS ENERGY / ENERGY EQUIPMENT: Wyniki 4Q26/27: Backlog wspiera dalszy wzrost marż i wypłat dla akcjonariuszy [pozytywne]
VOESTALPINE / METALS: Wyniki 2Q26/27: koszty energii i cła opóźniają poprawę rentowności pomimo wzrostu cen wywołanych CBAM i safeguard [neutralne]
FLSMIDTH / MINING EQUIPMENT: Wyniki 3Q26: wzrost liczby dużych zamówień poprawia perspektywy dostaw [lekko pozytywne]
HENKEL / BUILDING PRODUCTS: Wyniki 3Q26: budownictwo w Europie pozostaje słabe, a surowce zwiększają presję na marże
DE'LONGHI / HOME APPLIANCE: Wyniki 3Q26: podniesienie guidance z uwagi na silny wzrost segmentu Professional [lekko pozytywne]
EINHELL / BUILDING PRODUCTS: Wyniki 3Q26: Sprzedaż przyspiesza, ale koszty ograniczają poprawę rentowności [neutralne]
MUNTERS / HVAC: Capital Market Day: oczekiwana wyraźna poprawa marży segmentu DCT [lekko pozytywne]
TECHNOPROBE / SEMI EQUIPMENT: Wyniki 3Q26: Popyt związany AI napędza inwestycje klientów, 4Q przejściowo słabsze [neutralne]
JENOPTIK / SEMI EQUIPMENT: Wyniki 3Q26: utrzymanie mocnego popytu klientów, szczególnie w segmencie semi [pozytywne]
INFINEON / SEMICONDUCTORS: Wyniki 4QFY26: AI i odbicie automotive przyspieszają wzrost zysków
ELMOS / SEMICONDUCTORS: Wyniki 3Q26: Automotive wspiera wzrost, dostępność wafli wymaga zabezpieczeń

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

CEZ (CEZ CP; HOLD; TP CZK 1,385)
Wyniki za 3Q26 [neutralne]

CZKm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	72 861	92 986	84 981	74 746	78 787	8%	5%	76 027	74 205
EBITDA	**29 277**	**33 872**	**35 275**	**23 750**	**27 057**	-8%	14%	**25 828**	**26 995**
Generation	16 732	17 853	15 888	11 431	14 336	-14%	25%	13 586	
Nuclear	15 500	17 200	11 500	12 500	12 900	-17%	3%	12 500	
RES	1 600	700	700	2 100	1 900	19%	-10%	2 100	
Emission gen.facilities	-300	700	1 100	300	800	-	167%	1 000	
Trading	-100	-800	2 600	-3 600	-1 300	-	-	-2 146	
1-offs	32	53	-12	131	36	13%	-73%	131	
Distribution	8 147	12 388	12 707	9 083	8 667	6%	-5%	9 000	
Sales	3 034	1 946	3 588	1 761	1 998	-34%	13%	2 419	
Mining	1 573	1 803	3 130	1 509	2 089	33%	38%	1 000	
Others	-209	-118	-38	-34	-33	-	-	-177	
EBIT	**15 443**	**19 188**	**20 933**	**10 130**	**13 964**	-10%	38%	**12 428**	**13 650**
Financials	-3 204	-3 402	-3 100	-5 038	-3 413	-	-	-3 500	
EBT	11 605	15 730	18 465	5 099	10 591	-9%	108%	8 928	
Income tax	-6 542	-9 868	-4 012	-1 470	-2 076	-	-	-2 232	
Net profit	**5 513**	**5 941**	**13 498**	**3 934**	**8 616**	56%	119%	**6 696**	**8 050**
OCF	17 559	-469	48 043	25 048	18 158	3%	-28%	13 079	
Capex	-15 892	-17 441	-15 747	-13 778	-16 497	4%	20%	-15 000	
Net debt	206 300	213 900	206 700	199 900	236 000	9%	-3%	224 421	
EBITDA margin	40%	36%	42%	32%	34%			34%	36%
EBIT margin	21%	21%	25%	14%	18%			16%	18%
Net profit margin	8%	6%	16%	5%	11%			9%	11%
P/E12M trailing	25.1	25.6	24.8	24.9	22.5				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.6	6.9	7.2	5.9	6.0				

Source: Company, Trigon DM, Company - consensus median

- Wyniki są zbliżone do konsensusu. EBITDA w 3Q26 wyniosła 27.1 mld CZK. Przy negatywnym saldzie finansowym w kwocie -3.4 mld i przy stopie podatkowej 20%, zysk netto wyniósł 8.6 mld CZK – 7% powyżej oczekiwań.
- OCF w 3Q wyniósł 18.2 mld CZK, przy negatywnym wpływie z NWC w kwocie -13 mld CZK (głównie na należnościach) i przy negatywnym wpływie na podatkach (-7 mld CZK). Prezentowany capex wynosi -16.5 mld CZK, ale po stronie nabycia aktywów (M&A) widoczna jest dodatkowo kwota -12.5 mld CZK (m.in. nabycie Techem i BTS [ESCO] – usługi grzewcze dla budynków i biogaz/biometan). Wypłata dywidendy w 3Q (-25 mld CZK, łącznie z minorities). Dług netto wzrósł o 36 mld q/q do 236 mld CZK (z 1.6x do 2.0x ND/EBITDA LTM).
- Guidance na 2026: EBITDA bez zmian (109-114 mld CZK), rewizja in plus zysku netto skor. o ok. 2.5 mld (do 34-37 mld CZK). Wpływ na rewizję ma spodziewany wpływ sprzedaży 49% udziałów w słowackiej spółce jądrowej JESS (+2.2 mld CZK zysku na sprzedaży w 4Q).
- Hedging energii: 80% pozycji na 2027 (91 EUR/MWh vs. 88 EUR w poprzednim kwartale), 55% na 2028r. (83 EUR/MWh vs. 81 EUR poprzednio) i 21% na 2029 (80 EUR/MWh 78 EUR poprzednio).

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	158,775	0.0%	0%	41%
WIG20	4,208	0.0%	0%	39%
mWIG40	10,743	0.0%	0%	32%
sWIG80	29,285	0.0%	-5%	-2%
PX (Prague)	2,645	-1.1%	2%	6%
BUX (Budapest)	146,592	1.4%	3%	36%
BET (Bucharest)	34,285	-0.1%	3%	47%
BIST30 (Istanbul)	14,644	0.3%	-2%	27%
DAX	26,663	1.2%	5%	9%
FTSE 100	10,835	0.8%	2%	9%
STOXX Europe 600	663	0.7%	4%	13%
S&P 500	7,619	1.3%	-2%	11%
NASDAQ 100	28,374	2.3%	-7%	11%
Nikkei 225	60,773	1.3%	-12%	19%
Shanghai Comp	3,657	0.5%	-4%	-9%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.7%	4.2	-23.8	92.2
PL 10Y bond yield	6.1%	1.6	-16.3	84.7
CZ 10Y bond yield	5.2%	5.3	-17.5	60.6
HU 10Y bond yield	5.4%	10.0	-24.0	-153.0
RO 10Y bond yield	7.1%	1.9	-10.8	15.1
WIBOR 3M	3.9%	0.0	2.0	-38.0
EURIBOR 3M	2.7%	-3.5	10.6	73.3

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	3.98	0.1%	1.3%	8%
EUR/PLN	4.41	0.0%	0.6%	4.0%
EUR/USD	1.11	-0.1%	-0.7%	-4.4%
GBP/PLN	5.28	0.1%	-1.6%	-9.2%
CZK/PLN	0.18	0.1%	-0.5%	-3.4%
HUF/PLN	0.012	0.1%	-0.5%	-8.9%
RON/PLN	0.83	0.0%	-0.4%	0.9%
CNY/PLN	0.60	-0.1%	-1.7%	-14.0%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,984	-0.4%	-4%	-5%
Silver (USD/toz)	51.4	-1%	-15%	-3%
Copper (USD/t)	13,817	1.0%	-5%	28%
Zinc (USD/t)	3,756	1.2%	-1%	22%
Molybdenum (USD/lb)	34.2	-0.1%	3%	49%
Iron ore (USD/t)	91	-1.1%	1%	-12%
HCC (USD/t)	254	-0.2%	-4%	13%
HRC EU (EUR/t)	760	1.3%	1%	27%
Brent crude oil (USD/bbl.)	92.4	-0.4%	-13%	47%
CO2 (EUR/t)	89.6	1.7%	3%	8%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	87.2	3%	8%	180%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	146	3.7%	6%	64%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	549	1.5%	-2%	25%
Shanghai Freight Index	3,633	-1.5%	-1%	134%

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

Wyniki za 3Q26: EBITDA w Polsce o 2% powyżej naszych oczekiwań, dalsze przyspieszenie GMV w 4Q, podniesienie guidance i nowa umowa z InPostem [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
GMV Poland	16,231	18,870	16,489	18,514	18,624	15%	1%	18,666	18,585
Active buyers (m)	15.2	15.3	15.5	15.6	15.8	4%	1%	15.7	-
GMV per buyer LTM (PLN)	4,262	4,327	4,393	4,482	4,580	7%	2%	4,582	-
Take rate	*13.0%*	*12.3%*	*12.6%*	*12.6%*	*12.5%*	*-0.4p.p.*	*-0.1p.p.*	*12.6%*	-
GMV International	599	1,026	804	1,058	1,209	102%	14%	1,184	1,198
Revenues	2,837	3,430	2,952	3,339	3,406	20%	2%	3,403	3,377
Poland	2,745	3,236	2,822	3,167	3,215	17%	2%	3,206	3,201
International	101	201	134	176	195	93%	10%	197	184
EBITDA	851	861	895	993	1,093	28%	10%	1,058	-
adj. EBITDA	918	882	932	1,030	1,129	23%	10%	1,103	1,040
adj. EBITDA Poland	1,034	1,054	1,018	1,153	1,232	19%	7%	1,213	1,154
adj. EBITDA International	-115	-172	-86	-123	-103	-	-	-110	-117
EBIT	607	612	631	717	790	30%	10%	782	-
Net profit	396	439	341	529	575	45%	9%	570	-
adj. net profit	434	485	468	573	639	47%	11%	611	-
Net debt	3,529	2,801	3,391	2,714	3,219	-9%	19%		
adj. P/E 12M trailing	39.3	36.2	33.8	31.6	28.6				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	19.3	18.6	17.9	17.2	16.4				
EBITDA margin	30%	25%	30%	30%	32%				
EBIT margin	21%	18%	21%	21%	23%				
Net profit margin	14%	13%	12%	16%	17%				

Source: Company, Trigon

#Polska

- GMV wzrosło o 14,7% r/r do 18,6mld PLN, wobec +12% w 2Q, zbliżone do oczekiwań;
- Adj. EBITDA o 19,2% do 1 232mln PLN, przy rekordowej marży EBITDA/GMV 6,61% wobec 6,37% przed rokiem;.
- Take rate spadł o 0,44p.p. r/r do 12,54%, przez inwestycje w konkurencyjność cenową oraz mniejszych przychodów z tradycyjnego promowania ofert;
- Przychody reklamowe wzrosły o 34% r/r do 453mln PLN, wyraźnie szybciej niż GMV;
- Koszty marketingu spadły o 5% r/r do 334mln PLN po wzroście o 18% r/r w 1H26 (nasze szac. +2%) dzięki mocnemu ruchowi organicznemu i mniejszej presji konkurencyjnej ze strony chińskich platform;
- Utrzymana kontrola kosztów wynagrodzeń (+5% r/r do 314mln PLN) i IT (+7% do 67mln PLN).
- Średnia cena produktu wzrosła o 4,4% r/r, a po korekcie o miks kategorii o 5,4%, dzięki inflacji i wybieraniu przez klientów droższych produktów;

#International

- GMV +102% r/r do 1,21mld PLN, wobec +82% w 2Q, przy czym pozytywny wpływ kursów walut odpowiadał za 9p.p. dynamiki;

#Nowa umowa z InPostem

- Umowa obowiązuje do końca 2031 roku, z prawem Allegro do przedłużenia o kolejne 2 lub 3 lata;
- Umowa wprowadza niższe stawki dostaw, zmienioną indeksację oraz rabaty uzależnione od wolumenu, a jej minimalna wartość wynosi około 8mld PLN;
- Retroaktywne zastosowanie nowych stawek za cały 2026 rok da 270-280mln PLN pozytywnego wpływu na adj. EBITDA;

#Logistyka

- Udział przesyłek zarządzanych przez Allegro wzrósł do 51% z 50% w 2Q, średni koszt paczki spadł o 1,5% r/r;
- Sieć One Box przekroczyła cel roczny 12tys. automatów, nowy cel na koniec roku wynosi 12,5tys.

#Outlook 4Q26

- W pierwszych pięciu tygodniach 4Q dynamika GMV w Polsce przyspieszyła do około 16% r/r;
- Zagranicą utrzymuje się wzrost GMV o około 100% r/r.

#CF/dług

- OCF wzrósł o 74% r/r do 939mln PLN;
- Dług netto 3,2mld PLN, ND/EBITDA 0,81x vs 0,72x w 2Q po wydatkach 0,9mld PLN na skup akcji;

#Guidance 2026 Polska

- GMV wzrost o 13%, poprzednio 11-13% (Trigon est. +13,2% r/r);
- Przychody wzrost 15-16%, poprzednio 13-15% (Trigon est. +16,7%);
- Adj. EBITDA wzrost o 18,5-20,5%, w tym korzyści z umowy z InPostem, poprzednio 11-14% (Trigon est. +16,6% r/r)
- CAPEX 1,1mld PLN, wobec wcześniejszego przedziału 1,0-1,1mld PLN;

#Guidance 2026 International

- GMV około +80% r/r, poprzednio +65-75%, przychody +40-50%, poprzednio +35-45%;
- Strata adj. EBITDA bez zmian na poziomie 470-490mln PLN;
- CAPEX około 40mln PLN wobec wcześniejszych 40-50mln PLN.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2846	2455.2	2531.1	2498.8	112%
WIG20	1954.8	2069.1	2072.7	2074.7	94%
WIG40	341.4	381.0	391.5	362.3	87%
sWIG80	41.2	55.2	58.9	59.8	70%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	404	ASB	79.5	ICE	8.6
PKO	389.0	BFT	55.7	GNS	4.2
PKN	217.9	XTB	52.4	COG	2.8
PEO	199.5	MDV	49.5	DIG	2.5
LPP	176.3	ACP	36.6	CRQ	2.1
KGH	173.6	MIL	27.5	BMC	1.9
DNP	137.3	TPE	23.2	TOA	1.5
PZU	131.3	TEN	10.7	DAT	1.4
CDR	78.9	ENA	10.7	LWB	1.4
EBP	76.5	GPW	9.3	BRS	1.2

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
LPP	152%	TEN	679%	ICE	666%
ALE	142%	ATC	227%	ECH	348%
PEO	137%	ENA	180%	MLG	345%
PZU	130%	COG	167%	BRS	269%
MBK	124%	BHW	160%	ATC	227%
MDV	124%	DVL	146%	APT	221%
CDR	120%	GPP	142%	BMC	215%
EBP	117%	BFT	141%	SKA	208%
PKO	114%	PXM	127%	MSZ	190%
PKN	110%	MIL	124%	ENT	180%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20		Worst
LPP	28,460	3.1%	EBP	788	-1%
CDR	275	2.0%	DNP	38	-0.9%
KRU	336	2.0%	PGE	16	-0.6%
BDX	768	1.7%	KGH	288	-0.5%
PKN	128	1.6%	ZAB	32	0.1%
Best			mWIG40		Worst
ASB	164.9	5.7%	BFT	5,915.0	-4%
RVU	17.2	5.4%	TEN	88.7	-3.9%
DVL	8.4	5.0%	GRX	2.4	-1.8%
GPW	99.5	3.1%	LWB	22.9	-1.7%
MIL	23.8	2.5%	ACP	230.2	-1.2%
Best			sWIG80		Worst
GNS	15.6	12.2%	ICE	45.4	-7%
RVU	17.2	5.4%	DAT	86.0	-4.6%
CRJ	362.0	3.7%	MLG	91.0	-4.2%
OND	8.2	3.5%	MSZ	6.4	-3.3%
APT	25.3	3.3%	MNC	37.2	-2.9%

OHB (OHB GR; No recommendation)

Wyniki za 3Q26: Skor. EBITDA powyżej oczekiwań, wzrost backlogu i utrzymany guidance [neutralne]

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	283.9	394.7	270.9	329.2	312.5	10%	-5%	323.5	303.4
EBITDA	33.5	39.3	25.7	10.6	31.1	-7%	192%	36.4	36.8
adj. EBITDA	35.0	44.6	27.3	33.0	39.3	12%	19%	36.4	36.8
EBIT	23.4	27.4	15.2	-0.3	19.9	-15%	-	24.9	26.5
Net profit	12.4	26.3	9.9	-5.1	14.3	16%	-	16.1	22.7
EBITDA margin	11.8%	10.0%	9.5%	3.2%	10.0%	*-1.84pp*	*6.7pp*	11.3%	12.1%
EBIT margin	8.2%	6.9%	5.6%	-	6.4%	*-1.86pp*	-	7.7%	8.7%
Net profit margin	4.4%	6.7%	3.7%	-	4.6%	*0.22pp*	-	5.0%	7.5%
Order backlog (EURbn)	3,117	3,194	3,354	3,304	3,937	26%	19%	4,135	
Backlog/revenues (LTM)	2.8x	2.6x	2.7x	2.6x	3.0x	9%	17%	3.1x	
OCF	-20.2	166.2	-112.5	-82.0	-23.6	-	-		
Capex	-3.8	-8.6	-7.5	-9.8	-7.3	-	-		
Net debt	249.9	99.2	220.6	-148.5	-86.5	-	-		
P/E12M trailing	725.9	89.1	81.1	102.6	98.3				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	39.6	36.3	35.8	30.8	30.3				

Source: Company, Trigon

- Backlog wyniósł 3,94 mld EUR (+26% r/r, +19% kw/kw), odpowiadając około 3,0x przychodów LTM;
- Spółka wskazuje w komunikacie na 2,3 mld EUR zamówień pozyskanych w 2026, przy utrzymaniu pipeline potencjalnych kontraktów na poziomie około 20 mld EUR;

#Outlook & Guidance

- Utrzymano guidance FY26: total operating performance (TOP) na poziomie ~1,4 mld EUR oraz marża skor. EBITDA 10,5-11,0%, co implikuje 147-154 mln EUR skorygowanej EBITDA;
- Po 9M26 TOP wyniósł 946,5 mln EUR, a skorygowana EBITDA 99,7 mln EUR, co oznacza realizację odpowiednio 68% oraz 65-68% całorocznych założeń;
- Guidance implikuje około 454 mln EUR TOP i 47-54 mln EUR skorygowanej EBITDA w 4Q26, przy marży 10,4-12,0%;
- Podtrzymano cele średnioterminowe: TOP >4,0 mld EUR oraz marża skorygowanej EBITDA około 13%.

DATAWALK

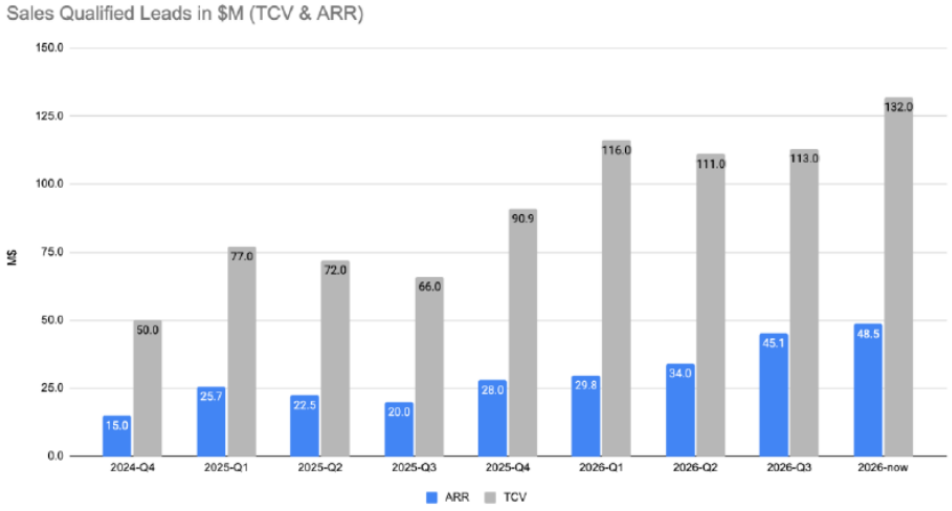
Wyniki za 3Q zgodne ze wstępnymi, wzrost wartości lejka projektów, oczekiwanie podpisania umowy w 4Q26, która pomoże w skokowym wzroście przychodów [pozytywne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Qprel.
Revenues	**10.3**	**7.3**	**6.7**	**4.0**	**7.0**	**3.5**	**-52%**	**-50%**	**3.5**
Poland	1.3	1.4	1.6	1.5	1.4	1.4	-4%	-4%	
Americas	1.5	1.3	3.3	1.5	1.0	1.1	-19%	8%	
Other regions	7.5	4.6	1.7	1.1	4.6	1.1	-76%	-76%	
Government sector	1.7	4.8	2.3	1.7	1.7	1.7	-64%	2%	
Private sector	8.6	2.5	4.3	2.3	5.3	1.8	-29%	-66%	
Licences	6.6	2.7	2.2	0.0	3.0	0.0	-99%	-99%	
Technical support	3.3	3.5	3.3	3.2	3.3	3.3	-4%	2%	
Implementation services	0.5	1.0	1.4	0.8	0.7	0.2	-84%	-78%	
Other	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	
Revenues y/y	*130%*	*58%*	*-26%*	*-70%*	*-32%*	*-52%*			
Revenues LTM	37.5	40.2	37.8	28.4	25.1	21.2	-47%	-15%	
Revenues LTM y/y	*62%*	*73%*	*53%*	*-10%*	*-33%*	*-47%*			
Operating costs	-70.7	-5.5	-20.9	-53.2	2.2	-29.3	-	-	
Operating costs adj.	-16.7	-14.4	-16.1	-17.0	-19.3	-21.8	-	-	
Gross profit from sales	-60.4	1.9	-14.2	0.0	0.0	1.7	-9%	-	
Other operating income/cost	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	52%	51%	
EBITDA	-59.4	3.1	-14.1	-47.9	10.5	-24.4	-	-	
adj. EBITDA	**-5.3**	**-5.8**	**-8.1**	**-11.8**	**-10.9**	**-16.9**	-	-	**-16.9**
Rev. minus adj. EBITDA	15.6	13.1	14.8	15.8	17.9	20.4	55%	14%	
EBIT	-60.4	1.9	-15.3	-49.1	9.3	-25.6	-	-	-25.6
adj. EBIT	**-6.3**	**-7.0**	**-9.3**	**-13.0**	**-12.1**	**-18.1**	**-**	**-**	**-18.1**
Net profit	-50.8	0.4	-14.8	-41.1	6.4	-24.0	-	-	
EV/Sales LTM	12.9	12.2	13.0	16.1	18.4	22.5			
Net cash	65.1	58.8	56.8	158.2	151.6	136.5			

Source: Company, Trigon

#List Prezesa

- Przy wielomilionowych kontraktach procesy decyzyjne trwają 18-24 miesięcy;
- Pozyskano do sił sprzedażowych ekspertów z firm Quantexa i SAS;
- 80% nowego kodu jest tworzone przy wsparciu sztucznej inteligencji;
- Zaawansowane rozmowy z dużymi instytucjami i służbami - w tym oczekiwana w Q4 2026 umowa - zdaniem zarządu przełożą się na skokowy wzrost przychodów w kolejnych okresach;
- Dla klientów rządowych lub dużych klientów komercyjnych cykl sprzedażowy może trwać nawet od 24 do 36 miesięcy.



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

3Q26 Results Review: Potwierdzenie wstępnych wyników, metagra zmierza w dobrym kierunku [neutralne]

PLNm		3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.	3Q26P
Revenues		21.8	21.4	24.7	19.4	15.8	-27%	-19%	15.8	15.9	15.8
	F2P	20.7	20.3	23.6	18.6	15.1	-27%	-19%	15.1		15.1
	HOPA	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7	-41%	-18%	0.7		0.7
	Premium	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	203%	88%	0.1		0.1
EBITDA		6.7	7.0	7.9	6.6	5.4			5.2	5.2	
adj. EBITDA		**7.1**	**7.4**	**8.2**	**7.0**	**6.1**			**5.2**		
EBIT		5.6	5.7	6.2	5.0	3.6	-35%	-27%	4.4	3.9	3.6
Net profit		5.1	6.0	5.3	4.4	3.0	-41%	-31%	4.2	3.6	3.0
adj. Net profit		**5.5**	**6.4**	**5.7**	**4.8**	**3.4**			**4.2**		
OCF		3.8	-2.1	-2.2	1.4	-1.4					
Net debt		-30.7	-28.2	-25.3	-26.8	-28.8					
P/E adj. 12M trailing		9.2	9.0	10.1	10.6	11.7					11.9
EV/EBITDA adj. 12M trailing		6.4	7.0	7.2	7.1	7.2					-
EBITDA margin		32.5%	34.7%	33.3%	36.0%	38.4%			33.1%	32.7%	-
EBIT margin		25.6%	26.7%	25.1%	25.7%	22.9%			27.7%	24.2%	22.9%
Net profit margin		23.6%	28.2%	21.4%	22.6%	19.2%			26.4%	22.6%	19.2%

Source: Company data

FINANCIALS

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

Bank zamierza przeprowadzić zwolnienia grupowe do 400 osób w latach 2027-2029

- Zarząd podjął uchwałę o zamiarze przeprowadzenia zwolnień grupowych, które w latach 2027-2029 obejmą nie więcej niż 400 pracowników banku. Jako powód bank podaje dalszą cyfryzację i automatyzację procesów;
- Skala odpowiada ok. 5.5% zatrudnienia: grupa miała na koniec 2025 r. 7.2 tys. etatów;
- Bank nie podał jeszcze szacunku rezerwy restrukturyzacyjnej. Kolejny raport bieżący opublikuje po zakończeniu konsultacji ze związkami zawodowymi;

OTP BANK (OTP HB; BUY; TP HUF 49,753)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26

#Wyniki

- Zysk netto HUF 355mld był o 8% wyższy od konsensusu, ale beat wynika w całości z jednorazowego efektu podatkowego ok. HUF 39mld – zysk przed opodatkowaniem był o 4% poniżej oczekiwań przez rezerwę EUR 80mln na sprawy frankowe w Słowenii;
- Bez obu pozycji zysk netto byłby ok. 4% powyżej konsensusu – NII był zgodny z oczekiwaniami, a niższe koszty operacyjne i koszty ryzyka poza Słowenią, w tym rozwiązanie odpisów na rosyjskich obligacjach, z nadwyżką zrównoważyły słabsze prowizje.

#Guidance i marża

- Zarząd nie zmienia celów na 2026 r.: w skali roku wzrost kredytów przekracza zakładane ok. 15% (w 3Q +4% kw/kw), a NIM, który w 3Q wyniósł 4.63%, ma do końca roku pozostać powyżej ubiegłorocznego poziomu;
- Prognozę C/I wyższego niż 41.7% z 2025 r. zarząd utrzymuje z ostrożności, choć w 3Q wskaźnik wyniósł 40.6%;
- W horyzoncie ok. roku zarząd nie oczekuje trendowej zmiany marży, o ile nie dojdzie do istotnych ruchów stóp, których w swoim zasięgu geograficznym nie zakłada
- Ujemne jaws (w 3Q koszty +7% r/r wobec przychodów +4% r/r) zarząd określa obecnie jako główny problem i zapowiada działania naprawcze, a ich skalę przedstawi 5 marca wraz z oczekiwaniami na 2027 r.

#Węgry

- Obciążenia sektorowe na 2027 r. są już znane i pozostaną zbliżone do tegorocznych, zarząd przesuwa oczekiwania ich spadku na 2028 r.;
- Wnioski w ramach Home Start można składać do 15 listopada, bank odnotowuje ich lawinowy napływ i zapowiada realizację wszystkich spełniających kryteria, więc 4Q może być mocny pod względem nowej sprzedaży i wzrostu kredytów;
- Zastępujący Home Start program Wekerle Plus ma węższe kryteria i wyższe oprocentowanie dla mieszkań z rynku wtórnego, dlatego zarząd oczekuje w 2027 r. spowolnienia wzrostu hipotek do tempa pośredniego między tegorocznym a normalnym;
- Od 2027 r. bank zamierza wdrożyć dopuszczoną ustawowo inflacyjną indeksację opłat;
- Spadek prowizji od papierów wartościowych w 3Q wynikał z sezonowości i opóźnionych rozliczeń, więc w 4Q mają one być wyższe;
- Zarząd ocenia, że realny termin przyjęcia euro przez Węgry to najwcześniej początek 2032 r., a udział prowizji walutowych w przychodach jest tam niewielki, znacznie niższy niż w Chorwacji.

#Rosja

- Przegląd strategii w Rosji ma się zakończyć do końca roku i wynika z dwóch czynników: od 4Q25 rosyjska spółka nie może wypłacać dywidend, a obecność w Rosji jest wrażliwym tematem przy przejęciu Luminora;
- Zarząd nie wskazał preferowanego rozwiązania – zapowiedział jedynie, że jeśli przegląd przyniesie inne wnioski niż dotychczasowa strategia pozostania w Rosji, przedstawi je 5 marca przy wynikach rocznych;
- Sprzedaż zarząd ocenia jako skrajnie trudną i nie widzi szans na zmianę tej sytuacji, choć aktywnie szuka kupców i innych wariantów. Warunki się nie zmieniły, tj. bank nie przyjmie ryzyka compliance ani ryzyka kontrahenta i zaakceptuje tylko niewielkie dyskonto do wartości spółki;
- Nawet w skrajnym scenariuszu utraty rosyjskiej spółki bez żadnej rekompensaty, który zarząd uznaje za całkowicie nieprawdopodobny, CET1 grupy wzrósłby o 40pb – ubytek kapitału zostałby z nadwyżką zrównoważony przez spadek aktywów ważonych ryzykiem;
- W razie zmiany strategii bank może zacząć raportować wyniki bez Rosji (w 3Q wypracowała HUF 51mld zysku netto, ok. 14% zysku grupy).

#Słowenia
- Rezerwa EUR 80mln na sprawy frankowe to centralny szacunek całkowitej straty z bieżących i przyszłych pozwów – ryzyko odchylenia w górę i w dół jest według zarządu symetryczne, a wygaszanie spraw może potrwać ponad pięć lat;

#Kapitał i buyback
- Zamknięcie przejęcia Luminora obniży CET1 i Tier 1, zbliżając Tier 1 do docelowego poziomu, który zarząd definiuje jako górną część grupy porównywalnych banków;
- Bank nie ma ustalonego payoutu ani docelowych poziomów kapitału, a buyback traktuje jako narzędzie jego dostrajania – im więcej akwizycji poza Luminorem, tym mniejsze skupy, i odwrotnie.

#Pozostałe rynki
- W Uzbekistanie zarząd liczy na dalsze przyspieszenie kredytów (w 3Q +3% kw/kw), co przez potrzebę droższego finansowania w walucie lokalnej może częściowo cofnąć poprawę NIM wynikającą z optymalizacji kosztu depozytów;
- Proponowany w Bułgarii podatek od nadzwyczajnych zysków na 2027 r. może kosztować grupę ok. EUR 20mln do 30mln, wobec zysku netto DSK przekraczającego w tym roku EUR 500mln;
- W Serbii po zmianie władzy bank nie widzi nietypowych odpływów depozytów ani pogorszenia jakości portfela, choć polityka gospodarcza nowego rządu pozostaje niejasna;
- Jako strategiczny problem zarząd wskazuje zbyt małą skalę w Chorwacji (czwarte miejsce na rynku), Albanii i Mołdawii, co obniża rentowność tych spółek, i przyznaje, że nie ma tu szybkiego rozwiązania.

ALIOR BANK (ALR PW; BUY; TP PLN 165) / PZU (PZU PW; HOLD; TP PLN 75)

Przedłużenie współpracy w zakresie ochrony kredytowej do 11 listopada 2031 r.
- Aneksy do umów gwarancji i kontrgwarancji przedłużają okres dostępności limitów do 11 listopada 2031 r.;
- Odnawialny limit gwarancji ochrony kredytowej wynosi 2 mld PLN; gwarancje mogą być udzielane na okres do pięciu lat, przy zachowaniu przez Alior 10% ryzyka zobowiązań w portfelu;
- Odnawialny limit kontrgwarancji wynosi 1.6 mld PLN; wynagrodzenie PZU zależy m.in. od wielkości i jakości portfela objętego ochroną.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)

Wypowiedzenie długoterminowego kontraktu LNG z Katarem [neutralne]

Orlen wypowiedział długoterminowy kontrakt LNG z Katarem: Spółka wypowiedziała jedną z dwóch umów z QatarEnergy ze względu na utrzymującą się siłę wyższą i brak dostaw. Kontrakt obejmował 1 mln ton LNG rocznie (15,3 TWh), z ceną indeksowaną do ropy naftowej, a jego szacowana wartość w 2026 r. wynosiła 570 mln EUR (2,5 mld PLN). Umowa miała obowiązywać do 2034 r., a okres wypowiedzenia wynosi 60 dni. Drugi kontrakt z QatarEnergy, obejmujący do 1 mln ton LNG rocznie i indeksowany do cen gazu, pozostaje w mocy.

GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)

Plan dokapitalizowania Polic

Spółki podpisały niewiążący list intencyjny zakładający emisję do 60 mln nowych akcji Polic, które obejmie wyłącznie Grupa Azoty, zwiększając swój udział do ok. 75%. Dokapitalizowanie ma obejmować do 170 mln PLN wkładu gotówkowego oraz konwersję pożyczek udzielonych Policom (obecnie 247 mln PLN kapitału do spłaty). Transakcja ma poprawić sytuację kapitałową Polic i umożliwić korzystanie z pomocy publicznej. Planowany termin realizacji to 30 czerwca 2027 r.

CONSUMER

DYSTRYBUTORZY AUTOMOTIVE

MEKO zaraportował w 3Q26 spadek organicznej sprzedaży o 1% w Polsce i krajach bałtyckich
- Przychody regionu wyniosły 1,33mld SEK (−1% r/r), w tym w Polsce 1,11mld SEK (−3% r/r), a w krajach bałtyckich 225mln SEK (+11% r/r);
- Wzrost w krajach bałtyckich i eksporcie nie skompensował słabszej sprzedaży w Polsce, dynamika organiczna regionu obniżyła się do −1% z +4% w 2Q26;
- Adj. EBIT wyniósł 21mln SEK wobec −19mln SEK przed rokiem, a marża adj. EBIT 1,6% wobec −1,4%. Poprawę wspierały działania efektywnościowe oraz wyższa marża brutto w Polsce;
- Zaplanowane redukcje zatrudnienia w Polsce zostały w dużej mierze zakończone; ich efekty mają wspierać rentowność w kolejnych okresach.

RYNEK SAMOCHODÓW

Średnie ceny transakcyjne nowych aut w Polsce -4.3% r/r w 3Q26
- Raport Superauto.pl wskazuje na spadek średnich cen transakcyjnych nowych samochodów o 4.3% r/r w 3Q26; w sierpniu spadek wyniósł 7.6%, a we wrześniu 7.5%;
- W segmencie marek popularnych ceny transakcyjne spadły o 4.2% r/r, a chińskich o 3.3%; udział chińskich producentów w rynku wyniósł w październiku 13.5%, wobec 15.9% w sierpniu;
- Import aut używanych spadł o 9% r/r w październiku i o 6.6% r/r w okresie styczeń–październik.

TMT

RECRUIT HOLDINGS

Wyniki kwartalne i podsumowanie konferencji właściciela portalu Indeed: podniesienie guidance HR Technology dzięki lepszym założeniom wolumenu i dalszej poprawie monetyzacji ogłoszeń

JPYb	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q
Revenue	879	915	943	961	1,045	1,095	20%	5%
HR Technology	342	356	360	401	455	490	38%	8%
US	183	197	201	222	262	290	48%	11%
y/y	-6%	4%	11%	23%	43%	48%		
Europe and Others	69	75	78	87	98	105	40%	7%
y/y	5%	13%	21%	34%	42%	40%		
Japan	90	84	82	92	96	95	13%	-1%
y/y	-4%	-7%	-5%	-2%	7%	13%		
Staffing	408	421	447	427	455	462	10%	2%
Marketing Solutions / MMT	137	144	144	140	142	150	4%	5%
Adjusted EBITDA	187	207	218	182	293	298	44%	2%
EBITDA margin	21.3%	22.7%	23.1%	18.9%	28.0%	27.2%		
margin HR Tech	35.0%	37.9%	39.1%	38.7%	47.4%	47.6%		
margin Starffing	6.6%	6.6%	6.8%	3.4%	6.2%	5.8%		
margin Marketing Solut.	31.6%	32.3%	34.4%	11.3%	36.0%	27.0%		
EPS (in JPY)	84	89	104	73	145	151	69%	3%
P/E 12M trailing	62.8	60.2	55.8	51.4	43.7	38.0		

Source: Company, Trigon

#Wyniki

- Rok fiskalny grupy kończy się w marcu, a 2Q obejmuje okres od lipca do września.
- Przychody HR Technology w kwartale wzrosły o 27,5% r/r w USD do 3,1mld USD, przy marży adj. EBITDA wynoszącej 47,6%;
- W USA przychody wzrosły o 36,6% r/r do 1,82mld USD, mimo spadku łącznej liczby ogłoszeń o około 2% r/r;
- Średni przychód na ogłoszenie w USA (ARPJ) wzrósł o 39% r/r, dzięki przechodzeniu klientów na droższe pakiety oraz zwiększaniu wydatków w ramach poszczególnych pakietów;
- ARPJ obejmuje wszystkie ogłoszenia na Indeed, również bezpłatne, więc jego wzrost odzwierciedla poprawę monetyzacji całej platformy i zmianę miksu produktów;

#Guidance FY26

- Guidance dla całej grupy bez zmian, podniesiony dla segmentu HR Technology;
- Założenie dotyczące liczby ogłoszeń w USA podniesione z około -4% do -1% r/r, przy stabilizacji w drugim półroczu FY26;
- Outlook wzrostu przychodów HR Technology podniesiono do 23,2% r/r z 18,7%, przy marży adj. EBITDA 46,5% (z 45,8%);
- W USA oczekiwany wzrost przychodów 31% (poprzednio 25)%, a wzrost ARPJ 33% (poprzednio 30%);
- W Europie i innych krajach poza Japonią wzrost przychodów w USD o 24% (poprzednio o 23%);
- EPS w FY26/27 543 JPY.

#Konferencja

- Wzrost napędzają głównie MŚP publikujące bezpośrednio na Indeed, przy większej liczbie płacących klientów i wyższym przychodzie na płatne ogłoszenie;
- MŚP płacą więcej przede wszystkim za szybszą rekrutację, a wielu nowych klientów od razu wybiera produkty premium;
- Monetyzacja pozostaje mocna mimo wyższej bazy już po rozpoczęciu wdrożeń produktów AI;
- Przychody w Wielkiej Brytanii wzrosły o około 40% r/r, w Kanadzie o 59% w walutach lokalnych, a w Japonii o 13,2% w JPY;
- Poprawa popytu na pracowników tymczasowych może poprzedzać ożywienie rekrutacji stałych, ale zarząd nie zakłada jeszcze silnego odbicia;
- Popyt pozostaje mocny na wykwalifikowanych pracowników fizycznych, natomiast rekrutacje dla centrów danych mają niewielki udział we wzroście platformy;
- AI poprawia dopasowanie i selekcję kandydatów, a spółka testuje rozliczenia za kwalifikowaną aplikację lub rozmowę rekrutacyjną;
- Masowe aplikacje generowane przez agentów AI zwiększają potrzebę filtrowania kandydatów;
- Według zarządu przewagą Indeed nad uniwersalnymi agentami AI pozostają dane o zachowaniach obu stron rekrutacji;
- Produktywność programistów Indeed wzrosła według spółki o ponad 65% względem 2024 r., przy zbliżonych r/r kosztach osobowych HR Technology w półroczu;

GAMING

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

Studio z dwiema nagrodami na Golden Joystick Awards [lekko pozytywne]

-The Witcher 4 wygrał Most Wanted Game z 18% głosów, przed Resident Evil Veronica (10%) i Fable (8%). Wśród pozostałych nominowanych były m.in. God of War Laufey, Black Myth: Zhong Kui, Final Fantasy VII Revelation, Metro 2039 i Tomb Raider: Legacy of Atlantis (dwie ostatnie od Embracera);

- The Witcher 3: Wild Hunt – Remastered zwyciężył w Best Remake / Remaster z 37% głosów vs Assassin's Creed Black Flag Resynced (23%) i Metal Gear Solid: Master Collection Vol. 2 (13%). Nominowane były też Gothic 1 Remake, Star Fox i Trails in the Sky 2nd Chapter;

- GTA VI nie było uwzględnione w głosowaniach. Premiera 19.11 przypada po terminie kwalifikacyjnym do głównych nagród. Według GamesRadar, tytuł formalnie mógł startować w Most Wanted, lecz pominięto go po zwycięstwach w 2024–25 i przy zbliżającej się premierze;

- Nagrody przyznawane głosami graczy potwierdzają siłę IP i wysoki poziom zainteresowania Wiedźminem 4 względem innych planowanych premier jak i docenienie darmowego remastera Wiedźmina 3. Golden Joystick Awards to jedne z najbardziej prestiżowych w branży.

TEN SQUARE GAMES (TEN PW; HOLD; TP PLN 102)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Poprawa KPI nowych gier, ale monetyzacja wciąż daleka od celu [neutralne]

- Płatności w październiku: Fishing Clash (15.8 mln PLN vs 13.1 mln PLN we wrześniu), Hunting Clash (4.5 mln PLN vs 4.5 mln PLN), Trophy Hunter (4.9 mln PLN vs 5.2 mln PLN), Medal Hunter (1.2 mln PLN vs 1.4 mln PLN), Wings of Heroes (4.2 mln PLN vs 4.1 mln PLN);

- Trophy Hunter: wdrożono trzy z pięciu planowanych systemów monetyzacji, czwarty jest w fazie testów, a piąty ma zostać uruchomiony na początku 1Q27. Pełna ocena ich efektywności wymaga nawet sześciu miesięcy. Widać pierwszą poprawę monetyzacji, również w starszych kohortach, ale płatności na użytkownika pozostają poniżej Fishing Clash. Największym ryzykiem pozostaje skuteczność wdrażanych mechanik;

- Medal Hunter: gra ma obecnie najlepszą retencję w portfolio, przewyższając Trophy Hunter, ale słabszą monetyzację. Priorytetem pozostaje optymalizacja gameplayu, która może potrwać jeszcze kilka tygodni lub dłużej. Do tego czasu spółka nie planuje istotnego skalowania UA. Zarząd oczekuje zakończenia prac nad monetyzacją do końca 1Q27, choć liczba wymaganych iteracji pozostaje niepewna;

- Wings of Heroes: zarząd wskazuje na poprawę LTV i zachowań najbardziej zaangażowanych graczy. Nadal trwają prace nad monetyzacją i poprawą efektywności UA, które mają pozwolić na wyjście poza obecną, relatywnie niszową skalę produktu. Brak jednak konkretnych deklaracji dotyczących dalszego wzrostu;

- Fishing Clash / Hunting Clash: w Fishing Clash wydłużono cykl wprowadzania nowych łowisk z czterech do pięciu tygodni, co według modeli predykcyjnych lepiej odpowiada zachowaniom graczy, ale zwiększa zmienność miesięcznych płatności. Październikowe odbicie po słabym wrześniu wynikało wyłącznie z nowej zawartości. W Hunting Clash spółka nadal ogranicza UA, nie widząc ekonomicznego uzasadnienia dla jego zwiększania;

- Fishing Trip: soft launch ma zweryfikować retencję, efektywność reklam i zachowania kohort. Wersja iOS opóźnia się przez proces akceptacji w App Store. Zarząd zakłada kilka miesięcy testów przy ograniczonym UA, bez deklaracji terminu global launchu. Monetyzacja początkowo będzie w istotnym stopniu opierać się na reklamach, ale docelowo konieczny będzie rozwój mikropłatności, bez których trudno osiągnąć odpowiednią skalę;

- Nowe projekty / pipeline: Kilka gier znajduje się na etapie testów rynkowych lub bezpośrednio po nich, a kolejny, odmienny produkt ma być testowany jeszcze w 2026. Rozwój następnej gry w linii TH/MH odłożono do zakończenia prac nad monetyzacją obecnych tytułów. Real Combat Simulator czeka decydujący test, po którym prace mogą zostać zawieszone;

- DTC: webstore'y Trophy Hunter i Medal Hunter mają zostać uruchomione do końca 2026, a Wings of Heroes w dalszej kolejności. Możliwość promowania alternatywnych płatności w aplikacjach pozostaje ograniczona do USA. Zarząd nie deklaruje istotnego wzrostu penetracji DTC. Niezależnie od DTC spółka korzysta z obniżek prowizji Google (program Level Up);

- Reklamy / rewarded ads: udział rewarded ads w bookings Grupy wzrósł z ok. 1.5% dwa lata temu do 8.4% obecnie. Szczególnie istotne jest skuteczne wdrożenie reklam w Fishing Clash po kilku wcześniejszych nieudanych próbach. Spółka zatrudniła specjalistę odpowiedzialnego za dalszy rozwój tego obszaru, w którym zarząd nadal widzi przestrzeń do optymalizacji;

- UA / efektywność marketingu: Rosnące CPI ograniczą efektywność skalowania nowych gier. Spółka zatrudniła nowego Head of Growth (wcześniej m.in. Zynga), a pierwsze testy wskazują na możliwość obniżenia kosztów pozyskania graczy, choć skalowalność efektów pozostaje niepewna. Zarząd nie przedstawił guidance dotyczącego UA w 4Q26 ani terminu osiągnięcia rentowności przez TH/MH, deklarując jedynie, że pozyskiwane kohorty powinny się zwracać.

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

We wtorek wystartowały testy Hunting Grounds

EMBRACER (EMBRACb SS)

Mocne wyniki bez dużych premier, obiecujący pipeline na 2H

- Przychody w 2Q wzrosły o 14% y/y do SEK 4.13bn (+20% organicznie), a Cash EBIT poprawił się do SEK 203m z SEK -66m rok wcześniej. FCF wyniósł SEK 55m wobec SEK -508m, a wyniki obu segmentów przekroczyły wewnętrzne oczekiwania;

- Fellowship wygenerował SEK 124m Cash EBIT (+28% y/y), dzięki mocnym tantiemom z Magic: The Gathering / The Hobbit. Cash EBIT segmentu Embracer wzrósł do SEK 128m z SEK -109m, wspierany przez mobile (+42% y/y), dystrybucję (+39% y/y) i oszczędności;

- Spółka utrzymała guidance Cash EBIT na FY 2026/27 na poziomie minimum SEK 1bn, podkreślając, że jest to dolna granica oczekiwań. W 3Q zakłada wynik zbliżony do ubiegłorocznego, natomiast FCF ma być mocno skoncentrowany w 4Q;

- METRO 2039 przekroczył 2m wishlist na wszystkich platformach, wyprzedzając KCD II na analogicznym etapie przed premierą. Tomb Raider: Legacy of Atlantis również notuje wishlist i preorder powyżej założeń. Premiery zaplanowano odpowiednio na 4 i 12 lutego 2027;

- Dawn of War IV zbiera pozytywne opinie przedpremierowe, a Stage Tour notuje przedsprzedaż powyżej oczekiwań, szczególnie w zestawach z hardware'em. Obie gry zadebiutują w grudniu, przy czym Stage Tour charakteryzuje się relatywnie niskim budżetem produkcyjnym;

- Kolejna odsłona Kingdom Come planowana jest na FY 2027/28. Zarząd wskazuje na możliwość skrócenia cyklu produkcyjnego dzięki równoległym pracom i wykorzystaniu technologii poprzednich części. W tym samym roku planowana jest premiera Darksiders 4;

- Mobile utrzymuje mocne momentum dzięki Sled Surfers i Glow Fashion Idol, a zarząd nie widzi obecnie oznak wygasania ich popularności. Wydzielenie Fellowship Entertainment pozostaje planowane na 2027, stanowiąc dodatkowy potencjalny katalizator dla wyceny.

INDUSTRIALS

CSG (CSG NA; BUY; TP EUR 22.0)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [negatywne]

#Outlook, guidance

- Podtrzymano guidance przychodów FY26 na poziomie 7,4-7,6mld EUR, ~300mln EUR dostaw przesunięto z 3Q na 4Q, a realizacja założeń wymaga sprzedaży ~2,6-2,8mld EUR w 4Q26;
- Obniżenie guidance marży Operating EBIT do ~21% ma wynikać z niższych cen sprzedawanych zapasów amunicji standardowego zasięgu, opóźnienia dostaw bardziej rentownej amunicji extended-range oraz większego udziału Land Systems, gdzie marże wynoszą zwykle 15-18%;
- Utrzymano cele średnioterminowe: mid-teens organic revenue CAGR, marża Operating EBIT 26-28% i Capex 4-5% sprzedaży;
- Guidance na 2027 rok ma zostać przedstawiony przy wynikach rocznych;

#Defence Systems: M/L Ammo

- Przesunięcie popytu w stronę extended-range następuje szybciej od oczekiwań, udział standard-range w popycie na amunicję artyleryjską spadł według zarządu do ~30% lub niżej, wobec wcześniej zakładanych 40-50%;
- CFO wskazał na początkowy spadek cen standard-range o ~20%, przy nadal zmiennych cenach, sprzedaż zapasów będzie kontynuowana w 4Q26 i przez 2027, co oznacza utrzymanie presji na rentowność również w przyszłym roku;
- Ceny extended-range pozostają według zarządu stabilne, z możliwością lekkiego wzrostu, ograniczeniem dostaw są przede wszystkim komponenty, m.in. ładunki modułowe, base bleed i materiały wybuchowe;
- W 3Q praktycznie całą własną produkcję 155mm przestawiono na extended-range, podobny profil oczekiwany jest w 2027, natomiast standard-range ma być dostarczany z zapasów, ewentualnie z recommissioningu lub wznowionej produkcji zależnie od popytu;
- Podtrzymano plan ~850tys. szt. własnej produkcji dużego kalibru w 2026 i dojścia do ~1,1mln szt. rocznie do końca 2027;
- Integracja pionowa pozostaje głównym źródłem oczekiwanej poprawy marż, jednak pełne efekty będą rozłożone w czasie;
- Walsrode i Gnaschwitz (Niemcy) mają rozwijać produkcję energetics w 2027, TNT w Lavrio ma ruszyć do końca 2027, natomiast produkcja ładunków w JV z EURENCO ma rozpocząć się dopiero w 2Q28;

#Land Systems i USA

- Rentowność Land Systems ma poprawiać się wraz z rozwojem programów i rosnącym udziałem aftermarket, w krótkim terminie duża koncentracja dostaw w 4Q będzie jednak obniżać marżę Grupy;
- CSG prowadzi rozmowy dotyczące wejścia z pojazdami na rynek niemiecki, według CEO możliwości te nie są jeszcze uwzględnione ani w backlogu, ani w pipeline;
- Kwalifikacja do pięcioletniego programu modernizacji amerykańskich fabryk amunicji o wartości do 4,2mld USD umożliwia udział w kolejnych postępowaniach, ale sama nie stanowi zamówienia;

#Ammo+, Advanced Systems i Space

- Popyt cywilny w USA pozostaje mocny, z wolumenami bliskimi historycznym szczytom, podwyżki cen kompensują presję miedzi i koszty rozbudowy, ale CFO zaakceptował założenie marży Ammo+ zbliżonej do ~8% osiągniętych po 9M;
- Pierwsze amerykańskie przychody z produkcji silników w Firecrest Aerospace oczekiwane są od 2027, trwa kilka postępowań przetargowych w USA;
- Inwestycja w MDA Space ma umożliwiać CSG pełnienie roli głównego wykonawcy konstelacji satelitarnych na rynkach, gdzie Grupa ma silne relacje;
- Współpraca z MDA Space może przyjąć formę JV i obejmować integrację z rozwiązaniami ISR, bez podania skali ani harmonogramu przychodów;

#Working capital, finansowanie

- Podniesienie celu NWC na koniec FY26 do <35% przychodów z <20% oznacza przesunięcie części uwolnienia gotówki na 2027, przyczyną są dłuższe terminy dostaw extended-range i Land Systems oraz finansowanie komponentów i podwozi;
- Pożyczki dla dostawców o wartości 700mln EUR mają być odrębne od NWC i standardowych przedpłat, dotyczą kilku podmiotów, głównie europejskich dostawców energetics, a ich spłata ma nastąpić do września 2027;
- Cel raportowanego ND/EBITDA na koniec FY26 wynosi <2.0x, a skor. <1.5x; korekta wyłącza 731mln EUR inwestycji w JV i pakiety strategiczne oraz 700mln EUR pożyczek dla dostawców;
- Capex FY26 ma pozostać na poziomie ~8,5% sprzedaży, z istotnym przyspieszeniem w 4Q;
- CFO oczekuje powrotu NWC w okolice 20% przychodów po zakończeniu integracji pionowej, ale przedstawił to jako długoterminowe oczekiwanie, bez formalnego guidance i terminu realizacji.

COGNOR HOLDING

Plan emisji do 27.84 mln akcji z wyłączeniem prawa poboru

- Planowana emisja obejmuje do 27.84 mln akcji, tj. 12% obecnego kapitału zakładowego, w subskrypcji prywatnej skierowanej do wybranych inwestorów;
- Cena i ostateczna liczba akcji mają zostać ustalone w przyspieszonej budowie księgi popytu; środki mają wzmocnić kapitały i finansować działalność grupy;
- Emisja wymaga uchwały NWZA zwołanego na 7 grudnia 2026 r.

TRANS POLONIA

Wyłączność negocjacyjna w sprawie przejęcia podmiotu transportowo-logistycznego

- Trans Polonia zawarła umowę o wyłączności negocjacji dotyczących potencjalnego nabycia podmiotu z branży transportowo-logistycznej o rocznych przychodach w przedziale 200–300 mln EUR;
- Złożona oferta ma charakter niewiążący; spółka nie ujawniła nazwy podmiotu ani ceny transakcji, a prowadzenie negocjacji i badania due diligence nie oznacza zawarcia umowy przejęcia.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

ECHO INVESTMENT (ECH PW; BUY; TP PLN 7.0)

Stanowisko Zarządu dotyczące ceny zaproponowanej w wezwaniu

- KPMG oceniło cenę 5.20 PLN/akcję jako odpowiadającą wartości godziwej dla akcjonariuszy mniejszościowych, wskazując, że znajduje się ona w dolnej części oszacowanego przedziału. Wycena bazuje na skorygowanym NAV/SOTP i uwzględnia dyskonto za brak kontroli. Granic przedziału oraz wysokości dyskonta nie ujawniono.
- Członkowie zarządu posiadają łącznie 1.30mln akcji (0.31% kapitału) i nie zamierzają odpowiedzieć na wezwanie. Zarząd zakłada brak istotnej zmiany struktury akcjonariatu w jego wyniku.
- Przy planowanym rozliczeniu wezwania 7.12.2026, zaliczka z akcji sprzedanych w wezwaniu przypadnie Lisali. Sprzedający otrzymają 5.20 PLN/akcję bez dodatkowej zaliczki; KPMG uwzględniło ten aspekt w opinii.
- Zarząd otrzymał projekt umowy organizacyjnej z Lisalą; warunki, w tym opłaty doradcze, będą negocjowane. KPMG nie uwzględniło ewentualnych skutków umowy, ponieważ jej warunki nie były doradcy znane.

ECHO INVESTMENT (ECH PW; BUY; TP PLN 7.0)

Warunkowa zaliczka na poczet dywidendy za FY26 w wysokości PLN 0.40 na akcję [pozytywne]

- Zarząd Echo Investment podjął uchwałę o warunkowej wypłacie zaliczki na poczet dywidendy za FY26 w łącznej kwocie PLN 165.1 mln, co odpowiada PLN 0.40 na każdą z 412,690,582 akcji.
- DY = 7.5%.
- Na zaliczkę składa się PLN 20.0 mln z jednostkowego zysku netto za 1Q26 (wyniósł on PLN 42.3 mln) oraz PLN 145.1 mln z kapitału rezerwowego utworzonego na wypłatę dywidendy. Jednostkowy zysk netto spółki w FY25 wyniósł PLN 129.1 mln.
- Dzień ustalenia prawa do zaliczki wyznaczono na 9 grudnia 2026 r., a jej wypłata nastąpi 16 grudnia 2026 r. Wypłata wymaga jeszcze zgody Rady Nadzorczej, która musi zostać udzielona do dnia wypłaty.

PEKABEX (PBX PW; Under Review)

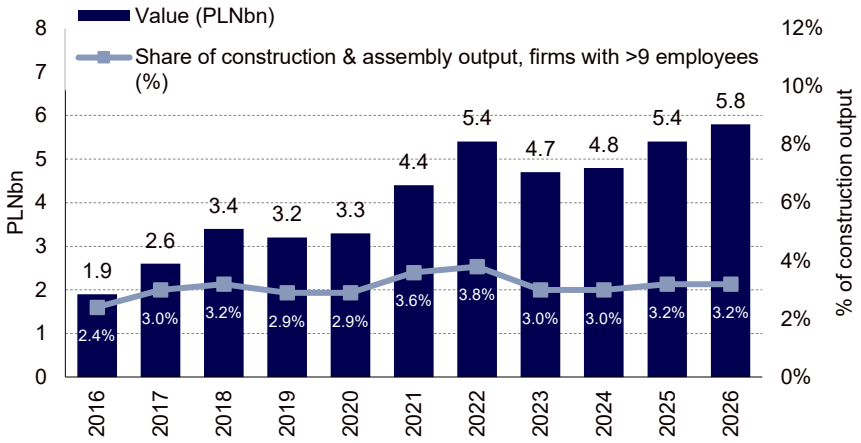
Spółka wydłuża plan naprawczy w związku ze słabą koniunkturą

- Pekabex poinformował, że program wewnętrznej transformacji Grupy przebiega zgodnie z założeniami, jednak plan naprawczy zostanie wydłużony ze względu na sytuację rynkową. Spółka przygotowuje już kolejny etap programu na 2027 r.
- Według zarządu rynek budowlany w Polsce i w Niemczech pozostaje trudny z powodu braku inwestycji. Spółka upatruje szans w serwerowniach i wieżach wiatrowych, jednak większość projektów serwerowni w Niemczech została przesunięta z uwagi na problemy energetyczne, a niemiecka fabryka ma trudności z pozyskiwaniem zleceń.
- Plan obejmuje m.in. redukcję kosztów stałych, poprawę efektywności produkcji i selektywne pozyskiwanie zleceń. Zarząd ocenia, że efekty są już widoczne, jednak ze względu na późne ożywienie w Skandynawii spółka zrewidowała założenia na FY26E.

PEKABEX (PBX PW; Under Review) / RYNEK PREFABRYKACJI

Polski rynek prefabrykacji betonowej powinien wzrosnąć o 6% w 2026 - Spectis

- Według raportu Spectis wartość rynku ciężkiej prefabrykacji betonowej w Polsce wzrośnie w 2026E o ok. 6% r/r do 5.8 mld PLN, a w 2027E powinna przekroczyć 6 mld PLN.
- Rynek pozostaje mocno rozdrobniony i ma duży potencjał do dalszej konsolidacji.
- Rentowność netto 100 największych producentów spadła z ok. 7% w latach 2022-23 do 3% w 2025 r. z powodu słabszego popytu, presji cenowej i wysokich kosztów stałych.
- Szansą na poprawę rentowności są inwestycje kolejowe i energetyczne o łącznej wartości ponad 900 mld PLN, które mogą zwiększyć popyt na specjalistyczne prefabrykaty.



UNIBEP

Podpisanie umowy o wartości 281 mln PLN netto z MPEC w Tarnowie

- Przetarg dotyczy budowy instalacji kogeneracji do produkcji energii z przetworzonych odpadów komunalnych.
- Drugą najniższą ofertę o wartości 300 mln PLN netto złożyło AB Industry co daje odchylenie o ok. 7%.
- Budżet zamawiającego wyniósł 246 mln PLN netto.

- Termin realizacji to 162 tygodnie od daty podpisania umowy.

BIOTECH

GEDEON RICHTER (RICHT HB; HOLD; TP HUF 13 474)

Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q26 [neutralne]

- 2026 outlook: Zarząd podniósł guidance na 2026 r. do >10% wzrostu przychodów Pharma CER oraz high-teens wzrostu Clean EBIT CER, wspieranych mocnym Vraylar, szybszą poprawą BIO i dyscypliną kosztową. FX pozostaje istotnym headwindem – w 9M26 przychody Pharma wzrosły +11,7% CER vs +2,6% w HUF, a Clean EBIT +25% CER vs +8% raportowane.
- Segmenty: CNS: pozostaje głównym źródłem wzrostu i gotówki; przychody 9M26 +19% CER, wspierane Vraylar i Reagila (+37% CER). AbbVie zaraportowało sprzedaż Vraylar na poziomie USD3,04bn (+17% r/r).
- Momentum pozostaje mocne, choć dynamiki powinny stopniowo normalizować się wraz z rosnącą bazą. W R&D, ABBV-932 nie osiągnął istotności statystycznej dla głównego endpointu w depresji dwubiegunowej, choć wykazał sygnał skuteczności w podgrupie bipolar I.
- WHC: wzrost przyspieszył do +19% CER w 3Q26 i +11% w 9M26, napędzany Ryeqo, Lenzetto i Drovelis. Menopauza pozostaje jednym z kluczowych kierunków rozwoju; FDA przyjęła NDA dla Fylrevy, z decyzją oczekiwaną do 3Q27. Jednocześnie spółka zwiększa R&D w endometriozie i innych obszarach WHC.
- BIO: najsilniejsza poprawa wyników – wyższa sprzedaż biosimilarów, lepszy miks i wykorzystanie mocy pozwoliły osiągnąć okolice break-even w 3Q26, szybciej niż wcześniej oczekiwano. Dalsza poprawa powinna być wspierana przez nowe biosimilary i CDMO, choć presja cenowa w Europie pozostaje ryzykiem.
- GM: po słabym 1H26 dynamika poprawiła się do +17% CER w 3Q26, częściowo dzięki niskiej bazie. Strategia zakłada poprawę miksu w kierunku bardziej specjalistycznych i wyżej marżowych produktów, podczas gdy OTC pozostaje słabsze.
- Rentowność / cash flow: Clean EBIT Pharma wzrósł w 9M26 o +25% CER (+8% raportowane). Operating leverage wspierają Vraylar, ograniczenie strat BIO oraz dyscyplina OPEX. W kolejnych kwartałach poprawa marż powinna się normalizować ze względu na wyższą bazę, rosnące R&D w WHC/CNS i presję FX, przy utrzymaniu kosztów pod kontrolą.

MABION (MAB PW; Under Review)

Zawarcie listu intencyjnego z FyoniBio [neutralne]

- Mabion podpisał LOI z niemieckim FyoniBio dotyczący wspólnej oferty zintegrowanych usług CDMO, obejmującej rozwój linii komórkowych, upstream, downstream oraz produkcję substancji czynnej i produktu gotowego.
- Istotnym elementem współpracy ma być wspólne wejście na rynek japoński, gdzie partnerzy chcą oferować lokalnym biotecom kompleksową ścieżkę rozwoju i produkcji biologics.
- FyoniBio odpowiadałoby za cell line development i upstream, natomiast Mabion za banki komórkowe, downstream oraz produkcję DS/DP. Model obejmuje również wspólną promocję i cross-referral klientów.

EUROPEAN COMPANIES

SIEMENS ENERGY / ENERGY EQUIPMENT

Wyniki 4Q26/27: Backlog wspiera dalszy wzrost marż i wypłat dla akcjonariuszy [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Zarząd szacuje globalny rynek turbin gazowych w FY26 na 140-150GW wobec 108GW w FY25 i 64GW w FY24, oczekując utrzymania zbliżonego średniego poziomu do FY30 oraz 120-150GW rocznie w latach FY31-FY35
- Popyt na turbiny poza data centers wzrósł o ok. 50% względem FY24 dzięki elektryfikacji, zastępowaniu innych paliw gazem oraz inwestycjom w stabilność sieci i bezpieczeństwo dostaw energii
- Gas Services pozyskał w FY26 zamówienia na 42GW nowych jednostek, a łączny backlog na koniec roku wyniósł 104GW, w tym 65GW wiążących zamówień i 39GW rezerwacji slotów produkcyjnych
- Zarząd oczekuje konwersji rezerwacji slotów do zamówień w FY27 przy marżach wyższych niż w zamówieniach z FY26, a jedynie 2GW zamówień zaksięgowanych w 4Q tłumaczy harmonogramem kontraktacji, bez oznak osłabienia popytu
- Klienci powiązani z data centers odpowiadają za ok. 15mld EUR ze 164mld EUR backlogu grupy, przy czym spółka stara się uwzględniać w tej kategorii również zamówienia utilities związane z zasilaniem centrów danych
- Rynek Grid Technologies ma według spółki rosnąć o ok. 6% rocznie do FY30, a nawet po uwzględnieniu zapowiedzianych inwestycji konkurentów podaż dużych transformatorów pozostaje niewystarczająca
- Backlog Grid Technologies wynosi 52mld EUR i zapewnia widoczność od dwóch do ośmiu lat zależnie od produktu, natomiast zamówienia serwisowe całej grupy sięgają 71mld EUR
- Zarząd pozostaje przekonany o długoterminowej roli offshore wind, ale przyznaje, że nie ma jeszcze dostatecznej widoczności rozwoju poszczególnych rynków onshore i offshore w kolejnej dekadzie

#Koszty i marże

- Marża backlogu nowych jednostek Gas Services poprawiła się o 26pp względem FY22, w tym o 14pp w samym FY26, a nowe kontrakty serwisowe mają marże operacyjne o ok. 5pp wyższe od średniej istniejącego portfela
- Marża backlogu Grid Technologies wzrosła o 12pp względem FY22, przy stabilizacji cen części rozwiązań w Europie oraz utrzymaniu korzystniejszego pricingu w USA i w dużych transformatorach
- Cel marżowy FY30 nie wymaga kolejnej istotnej podwyżki cen, ponieważ opiera się na realizacji już pozyskanych zamówień, korzystniejszym miksie segmentowym, produktywności i ograniczaniu kosztów
- Zarząd wskazuje, że inflacja kosztów ogranicza możliwość prostego przenoszenia poprawy marż nowych kontraktów serwisowych na przyszłe wyniki, a część łańcucha dostaw Gas Services nadal pozostaje napięta

#Outlook/guidance

- Guidance FY27 zakłada porównywalny wzrost przychodów o 14-16%, marżę przed pozycjami specjalnymi 14-16%, ok. 5mld EUR zysku netto i ok. 10mld EUR FCF przed podatkiem
- Backlog pokrywa ok. 85% oczekiwanych przychodów FY27, bez uwzględnienia znacznej części transakcyjnego serwisu, którego zapotrzebowanie spółka ocenia jako dobrze przewidywalne
- W FY27 Gas Services ma osiągnąć 18-20% marży przed pozycjami specjalnymi, Grid Technologies 21-23%, a Gamesa 0-2%, co oznacza realizację wcześniejszego celu marżowego grupy na FY28 rok przed terminem

- Cele FY30 obejmują ponad 70mld EUR przychodów, porównywalny CAGR 12-14% względem FY26 i 20-22% marży przed pozycjami specjalnymi, przy czym marża FY30 wyłącza opłatę licencyjną za markę Siemens
- Gas Services ma do FY30 zwiększać przychody o 15-17% rocznie i osiągnąć 25-27% marży, a Grid Technologies odpowiednio 16-18% i 24-26%
- Gamesa ma osiągnąć 3-5% marży w FY28 i 8-10% w FY30 oraz dodatnią generację gotówki od FY28, jednak zarząd traktuje ten poziom rentowności jako etap dalszej poprawy, a nie ostateczny cel
- Spółka planuje zwiększyć moce turbin gazowych, transformatorów i rozdzielnic gazowych o ponad 50% między FY26 a FY30, przy capexie 5-6% przychodów w FY27 i późniejszej normalizacji poniżej 4%
- Skumulowany FCF przed podatkiem w FY27-FY30 ma wynieść ok. 55mld EUR, w tym ok. 15mld EUR rocznie od FY28
- Do FY30 spółka zamierza zwrócić akcjonariuszom ponad 25mld EUR poprzez dywidendę na poziomie 40-60% zysku netto i skup akcji do ok. 3mld EUR rocznie
- Zamówienia nowych turbin w FY24-FY30 mają zwiększyć flotę o ok. 250GW, co przy obecnym pricingu odpowiada ponad 100mld EUR potencjalnych przychodów z dwudziestoletnich kontraktów serwisowych
- Przychody serwisowe Gas Services mają ponad dwukrotnie wzrosnąć do FY35, a rosnący udział dużych turbin HL powinien korzystnie wpływać na miks rentowności
- Siemens Energy przygotowuje wydzielenie Transformation of Industry z udziałem współinwestora i zachowaniem istotnego pakietu mniejszościowego, natomiast na zwiększenie udziału w Siemens Energy India z 16% do 51% w 2028 przewiduje 3,5-4,5mld EUR

EURm	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26	Y/Y	Q/Q	FY25	FY26
Order backlog (EURbn)	138	146	154	162	164	19%	1%	538	626
Book-to-bill	1.36x	1.82x	1.72x	1.57x	1.16x	-15%	-26%	1.51x	1.54x
Gas Services	1.54x	2.83x	2.55x	2.65x	1.26x			1.89x	2.26x
Grid Technologies	2.19x	1.95x	2.28x	1.48x	1.30x			1.90x	1.70x
Transformation of Industry	1.01x	1.21x	0.88x	1.18x	1.07x			1.05x	1.09x
Siemens Gamesa	0.41x	1.01x	0.33x	0.38x	0.82x			0.82x	0.63x
Orders	14214	17609	17749	17926	14818	4%	-17%	58,928	68,102
Gas Services	4769	8751	8869	9967	5260	10%	-47%	22,996	32,847
Grid Technologies	6880	5964	6996	5367	5651	-18%	5%	21,424	23,978
Transformation of Industry	1629	1579	1254	1809	1705	5%	-6%	6,002	6,347
Siemens Gamesa	1123	2435	846	1050	2405	114%	129%	8,444	6,736
Revenue	10428	9675	10294	11447	12826	23%	12%	39,077	44,242
Gas Services	3094	3097	3478	3756	4172	35%	11%	12,198	14,503
Grid Technologies	3145	3054	3067	3624	4362	39%	20%	11,305	14,107
Transformation of Industry	1614	1303	1422	1527	1596	-1%	5%	5,723	5,848
Siemens Gamesa	2744	2418	2526	2743	2939	7%	7%	10,311	10,626
Profit before SI	471	1159	1164	1623	1540	227%	-5%	2,355	5,486
Gas Services	251	515	552	648	669	167%	3%	1,580	2,384
Grid Technologies	463	538	524	722	876	89%	21%	1,791	2,660
Transformation of Industry	177	154	171	218	164	-7%	-25%	646	707
Siemens Gamesa	-303	-374	-44	75	23	-	-69%	-1,036	-320
Net profit	236	746	835	1188	1360	476%	14%	1,686	4,129
Free cash flow	1157	2807	1716	2111	1354	17%	-36%	4,097	9,145
Profit margin before SI	4.5%	12.0%	11.3%	14.2%	12.0%	167%	-15%	6.0%	12.4%
Gas Services	8.1%	16.6%	15.9%	17.3%	16.0%	98%	-8%	13.0%	16.4%
Grid Technologies	14.7%	17.6%	17.1%	19.9%	20.1%	37%	1%	15.8%	18.9%
Transformation of Industry	11.0%	11.8%	12.0%	14.3%	10.3%	-6%	-28%	11.3%	12.1%
Siemens Gamesa	-11.0%	-15.5%	-1.7%	2.7%	0.8%	-	-70%	-10.0%	-3.0%

Source: Company, Trigon

VOESTALPINE / METALS

Wyniki 2Q26/27: koszty energii i cła opóźniają poprawę rentowności pomimo wzrostu cen wywołanych CBAM i safeguard [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Railway Systems, Aerospace & Power Industries oraz Warehouse & Rack Solutions utrzymują dobry popyt i mocne portfele zamówień
- W europejskim sektorze stali safeguards i CBAM wspierają ceny, a stopniowa normalizacja zapasów klientów daje pozytywne sygnały przed negocjacjami kontraktów na styczeń 2027
- W High Performance Metals widoczna jest niewielka poprawa w większości segmentów, przy mocnym aerospace oraz odpornym popycie ze strony food & beverage, medtech i mining
- Automotive pozostaje słabsze od wcześniejszych oczekiwań
- W heavy plate projekty energetyczne na Bliskim Wschodzie pozostają odroczone, ale według zarządu nie zostały anulowane, a ich uruchomienie zależy od stabilizacji sytuacji w regionie
- Dodatkowe amerykańskie cła antydumpingowe i wyrównawcze pogarszają ekonomikę eksportu OCTG z Austrii, dlatego spółka zamierza ograniczyć dostawy do USA do poziomu bliskiego zeru do końca roku obrotowego
- W północnoamerykańskim Tubes & Sections lokalne niedobory stali i wzrost jej cen zakłócają działalność
- Wyższe ceny i korzystniejsze koszty surowców, częściowo dzięki FX, poprawiły EBITDA łącznie o ok. 100mln EUR, natomiast słabszy mix i wolumen obciążyły wynik o 122mln EUR

#Koszty i marże

- Wzrost cen gazu w trakcie 2Q26/27 będzie silniej obciążał wyniki 3Q26/27, ponieważ podwyżki cen sprzedaży kompensują koszty energii z opóźnieniem, a większość istotnych negocjacji przypada na styczeń

- Zabezpieczenia cen energii są ograniczone, a magazyn gazu o pojemności 750GWh wobec rocznego zużycia ponad 6TWh łagodzi skok kosztów jedynie przez kilka tygodni
- Niski poziom Dunaju ogranicza wysyłki, szczególnie heavy plate, podnosi koszty logistyki i zatrzymuje gotówkę w zapasach, a alternatywny transport kolejowy utrudniają remonty infrastruktury w Niemczech
- Restrukturyzacja HPM obniżyła koszty o ok. 150mln EUR, a konsolidacja magazynów ma zostać w większości zakończona do końca roku obrotowego
- W Metal Forming dotychczasowe oszczędności ok. 70mln EUR rocznie mają wzrosnąć do ok. 90mln EUR

#Outlook/guidance

- Spółka obniżyła górną granicę guidance EBITDA na 2026/27 z 1,85mld do 1,70mld EUR, pozostawiając dolną granicę bez zmian (1,6mld EUR), ze względu na energię, logistykę, dodatkowe cła i słabszy wynik części biznesów
- Steel ma osiągnąć słabszy wynik w 3Q26/27 niż w 2Q26/27 przez sezonowość i większy wpływ kosztów gazu, natomiast zarząd oczekuje ponownie dobrego 4Q26/27
- Wolumen sprzedaży Steel w 2H26/27 powinien przewyższyć 1H26/27, pod warunkiem poprawy poziomu Dunaju i możliwości nadrobienia zaległych wysyłek
- Zarząd zamierza przenieść wyższe koszty energii na klientów w nowych kontraktach, ale podkreśla, że oczekiwane podwyżki pozostają celem negocjacji
- Metal Engineering nie powinien poprawić wyniku operacyjnego w 2H26/27 względem 1H26/27, natomiast w Metal Forming oczekiwana jest stopniowa poprawa, z sezonowo najmocniejszym 4Q
- Cel FCF na cały rok pozostaje na poziomie ok. 250mln EUR i wymaga istotnego uwolnienia kapitału obrotowego
- W Linz znajduje się ok. 80 tys. ton heavy plate ponad zakładany poziom, które spółka chce wysłać do końca roku obrotowego
- Capex na 2026/27 pozostaje na poziomie ok. 1,15mld EUR, a program greentec steel o wartości 1,5mld EUR jest realizowany zgodnie z budżetem i harmonogramem, z rozruchem EAF w Linz i Donawitz w 1H27
- Cele EBITDA na 2028/29 dla HPM i Metal Forming pozostają na poziomie ok. 400mln EUR dla każdej dywizji, natomiast Automotive Components ma docelowo osiągać marżę EBIT 4-5%.

FLSMIDTH / MINING EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: wzrost liczby dużych zamówień poprawia perspektywy dostaw [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Wysokie ceny miedzi i złota wspierają decyzje inwestycyjne klientów, modernizacje istniejących kopalń i aftermarket, a zarząd widzi początek oczekiwanego przyspieszenia nakładów na sprzęt
- Products: zamówienia wzrosły w 3Q26 o ponad 200% r/r dzięki trzem dużym kontraktom, ytd >0%, pipeline projektów jest mocniejszy niż wcześniej, a najważniejszą zmianą jest większa liczba inwestycji bliskich FID, co wspiera oczekiwania kolejnych dużych kontraktów w 2027-2028, a bazowy kwartalny napływ zamówień pozostaje na poziomie 400-700mln DKK, przy czym duże kontrakty będą pojawiać się nieregularnie
- Service: zamówienia w 3Q26 nieznacznie spadły organicznie r/r, częściowo przez timing modernizacji, ytd wzrost o 10%
- W Pumps, Cyclones & Valves zamówienia wzrosły organicznie o 17% r/r
- Otoczenie dla inwestycji górniczych poprawia się m.in. w Chile, Peru i USA dzięki większej stabilności i wsparciu rządów

#Koszty i marże

- Marże brutto wspierał korzystny mix, ponieważ Service i PC&V odpowiadały za ponad 80% kwartalnych przychodów
- Service utrzymał rentowność w komunikowanym przedziale 19-20% EBITA, a marża PC&V pozostała zbliżona do poprzedniego kwartału na poziomie ok. 23%
- Rozbudowa sieci serwisowej i dostępności części w PC&V oraz Service wymaga dalszego zwiększania zapasów
- W nowych zamówieniach spółka zmienia strukturę milestone payments, aby lepiej finansować produkcję w toku i ograniczać angażowanie własnej gotówki

#Outlook/guidance

- Guidance organicznego wzrostu przychodów w 2026 zawężono z 0-4% do 1-3%, a oczekiwaną skorygowaną marżę EBITA ustalono na poziomie 16,5%, przy górnej granicy wcześniejszego przedziału 16-16,5%
- Założenia wzrostu przychodów Service pozostają na poziomie 3-5%, dla Products przewidywany jest spadek o 9-13%, a guidance PC&V podniesiono z 5-8% do 9-11%
- Zarząd nie oczekuje istotnego przyspieszenia zamówień Service w 4Q26, wskazując na mocną bazę porównawczą i poziom zamówień zbliżony do bieżącego lub nieco niższy
- Kolejne duże zamówienia Products są oczekiwane w nadchodzących kwartałach, ale termin ich zawarcia zależy od decyzji klientów
- Konwersja nowych kontraktów na przychody trwa od 12-18 miesięcy do ponad trzech lat, a część zamówień pozyskanych w 2026 będzie realizowana dopiero w 2029-2030
- Prognoza przepływów operacyjnych na 2026 pozostaje na poziomie do ok. 700mln DKK
- Rok 2027 ma pozostać okresem przejściowym dla kapitału zapasowego, zapasy będą nadal rosły, a spółka będzie realizować starsze projekty z mniej korzystnymi harmonogramami płatności
- Spółka rozwija sprzedaż sprzętu razem z usługami na cały cykl życia, czego przykładem jest pięcioletnia umowa serwisowa w Indiach zawarta przy uruchamianiu instalacji
- Podczas CMD 17 listopada spółka ma przedstawić cele średnioterminowe, kierunki M&A oraz czwartą linię biznesową

HENKEL / BUILDING PRODUCTS

Wyniki 3Q26: budownictwo w Europie pozostaje słabe, a surowce zwiększają presję na marże

#Sytuacja rynkowa

- Aktywność w nowych inwestycjach budowlanych pozostaje niska, a popyt remontowy i infrastrukturalny tylko częściowo kompensuje słabość rynku pierwotnego
- Craftsmen, Construction & Professional zwiększył sprzedaż organicznie o 2,1% w 3Q26, przy mocniejszym manufacturing & maintenance
- W Europie sprzedaż organiczna Craftsmen, Construction & Professional pozostawała poniżej poziomu sprzed roku, mimo przyspieszenia pozostałych obszarów Adhesive Technologies
- W Ameryce Północnej wszystkie trzy obszary Adhesive Technologies odnotowały wzrost organiczny,
- Przekaz nie potwierdza szerokiego odbicia budownictwa, a przyspieszenie całego Adhesive Technologies wynika przede wszystkim z innych rynków końcowych

#Wyniki finansowe

- Przychody Adhesive Technologies wyniosły 3mld EUR, a wzrost organiczny przyspieszył do 7,9% wobec 7,4% w 2Q26 i 1,7% w 1Q26, przy wkładzie pricingu 7,2pp i wolumenów 0,7pp
- Craftsmen, Construction & Professional pozostawał najsłabszym z trzech obszarów Adhesive Technologies, wobec wzrostu organicznego Mobility & Electronics o 12,1% oraz Packaging & Consumer Goods o 9,8%

#Koszty i marże

- Henkel oczekuje wzrostu cen surowców w całym 2026 o ok. 10% r/r, wobec wysokiego jednocyfrowego wzrostu zakładanego przy wynikach półrocznych i niskiego jednocyfrowego na początku roku
- Ok. 75% wpływu wzrostu cen materiałów na wyniki grupy przypada na Adhesive Technologies
- Zmiany cen surowców przechodzą na P&L z opóźnieniem 3-6 miesięcy, dlatego marża Adhesive Technologies w 2H26 będzie niższa niż w 1H26 mimo wdrażanych podwyżek cen
- Guidance zakłada ok. 16,5% adj. EBIT margin Adhesive Technologies w całym 2026
- Obserwowany w ostatnich dniach spadek cen ropy nie przyniósł jeszcze ulgi kosztowej, a ewentualne korzyści powinny pojawić się dopiero w 2027
- Zarząd nie oczekuje wygasania pricingu Adhesive Technologies do końca roku, ponieważ podwyżki pozostają potrzebne do ochrony rentowności

#Outlook/guidance

- Podniesiony guidance wzrostu organicznego Adhesive Technologies na 2026 wynosi 4,5-5,5%, a dobry początek 4Q daje zarządowi podstawy do oczekiwania wyniku w górnej połowie lub przy górnej granicy przedziału
- Realizacja górnej części guidance zależy od utrzymania wzrostu electronics & industrials, nowych kontraktów i pricingu

DE'LONGHI / HOME APPLIANCE

Wyniki 3Q26: podniesienie guidance z uwagi na silny wzrost segmentu Professional [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Sprzedaż grupy w 3Q26 wzrosła organicznie o 7,7%, Professional zwiększył przychody o 36,2% r/r, Household zwiększył sprzedaż w walutach stałych o 3,6%, przy średnim do wysokiego jednocyfrowego wzroście kategorii coffee
- Rynek ekspresów kolbowych z młynkiem rozwija się szybciej od automatów, choć według zarządu również w automatach popyt ponownie przyspiesza
- Nutrition wróciło do niskiego jednocyfrowego wzrostu dzięki Kenwood i Braun, natomiast NutriBullet nadal notował spadek
- W Household dobre wyniki krajów nordyckich, Hiszpanii, Portugalii i Francji kompensowały słabość Niemiec, a wzrost sprzedaży ekspresów w USA ograniczał wpływ słabszych rynków europejskich
- Październik utrzymał trendy z 3Q26, a zarząd nie sygnalizuje problemów z zapasami w kanale ani odchyleń sell-outu od oczekiwań przed najważniejszym sezonem sprzedażowym

#Koszty i marże

- Wynik 3Q26 obejmował ok. 5mln EUR dodatniego wpływu zwrotów ceł, a skumulowana korzyść w 9M26 wyniosła ok. 20mln EUR
- Price/mix w Household pozostawał ujemny przez efekt wcześniejszych selektywnych obniżek cen, a w 4Q26 zarząd oczekuje podobnej sytuacji
- Wydatki reklamowe w 9M26 wzrosły o ponad 16mln EUR r/r i odpowiadały za 11,6% sprzedaży grupy, choć w samym 3Q26 były niższe r/r, w 4Q26 nakłady marketingowe powinny być zbliżone r/r
- W 2027 spółka oczekuje niskiej do średniej jednocyfrowej inflacji kosztów, obejmującej materiały i logistykę
- Zarząd wprost zastrzegł, że nie zapowiada ekspansji marży w 2027, a bazowym kierunkiem jest jej stabilizacja, z możliwością niewielkiej poprawy

#Outlook/guidance

- Guidance adjusted EBITDA na 2026 ponownie podniesiono do 685-705mln EUR, przy utrzymaniu oczekiwania średniego jednocyfrowego wzrostu przychodów
- W Professional przychody i rentowność w 4Q26 mają być zbliżone wartościowo do 2Q26 i 3Q26
- Na 2027 zarząd wskazuje możliwość średniego do wysokiego jednocyfrowego wzrostu Professional
- Nowe ekspresy Eletta Ultra i Magnifica Duo oraz kolejne premiery Kenwood i Braun mają wspierać sprzedaż i przesuwać mix w stronę wyższych poziomów cenowych
- Zarząd oczekuje ograniczenia presji promocyjnej wraz z powrotem inflacji kosztowej w branży
- Priorytetem alokacji kapitału są kolejne akwizycje, szczególnie w Professional, natomiast przy braku transakcji spółka rozważa dalszy buyback oraz dywidendy

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenues	877	1340	778	899	945	8%	5%	3802	3961
Europe	520	869	476	537	549	6%	2%	2349	2431
Americas	174	235	136	179	191	9%	7%	687	740
Asia Pacific	126	169	120	138	137	9%	-1%	539	564
MEIA	58	68	46	45	68	18%	51%	226	227
Net industrial profit	462	666	415	477	498	8%	4%	1965	2056
EBITDA adj.	149	236	126	158	172	15%	9%	625	691
EBITDA	137	219	122	158	166	21%	5%	589	665
EBIT	105	185	91	126	133	27%	6%	458	536
Net profit	71	129	62	80	84	19%	6%	316	355
Operating cash flow	-15	505	-36	145	-24	66%	-117%	544	589
Investing cas flow	-28	-30	-19	-27	-30	7%	14%	-101	-105
Net industrial margin	52.6%	49.7%	53.4%	53.0%	52.7%	0.1%	-0.4%	51.7%	51.9%
EBITDA adj. Margin	17.0%	17.6%	16.2%	17.6%	18.1%	1.2%	0.6%	16.4%	17.4%
EBITDA margin	15.7%	16.4%	15.7%	17.5%	17.6%	1.9%	0.0%	15.5%	16.8%
EBIT margin	12.0%	13.8%	11.8%	14.0%	14.1%	2.1%	0.1%	12.1%	13.5%
Net profit margin	8.1%	9.6%	7.9%	8.9%	8.9%	0.8%	0.1%	8.3%	8.9%

Source: Company, Trigon

EINHELL / BUILDING PRODUCTS

Wyniki 3Q26: Sprzedaż przyspiesza, ale koszty ograniczają poprawę rentowności [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Europejski rynek DIY pozostaje słaby, konsumenci ograniczają większe zakupy, a Einhell przypisuje własny wzrost przede wszystkim zdobywaniu udziałów rynkowych
- Po słabym sezonie ogrodowym i utrzymaniu jego negatywnego wpływu w lipcu i sierpniu sprzedaż we wrześniu wzrosła o 10% r/r, a w październiku o 22% r/r do rekordowych 122mln EUR
- Październik korzystał z pierwszego zatowarowania Einhell Professional w Australii i Nowej Zelandii, ale również z dobrego regularnego biznesu w Niemczech i Europie Zachodniej
- W Niemczech sprzedaż w 3Q26 wzrosła o 6% r/r, natomiast Włochy, Hiszpania i Wielka Brytania łącznie zwiększyły przychody o 9% ytd, dzięki nowym listingom w sieciach DIY i e-commerce
- Europa Wschodnia zwiększyła sprzedaż ytd o 4% do 116mln EUR, przy dodatnim wkładzie Polski, Chorwacji i Turcji, choć sam 3Q26 był słabszy
- Garden odpowiadał za ok. 38% sprzedaży ytd i spadł o 1,8%, natomiast Tools zwiększył przychody o 3,2%
- Francja i Beneluks pozostają poniżej potencjału, mimo pozytywnego rozwoju współpracy z nowym dużym klientem we Francji.

#Koszty i marże

- Marża brutto po 9M26 wzrosła z 41,9% do 44,3%, dzięki większemu udziałowi Power X-Change i Professional, które kompensowały wzrost kosztów surowców, frachtu morskiego i negatywne efekty walutowe
- Rentowność obciążają restrukturyzacja w krajach nordyckich i rozwój hubu w Dubaju
- Zarząd oczekuje poprawy kosztów frachtu morskiego w 2027, ale nadal wskazuje presję kosztów transportu drogowego i płac oraz trudne negocjacje cenowe z odbiorcami

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 utrzymano na poziomie ok. 1,2mld EUR, oznaczającym wzrost o 3-4%, natomiast prognozę marży EBT doprecyzowano do 8,5-9%, z EBT co najmniej 100mln EUR, średnioterminową ambicją pozostaje 2mld EUR przychodów
- Wyższy backlog zaczyna przekładać się na sprzedaż, a zarząd wskazuje również na dobry początek listopada
- Einhell Professional trafił do ponad 300 sklepów w Australii i Nowej Zelandii, a dalsze zamówienia będą zależały od sell-outu po początkowym zatowarowaniu
- Istniejąca baza ponad 8mln baterii Power X-Change w Australii stanowi punkt wyjścia do sprzedaży kolejnych kompatybilnych narzędzi, w tym Professional
- Platforma obejmuje ponad 350 produktów, a celem jest przekroczenie 500 produktów do 2029, przy selektywnym rozszerzaniu oferty o cleaning, watering, outdoor i robotykę

MUNTERS / HVAC

Capital Market Day: oczekiwana wyraźna poprawa marży segmentu DCT [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Backlog grupy wynosi blisko 28mld SEK, a zarząd nie obserwuje osłabienia popytu na chłodzenie data centers, przy czym wzrost zamówień w DCT rozszerza się poza USA i we wszystkich regionach osiąga obecnie wysokie dwucyfrowe dynamiki r/r
- DCT pozyskał dzięki Geoclima około dziesięciu nowych klientów w ciągu roku, a rozszerzenie oferty umożliwia sprzedaż chillerów, jednostek CRAH i CDU w ramach jednego projektu, zwiększając udział Munters w wydatkach klienta
- Zarząd przyjmuje około 15% średniorocznego wzrostu rynku chłodzenia DC
- Ekspozycja DCT na neocloud pozostaje niewielka, dominują hyperscalerzy i tradycyjni operatorzy colocation
- Klienci zazwyczaj rozwiązują kwestie zasilania i pozwoleń przed złożeniem zamówienia, choć w ostatnich dwóch latach jeden projekt neocloud wymagał zmiany lokalizacji i przesunięcia produkcji o sześć miesięcy z powodu braku dostępu do energii
- AirTech odbudowuje wolumen poza bateriami, których udział w order intake spadł z około 40% w 2022 do 11% w ostatnich dwunastu miesiącach, a zarząd nie zakłada powrotu tego rynku do wcześniejszej skali w perspektywie kolejnych 3-4 lat
- Priorytetem AirTech stają się food i pharma oraz inne zastosowania wymagające precyzyjnej kontroli klimatu, gdzie spółka chce rozszerzać dostawy z osuszaczy na centrale wentylacyjne, chłodzenie, pompy ciepła i odzysk energii

#Koszty i marże

- DCT zakłada poprawę marży o 4-6pp względem poziomu 3Q26 do końca 2027 dzięki stabilizacji dostaw, automatyzacji i zwiększeniu skali produkcji, przy czym wskazany poziom nie oznacza średniorocznej poprawy o taką wartość w całym 2027

- Poprawa dostępności komponentów powinna najpierw zwiększyć wolumen, a dopiero później rentowność, ponieważ konieczne jest wykorzystanie wcześniej zgromadzonych zapasów i usunięcie nieefektywności powstałych podczas zakłóceń produkcji
- Automatyzacja przygotowania przewodów, zmiany konstrukcyjne i lutowanie indukcyjne mają ograniczać pracochłonność chillerów oraz zapotrzebowanie na wysoko wykwalifikowanych pracowników, jednak opóźnienia wdrożeń i szkoleń pozostają ryzykiem dla zakładanej poprawy marży
- Zarząd nadal widzi potencjał marży DCT w przedziale high teens, ale nie wskazuje terminu jego realizacji i dopuszcza rozwój przy rentowności mid teens, jeżeli szybki wzrost sprzedaży zapewni odpowiedni przyrost zysku
- W AirTech kluczowe pozostaje wykorzystanie wolnych mocy, a docelowa marża 13-16% jest nadal uznawana za osiągalną mimo nieco niższej rentowności jednostkowej szerszej oferty HVAC, bez określenia terminu dojścia do tego poziomu

#Outlook/guidance

- Grupa utrzymuje średnioterminowy cel wzrostu sprzedaży powyżej 14% rocznie, obejmujący rozwój organiczny i przejęcia, przy czym większość wzrostu ma pochodzić organicznie, a ambicją pozostaje ponowne podwojenie skali działalności
- Cel skorygowanej marży EBITA pozostaje powyżej 14%, ale jego definicja staje się bardziej wymagająca, ponieważ amortyzacja aktywów niematerialnych nie będzie już dodawana z powrotem do wyniku
- W Q&A zarząd dopuścił osiągnięcie grupowej marży powyżej 14% już w 2027 przy skutecznym ramp-upie DCT i poprawie wolumenu AirTech
- DCT usunął ostatnie istotne wąskie gardło związane z jednym komponentem i oczekuje poprawy wolumenów w najbliższych miesiącach, choć zarząd nadal traktuje ograniczenia łańcucha dostaw jako strukturalne wyzwanie branży
- Nowa lokalizacja Geoclima we Włoszech wykorzysta istniejący budynek i ma osiągnąć pełną produkcję pod koniec 2027
- Rozszerzenie AirTech na większą część instalacji klimatycznych może zostać zrealizowane przy obecnych technologiach i bez przejęć, natomiast M&A grupy ma koncentrować się na kompetencjach thermal management, integracji pionowej i wybranych rynkach sąsiadujących
- Capex ma utrzymywać się w okolicy 5% sprzedaży również w dłuższym terminie, a priorytetem bilansowym pozostaje obniżenie zadłużenia do przedziału 1,5-2,5x, w czym pomogłaby potencjalna sprzedaż FoodTech
- Proces dotyczący FoodTech przebiega zgodnie z planem, ale zarząd nadal rozważa różne opcje, włącznie z pozostawieniem biznesu w grupie, a ewentualna sprzedaż nie ma powodować zmiany ogłoszonych celów finansowych

TECHNOPROBE / SEMI EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: Popyt związany AI napędza inwestycje klientów, 4Q przejściowo słabsze [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Zarząd nie obserwuje osłabienia popytu, szczególnie w AI, a główni klienci nadal oczekują jak najszybszego zwiększenia mocy produkcyjnych
- Data centers odpowiadają już za wyraźnie ponad połowę produkcji, przede wszystkim dzięki AI, a GPU i ASIC mają pozostać głównymi źródłami wzrostu również w 2027
- Rosnąca złożoność układów zwiększa intensywność i liczbę etapów testowania, dzięki czemu zapotrzebowanie na rozwiązania spółki rośnie zarówno wraz z wolumenem półprzewodników, jak i wymaganiami dotyczącymi pojedynczego układu
- Custom ASIC generują już istotne przychody po szybkim przejściu od kwalifikacji do produkcji, natomiast kolejne wdrożenia nowych układów mają wspierać rozwój w następnych miesiącach
- Consumer odnotował umiarkowany wzrost, automotive i industrial stopniowo się odbudowują, a zarząd widzi niewielką poprawę consumer w 4Q
- Mimo intensywnych rozmów o potrzebach klientów na 2027 widoczność zamówień pozostaje zasadniczo kwartalna, dlatego spółka nie przedstawia jeszcze rocznego guidance sprzedaży
- Przychody 3Q26 wyniosły 323,3mln EUR (+130% r/r, +16,7% kw/kw), osiągając górną granicę guidance, a EBITDA wyniosła 170,2mln EUR przy marży 52,6%

#Koszty i marże

- Wdrożenie nowych systemów ERP, MES i zarządzania magazynem od 1 października wymagało czterodniowego całkowitego przestoju oraz obniżyło efektywność w kolejnych tygodniach, ograniczając oczekiwane przychody 4Q o około 50mln EUR
- Presję na marże 4Q zwiększają koszty zatrudnienia przed wzrostem produkcji, ponieważ program około 1700 nowych pracowników w 2026 podniesie zatrudnienie do ponad 5100 osób, a część zespołu pozostaje jeszcze w szkoleniu
- Nawet bez zakłóceń związanych z systemami IT rentowność 4Q byłaby nieco niższa niż w 3Q z powodu dodatkowego zatrudnienia i amortyzacji
- Wraz z ramp-upem zarząd oczekuje dalszej poprawy marży EBITDA dzięki relatywnie stabilnym kosztom SG&A i R&D, ale nie określa docelowej rentowności na 2027
- Plan wzrostu mocy zakłada porównywalny poziom cen i miksu, bez podwyżek wynikających wyłącznie z przewagi popytu nad podażą, natomiast bardziej złożone produkty mogą mieć wyższą cenę ze względu na droższe komponenty

#Outlook/guidance

- Guidance na 4Q26 zakłada przychody 270mln EUR ±3%, czyli około 16,5% poniżej 3Q przy środku przedziału, marżę brutto 54,2% ±2pp i marżę EBITDA 45,1% ±2pp
- Spółka zakłada całoroczną marżę brutto w okolicy 56% i EBITDA w okolicy 47%, a spadek sprzedaży w 4Q przypisuje niemal w całości przejściowym nieefektywnościom operacyjnym, bez sygnałów pogorszenia popytu
- Program inwestycyjny 350mln EUR do końca 1Q27 pozostaje aktualny, około 75% nakładów ma przypaść na 2026, a pozostałe 25% na 1Q27, przy 167mln EUR zrealizowanych po 9M26
- Nowy obiekt w Cernusco Lombardone ma zostać ukończony w grudniu 2026 i rozpocząć ramp-up w lutym 2027, a wraz z reorganizacją pozostałych zakładów zwiększyć roczne moce produkcyjne do około 1,6mld EUR pod koniec 1Q27
- Dodatkowy capex 150-200mln EUR od 2Q27 do końca 2027 ma zwiększyć roczne moce do około 2mld EUR
- Główne ograniczenia inwestycji to dostępność przeszkolonych pracowników i terminowe dostawy specjalistycznych maszyn

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	4Q26G
Revenues	141	162	187	277	323	130%	17%	270
Gross Profit	57	72	91	159	198	249%	25%	146
EBITDA	40	55	69	137	170	328%	24%	122
Net Financial Position	666	684	661	686	800	20%	17%	
Gross margin	40.3%	44.4%	48.7%	57.2%	61.2%	20.9%	4.0%	54.2%
EBITDA margin	28.2%	34.2%	37.0%	49.4%	52.6%	24.4%	3.2%	45.1%

Source: Company, Trigon

JENOPTIK / SEMI EQUIPMENT

Wyniki 3Q26: utrzymanie mocnego popytu klientów, szczególnie w segmencie semi [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Order intake grupy w 3Q26 wzrósł o ponad 40% r/r, przekraczając oczekiwania zarządu, backlog zwiększył się do ponad 900mln EUR
- W Semi & Advanced Manufacturing dynamika zamówień w 3Q26 przekroczyła już bardzo wysokie poziomy z 1H26, przy utrzymaniu silnego popytu w lithography i semiconductor inspection
- Widoczność biznesu semi poprawiła się zarówno względem ubiegłego roku, jak i 1H26, a rozmowy z klientami obejmują bieżące dostawy oraz przygotowanie mocy na dalszy ramp-up
- Zarząd nie obserwuje sygnałów nagłej zmiany popytu u głównych klientów semiconductor equipment i widzi mocne zapotrzebowanie również na 2027-2028
- Zamówienia Biophotonics wzrosły przy utrzymaniu wyjątkowo mocnego defense i wzroście medtech oraz life science
- W defense utrzymuje się popyt na kamery podczerwieni i dalmierze laserowe
- Kwartalny order intake Biophotonics pozostanie zmienny z uwagi na koncentrację klientów i nieregularne, często duże zamówienia defense

#Koszty i marże

- Poprawę rentowności wspierają wyższe wolumeny i absorpcja kosztów stałych, niższa baza kosztowa po ubiegłorocznym programie oszczędnościowym oraz większy udział wysokomarżowego biznesu semi
- Wyjątkowa marża semi w 3Q26 wynikała z jednoczesnego wystąpienia bardzo korzystnego miksu, wzrostu sprzedaży i opóźnionego względem ramp-upu wzrostu kosztów zatrudnienia, dlatego zarząd wyraźnie ostrzega przed jej ekstrapolacją
- W kolejnych kwartałach marże obciąży zwiększanie liczby operatorów, a w 4Q26 dodatkowo mniejsza liczba dni produkcyjnych, chociaż dalszy ramp-up fabryki w Dreźnie powinien strukturalnie wspierać rentowność semi

#Outlook/guidance

- Guidance wzrostu przychodów w 2026 pozostaje na poziomie 5-9%, natomiast prognoza marży EBITDA została podniesiona wcześniej do ok. 22% z 20-21%.
- Utrzymanie przedziału przychodowego odzwierciedla możliwą zmienność realizacji sprzedaży w sezonowo mocnym 4Q26, zarówno w OEM, jak i solutions, a zarząd nie wskazał nowego istotnego pogorszenia popytu
- Poziom przychodów semi osiągnięty po zwiększeniu produkcji w 3Q26 powinien być zasadniczo utrzymywany w kolejnych kwartałach
- Około 30-35% backlogu ma zostać zrealizowane jeszcze w 2026, a zdecydowana większość pozostałej części w 2027
- Biophotonics ma zakończyć 2026 umiarkowanym wzrostem przychodów, mimo lekkiego spadku po dziewięciu miesiącach
- Zarząd nie postrzega capacity jako bariery dla wzrostu w 2027, ponieważ spółka korzysta z wcześniejszych inwestycji w Dreźnie i zwiększa liczbę maszyn w istniejących clean roomach
- Rozbudowa produkcji precyzyjnej optyki w Jenie, przede wszystkim dla semiconductor inspection, ma rozpocząć pracę pod koniec 2027
- CMD 3 grudnia ma przynieść aktualizację strategii i więcej informacji o potencjale wzrostu oraz alokacji kapitału

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order intake	305	216	357	367	376	23%	3%	993	1,315
Semiconductor	109	106	180	170	213	96%	25%	404	669
Biophotonics	100	37	74	90	73	-27%	-19%	250	274
Metrology&Production	59	45	53	58	48	-19%	-18%	204	204
Smart Mobility	33	33	38	38	26	-21%	-32%	130	134
Book-to-bill	1.20x	0.74x	1.48x	1.40x	1.25x			0.95x	1.20x
Revenue	255	293	241	262	301	18%	15%	1,046	1,097
Semiconductor	106	120	108	122	137	29%	12%	434	487
Biophotonics	63	63	57	57	66	5%	16%	245	243
Metrology&Production	47	68	39	41	51	9%	26%	207	199
Smart Mobility	33	35	32	37	37	14%	2%	130	141
EBITDA	53	61	44	55	79	50%	46%	193	239
Semiconductor	30	36	34	41	52	72%	28%	114	163
Biophotonics	14	13	13	12	17	25%	38%	52	55
Metrology&Production	2	14	0	-1	4	159%	-	16	18
Smart Mobility	6	6	4	6	8	43%	40%	18	24
EBIT	33	42	26	36	54	62%	50%	115	157
Net profit	22	27	17	23	34	58%	49%	74	101
OCF	58	84	29	40	78	34%	95%	224	231
FCF	41.4	67.8	15.9	31.3	67.4	63%	115%	152	182
EBITDA margin	20.8%	20.7%	18.4%	20.8%	26.4%	5.6%	5.6%	18.4%	21.8%
Semiconductor	28.6%	30.1%	31.1%	33.4%	38.0%	9.4%	4.6%	26.3%	33.4%
Biophotonics	21.8%	20.7%	22.0%	21.7%	25.8%	4.1%	4.1%	21.3%	22.6%
Metrology&Production	3.6%	21.1%	-0.5%	-2.2%	8.6%	5.0%	10.8%	7.8%	8.9%
Smart Mobility	17.1%	17.8%	11.6%	15.6%	21.4%	4.3%	5.8%	13.6%	16.8%
EBIT margin	13.1%	14.2%	10.7%	13.7%	17.9%	4.9%	4.2%	10.9%	14.4%
Net profit margin	8.5%	9.3%	7.0%	8.7%	11.4%	2.9%	2.6%	7.1%	9.2%

Source: Company, Trigon

INFINEON / SEMICONDUCTORS

Wyniki 4QFY26: AI i odbicie automotive przyspieszają wzrost zysków

#Sytuacja rynkowa

- Ożywienie rozszerza się poza AI na infrastrukturę energetyczną, przemysł i automotive, zamówienia rosły w trakcie kwartału, lead times wydłużają się, a zapasy klientów i dystrybutorów są na poziomach docelowych lub nieco poniżej
- Przychody z dedykowanych rozwiązań AI power wzrosły w FY26 ponad dwukrotnie do 1,7mld EUR, cały biznes data center osiągnął ok. 2,2mld EUR, w tym ok. 800mln EUR w kwartale wrześniowym, a dalszy wzrost pozostaje ograniczony dostępnymi mocami produkcyjnymi
- Łączna wartość podpisanych i negocjowanych wieloletnich umów dostaw oraz rezerwacji capacity dla ekosystemu data center przekroczyła 10mld EUR, przy czym zobowiązania wolumenowe i przedpłaty klientów ograniczają ryzyko inwestycyjne
- W automotive rosną zamówienia na mikrokontrolery, smart power i MOSFET, ponieważ wzrost zawartości półprzewodników oraz uzupełnianie zapasów kompensują słaby rynek samochodowy
- Sprzedaż automotive w Chinach kontynentalnych rosła w FY26 dwukrotnie szybciej niż cały segment, a spółka wskazuje na ograniczoną dostępność lokalnych półprzewodników spełniających wymagania automotive
- Wyższe koszty paliw i dostępność tańszych modeli wspierają adopcję xEV w Europie, Indiach i Azji Południowo-Wschodniej, natomiast rozwój software-defined vehicles zwiększa popyt na mikrokontrolery
- W przemyśle poprawa popytu obejmuje coraz więcej zastosowań, najsilniejszym obszarem pozostaje power infrastructure, a w wysokowydajnych produktach SiC i modułach dużej mocy pojawiają się ograniczenia podaży
- Modernizacja sieci, integracja OZE i infrastruktura energetyczna AI zwiększają zainteresowanie magazynami energii, solid-state transformers i solid-state circuit breakers, dla których spółka obserwuje szybko rosnący pipeline
- W dawnym CSS sygnały odbicia obejmują industrial, smart home i medical

#Koszty i marże

- Skorygowana marża brutto wzrosła w 4Q26 do 45,1% z 42,8% kwartał wcześniej dzięki większym wolumenom, korzystniejszemu miksowi i pricingowi, które z nadwyżką pokryły wzrost kosztów metali szlachetnych i transportu
- Koszty niewykorzystanych mocy spadły w FY26 z blisko 1mld EUR do niespełna 650mln EUR, a dalsze obniżenie do ok. 350mln EUR w FY27 ma poprawić marżę grupy o ok. 1,5pp

#Outlook/guidance

- Guidance FY27 zakłada ok. 20mld EUR przychodów, ponad 20% wzrostu r/r, skorygowaną marżę brutto na poziomie mid-to-high 40s oraz marżę na poziomie mid-20s
- W 1Q27 spółka oczekuje ok. 4,6mld EUR sprzedaży, +27% r/r i niewielkiego spadku kw/kw, oraz marży ok. 23%
- Przychody data center mają wzrosnąć w FY27 do blisko 4mld EUR z ok. 2,2mld EUR, tempo wzrostu zależne od ramp-upu nowej fabryki w Dreźnie
- Power Systems ma rosnąć istotnie szybciej od grupy, automotive w tempie mid-teens, a Edge Systems w tempie low-teens,
- Sprzedaż SiC ma wzrosnąć z 700mln EUR w FY26 do wyraźnie ponad 1mld EUR w FY27, dzięki zastosowaniom w przemyśle, data center i automotive
- Nakłady inwestycyjne wyniosą 3-3,5mld EUR wobec 2,6mld EUR w FY26
- Raportowany FCF ma wzrosnąć do ok. 1,8mld EUR z 993mln EUR, skorygowany FCF do ok. 2,2mld EUR z 1,9mld EUR

EURm	4Q25/26	1Q26/27	2Q26/27	3Q26/27	4Q26/27	Y/Y	Q/Q	FY25/26	LTM
Revenue	3,943	3,662	3,812	4,172	4,706	19%	13%	14,662	16,352
Automotive	1,921	1,821	1,830	1,932	2,089	9%	8%	7,401	7,672
Green Industrial Power	442	349	403	447	503	14%	13%	1,548	1,702
Power & Sensor Systems	1,210	1,171	1,260	1,442	1,796	48%	25%	4,291	5,669
Connected Secure Systems	369	321	319	350	318	-14%	-9%	1,418	1,308
Gross profit	1,504	1,462	1,477	1,703	1,967	31%	16%	5,753	6,609
Segment result	717	655	653	797	1,119	56%	40%	2,559	3,224
Automotive	430	403	331	356	468	9%	31%	1,529	1,558
Green Industrial Power	72	31	47	44	69	-4%	57%	211	191
Power & Sensor Systems	176	204	257	359	554	215%	54%	675	1,374
Connected Secure Systems	45	23	18	34	25	-44%	-26%	154	100
EBIT	454	388	458	594	775	71%	30%	1,514	2,215
Net profit	231	256	301	423	532	130%	26%	1,014	1,512
Net debt	4,727	4,980	5,721	5,185	4,713	0%	-9%	4,727	4,713
Operating cash flow	1,380	415	436	1,114	2,171	57%	95%	3,179	4,136
Investing cash flow	-3,139	-482	-737	-250	-1,687	-	-	-4,573	-3,156
FCF	-1,276	-199	-63	599	656	-	10%	-1,051	993
Gross margin adj.	40.7%	43.0%	41.0%	42.8%	45.1%	4.4%	2.3%		
Gross margin	38.1%	39.9%	38.7%	40.8%	41.8%	3.7%	1.0%	39.2%	40.4%
Segment margin	18.2%	17.9%	17.1%	19.1%	23.8%	5.6%	4.7%	17.5%	19.7%
Automotive	22.4%	22.1%	18.1%	18.4%	22.4%	0.0%	4.0%	20.7%	20.3%
Green Industrial Power	16.3%	8.9%	11.7%	9.8%	13.7%	-2.6%	3.9%	13.6%	11.2%
Power & Sensor Systems	14.5%	17.4%	20.4%	24.9%	30.8%	16.3%	6.0%	15.7%	24.2%
Connected Secure Systems	12.2%	7.2%	5.6%	9.7%	7.9%	-4.3%	-1.9%	10.9%	7.6%

Source: Company, Trigon

ELMOS / SEMICONDUCTORS

Wyniki 3Q26: Automotive wspiera wzrost, dostępność wafli wymaga zabezpieczeń

#Sytuacja rynkowa

- Popyt na mixed-signal semiconductors pozostaje mocny, a wzrost sprzedaży wspierają nowe uruchomienia produktowe w Japonii i Europie oraz rosnąca zawartość półprzewodników w samochodach
- Zarząd ocenia obecną alokację jako zdecydowanie łagodniejszą niż w latach 2021-2023 i nie oczekuje istotnych problemów z dostawami, pod warunkiem składania przez klientów zamówień zgodnie z lead time 26-30 tygodni
- Zmieniona umowa z Littelfuse zapewnia pełne obłożenie fabryki w Dortmundzie do końca 2028 i dodatkową dostępność technologii 350nm, którą Elmos pozyskuje łącznie z trzech foundry.
- Do końca października pozyskano design wins z lifetime przychodów ponad 665mln EUR, odpowiadające ok. 95% rocznego celu, przy szerokiej dystrybucji projektów między zastosowaniami i regionami
- Sprzedaż w Chinach rośnie w tempie dwucyfrowym, zbliżonym do grupy, jednak po wyjątkowo mocnym 2025 wzrost jest obecnie bardziej związany z eksportem z Chin niż z lokalnym popytem
- Robotyka i cybersecurity otwierają nowe rynki dla istniejących kompetencji mixed-signal, jednak obecne projekty poza automotive pozostają małe i nie stanowią jeszcze istotnego źródła przychodów

#Koszty i marże

- Zarząd nie widzi obecnie przesłanek do istotnego pogorszenia marży brutto w 2027, wskazując na dalszą poprawę uzysków i efektywności oraz zastępowanie złota miedzią
- Wzrost kosztów foundry wynikający z alokacji wafli ma być przenoszony na klientów, jednak negocjacje cenowe na 2027 nadal trwają
- Pricing miał już niewielki pozytywny wpływ w 3Q26 i pozostaje uwzględniony w guidance na 2H26, ale zarząd wyraźnie odróżnia obecną sytuację od wieloletnich dwucyfrowych podwyżek z poprzedniego cyklu

#Outlook/guidance

- Guidance 2026 pozostaje bez zmian i zakłada wzrost przychodów o 12% ±2pp, operacyjną marżę EBIT 23-26%
- Zarząd oczekuje rekordowego 4Q26 i ocenia realizację dolnej połowy przedziału przychodowego jako mało prawdopodobną
- Priorytet redukcji working capital został obniżony, ponieważ spółka wykorzystuje możliwość wcześniejszych zakupów wafli i zabezpieczania produkcji w warunkach ograniczonej podaży
- Zarząd oczekuje utrzymania podwyższonego kapitału obrotowego przynajmniej przez pierwsze 1-2 kwartały 2027, natomiast tempo późniejszej redukcji będzie zależeć od sytuacji podażowej
- Całoroczne design wins powinny być zbliżone do mocnego 2025, a zarząd dopuszcza niewielkie przekroczenie tegorocznego celu, przy czym nowe projekty będą przechodziły do produkcji seryjnej w kolejnych latach
- Roboty humanoidalne nie mają przynieść istotnego wkładu do wzrostu w 2027, mimo pierwszych małych serii produkcyjnych
- Według zarządu jeden robot humanoidalny może wykorzystywać ponad 120 układów Elmos, ale przeciętna wartość contentu spółki na robota ma być porównywalna z wartością przypadającą na samochód

SEKm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue	141	169	153	162	167	18%	3%	583	651
Gross profit	61	70	71	71	78	27%	9%	246	290
Research and development	14	13	21	19	19	37%	0%	62	73
Operating EBIT	32	40	36	40	41	29%	4%	125	157
EBIT	32	40	36	28	50	56%	80%	127	153
Net profit	24	31	26	21	37	56%	74%	101	116
Capex	6	10	3	6	5	-12%	-15%	34	24
Operating adj FCF	33	12	41	15	32	-1%	117%	66	100
Working capital	256	268	262	272	284	11%	4%	268	284
Net cash/debt	16	20	49	16	43	177%	173%	20	43
Revenue y/y		16%	20%	11%	18%	-	-	-	-
Gross margin	43.5%	41.3%	46.4%	44.0%	46.7%	3.1pp	2.7pp	42.3%	44.6%
Operating EBIT margin	22.5%	23.4%	23.7%	24.4%	24.6%	2.1pp	0.2pp	21.5%	24.1%
EBIT margin	22.5%	23.4%	23.7%	17.0%	29.7%	7.2pp	12.7pp	21.8%	23.5%
Net profit margin	16.8%	18.5%	17.2%	13.0%	22.1%	5.3pp	9.1pp	17.4%	17.8%

Source: Company, Trigon

OTHER INFORMATION

IFIRMA: Zaliczka dywidendowa 0.32 PLN na akcję
- Spółka wypłaci za 3Q26 zaliczkę na poczet dywidendy w kwocie 0.32 PLN na akcję, łącznie około 2.04 mln PLN; dzień ustalenia prawa przypada na 10 grudnia, a wypłata na 17 grudnia 2026 r.

BANCO SANTANDER: Rejestracja umorzenia 150.6 mln akcji własnych
- 11 listopada zarejestrowano obniżenie kapitału o 75,297,550 EUR przez umorzenie 150,595,100 akcji własnych, tj. około 1.03% kapitału;
- Po rejestracji kapitał wynosi 7,202,943,850.50 EUR i dzieli się na 14,405,887,701 akcji o nominale 0.50 EUR.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

BOGDANKA
Grzegorz Czornik złożył rezygnację z funkcji członka RN ze skutkiem na 10 listopada 2026 r.; nie podał przyczyny rezygnacji.

BANK POCZTOWY
RN powołała Jędrzeja Marciniaka na prezesa zarządu z dniem 10 listopada 2026 r.; wcześniej pełnił funkcję wiceprezesa i kierował pracami zarządu.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

P.A. NOVA
Rodzina Bobkowskich 2026 Fundacja Rodzinna w organizacji uzyskała 5 listopada kontrolę nad Budoprojektem wskutek darowizn ponad 50% jego udziałów. Oznacza to pośrednie posiadanie 2,436,000 uprzywilejowanych akcji P.A. Nova, tj. 24.36% kapitału i 34.31% głosów; pakiet bezpośrednio posiadany przez Budoprojekt nie uległ zmianie.

BLOCK TRADES

KRUK
Wolumen: 4 400 akcji @ 227.4 PLN (0.02% kapitału)

BONDS

ECHO INVESTMENT
Spółka rozważa emisję niezabezpieczonych obligacji zwykłych w ramach istniejącego programu do 1.2 mld PLN, m.in. na refinansowanie innych serii. Parametry wymagają uzgodnienia z inwestorami i zatwierdzenia przez zarząd; 1.2 mld PLN jest limitem programu, a nie ogłoszoną wartością nowej emisji.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

CREOTECH INSTRUMENTS: Zmiana porządku obrad NWZA zwołanego na 1 grudnia 2026 r.
- Na żądanie Pawła Kasprowicza, reprezentującego 6.0362% kapitału, do porządku obrad dodano zmiany w składzie RN;
- Pozostałe punkty obejmują m.in. zgodę na przeniesienie do spółki zależnej zorganizowanej części przedsiębiorstwa w obszarze aplikacji satelitarnych i dronowych oraz zmiany statutu.

GREENX METALS: Uchwały ZWZA z 11 listopada 2026 r.
- Akcjonariusze zatwierdzili sprawozdanie o wynagrodzeniach, ponowny wybór Bena Stoikovicha, emisję akcji zgodnie z art. 7.1 regulaminu ASX oraz możliwość dodatkowej emisji 10%;
- Kandydatura Stephena Mayne'a uzyskała 0.18% głosów za i 99.82% przeciw.

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	142.2	16%	18,565	11.3	8.8	8.5	1.4	1.3	1.2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	36.8	14%	45,861	11.8	8.8	8.3	1.8	1.6	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	186.0	4%	27,519	12.3	9.6	8.7	1.5	1.4	1.3	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	31.9	0%	22,231	17.8	11.5	10.9	2.0	1.8	1.6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	118.0	9%	48,441	11.7	10.3	10.1	1.8	1.7	1.6	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	124	1%	16,254	12.0	11.8	11.1	1.6	1.6	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	478.0	-12%	62,188	15.3	13.2	11.5	2.9	2.7	2.5	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	996.0	14%	189,289	10.7	10.2	9.8	1.5	1.4	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,692.5	-29%	72,013	18.2	14.3	13.2	2.8	2.5	2.2	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	24	-19%	28,872	19.1	11.7	10.9	2.4	2.1	1.9	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	185.5	4%	94,791	13.1	12.2	11.8	2.6	2.5	2.5	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	42,500.0	17%	11,900	10.5	8.8	8.4	1.9	1.7	1.6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	268.9	7%	70,578	11.9	9.6	9.2	2.0	1.8	1.7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	117.0	5%	146,225	13.4	10.1	9.5	2.4	2.2	2.0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	787.6	0%	80,484	14.7	11.9	10.7	2.3	2.1	2.0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	335.7	40%	6,561	6.7	6.0	5.7	1.1	1.0	0.9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	74.6	1%	64,419	10.4	9.9	9.5	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	113.3	20%	274	---	---	14.8	5.4	43.2	5.0	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	137.4	31%	2,405	8.7	9.3	9.7	6.0	6.4	6.4	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	15.9	30%	197	9.7	8.8	7.8	5.9	5.2	4.5	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	60.9	7%	61,994	30.0	22.6	18.5	16.1	13.2	11.2	3%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	18.1	16%	456	9.8	10.0	9.2	4.5	4.3	4.0	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	9.7	-12%	2,130	31.4	19.1	16.7	5.0	5.0	4.8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	22.6	31%	430	14.9	10.5	8.3	6.9	6.0	5.3	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65.0	52.2	25%	3,053	7.4	6.9	6.0	7.1	6.6	5.9	5%	7%	10%	---
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.0	19.6	38%	237	13.0	11.7	7.2	8.6	4.1	3.0	0%	0%	9%	---
Asbis	ASB	Buy	180.0	164.9	9%	9,152	12.1	10.1	8.6	8.1	7.1	6.4	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	177.1	11%	3,791	24.8	20.9	18.5	12.2	10.6	9.2	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	86.8	8%	2,901	18.0	16.8	15.0	12.9	11.9	10.9	4%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230.0	230.2	0%	19,107	22.6	21.0	19.7	---	---	---	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	28.6	21%	3,736	13.0	11.2	10.3	9.1	7.9	7.2	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	---	16.2	---	1,611	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	5,915.0	12%	19,526	19.8	16.1	15.4	11.9	9.9	8.7	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	68	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	21.2	80%	408	---	7.3	3.3	13.0	3.5	1.5	0%	0%	11%	---
Budimex	BDX	Buy	900.0	768.0	17%	19,607	26.3	22.5	19.0	15.7	13.6	11.7	4%	4%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110.0	52.4	110%	333	---	7.8	---	---	4.6	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	274.5	18%	27,425	42.7	28.4	8.6	37.0	22.9	5.7	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	1,335	4%	718,216	19.7	20.2	22.5	8.2	8.0	8.3	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.34	2.5	-4%	536	153.5	8.2	7.2	21.7	3.1	3.0	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	362	24%	260	6.7	15.6	66.2	3.3	5.6	8.9	11%	14%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	787.0	19%	2,758	128.8	50.8	35.2	53.3	26.7	18.0	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	20.2	19%	4,515	48.7	25.9	12.5	7.2	6.5	5.1	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	99.6	10%	1,959	24.7	14.1	11.9	12.5	8.6	7.4	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	10.5	109%	10,540	9.3	7.7	6.6	6.5	5.2	4.3	0%	2%	5%	88

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
CTP	CTPNV	Buy	18.5	12.9	43%	6,485	14.6	5.6	4.7	16.6	8.8	8.0	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	192.8	19%	3,573	54.6	23.1	17.6	17.2	12.2	9.7	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.8	13.0	45%	8,314	15.0	14.8	11.8	6.0	5.9	5.5	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	90.1	13%	1,063	38.6	27.9	19.8	20.4	15.9	11.7	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10.0	8.4	19%	3,943	8.7	8.0	7.9	8.1	7.6	7.4	9%	9%	10%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	153.1	18%	5,168	19.8	16.2	14.0	9.8	8.5	7.5	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	292.0	28%	1,333	21.3	15.8	12.4	10.0	8.0	6.8	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	37.8	7%	37,059	22.7	17.0	13.7	13.7	10.5	8.5	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	247.0	15%	6,372	9.2	8.4	7.7	7.8	6.8	6.0	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.4	29%	2,245	13.9	6.9	4.6	8.5	6.3	5.2	15%	15%	15%	---
Erbud	ERB	Buy	30.0	25.3	19%	302	---	10.4	10.9	5.1	5.3	4.3	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	20.6	25%	10,934	4.6	4.5	5.2	3.9	4.0	4.6	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	50.3	45%	882	63.1	14.9	13.7	4.0	3.9	3.9	6%	7%	7%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.8	---	663	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.6	13%	74	12.3	10.1	9.3	6.9	5.9	5.3	9%	9%	9%	---
Ferro	FRO	Buy	35	28	23%	603	9.2	8.5	7.8	6.3	6.1	5.6	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,474	13,150	2%	2,451,160	11.3	8.9	7.9	5.4	5.5	4.5	4%	8%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	99.5	-15%	4,174	16.5	15.4	14.8	13.4	12.0	11.2	3%	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	31%	1,315	---	47.2	17.7	46.0	23.4	19.9	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	24.8	29%	701	2.8	3.1	3.7	1.6	2.0	2.5	68%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	176.3	-30%	281,801	22.1	21.3	20.4	8.4	8.5	8.3	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	60.1	-2%	187,248	27.3	24.8	22.6	14.9	13.6	12.5	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,080.0	15%	15,302	14.2	12.1	10.5	10.0	8.7	7.5	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	19.5	8%	12,265	19.6	14.7	13.4	6.4	5.8	5.5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	26.5	---	3,109	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,286.0	9%	12,680	18.4	16.0	12.6	12.0	10.6	9.1	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	288.0	21%	57,600	5.9	7.7	8.6	4.1	4.6	4.7	1%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	28,460	-2%	52,899	17.5	16.6	14.7	8.8	8.0	7.0	3%	3%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	7	97%	2,198	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	8	---	146	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	263.0	24%	491	0.8	4.0	2.8	1.3	2.9	2.2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	45.4	39%	475	11.8	6.1	---	8.5	4.0	---	38%	101%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	11.3	19%	1,244	9.9	9.8	8.4	6.4	6.6	5.3	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	91.0	43%	2,184	8.4	5.5	4.2	10.5	8.8	7.4	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	414.5	3%	1,456	13.6	12.8	12.3	9.3	8.6	8.3	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	112.4	-23%	8,658	---	33.4	21.5	14.3	7.9	6.6	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	4,950.0	9%	3,720	5.6	6.2	7.5	3.2	3.2	3.3	7%	8%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	5.5	107%	136	---	1.5	---	---	0.6	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	38	37%	1,565	5.8	5.4	5.6	6.3	5.9	5.9	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	107.9	62%	12,893	22.5	14.6	11.8	5.5	4.5	3.5	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	690.0	17%	3,204	15.3	13.4	12.0	8.2	7.3	6.5	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	8.2	9%	448	33.0	16.9	14.2	9.4	7.2	6.2	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	103.8	54%	1,173	13.7	11.9	10.6	8.4	7.6	6.9	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	16.6	15%	21,759	18.7	16.5	13.9	5.8	5.7	5.2	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	128.0	36%	148,601	5.0	5.4	6.1	2.7	2.8	3.3	6%	9%	9%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	62.3	25%	1,262	10.0	10.7	9.0	5.1	4.4	3.9	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3.1	---	145	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	154.8	---	77,400	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.1	---	202	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	49.3	3%	28,440	17.6	15.8	14.5	8.0	7.3	6.8	---	---	---	57

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
PGE	PGE	Hold	18.8	15.7	20%	35,114	5.4	5.9	6.8	3.9	4.5	4.7	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	246.0	63%	1,640	11.0	8.6	8.5	6.8	4.9	4.8	7%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	65.7	51.9	27%	4,008	36.2	30.6	37.7	11.9	10.7	11.0	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	7.0	64%	1,841	13.9	12.5	11.0	5.1	4.0	3.2	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	19.2	91%	113	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	124.0	45%	1,804	9.4	9.2	8.4	6.5	6.0	5.2	7%	5%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	804.2	89%	37,628	24.6	16.4	12.3	13.3	9.1	6.9	1%	2%	2%	75
Robyg	ROB	Buy	40.0	28.6	40%	3,098	7.7	6.4	5.7	7.5	6.6	5.9	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.7	17.2	96%	398	---	12.4	42.4	---	6.3	12.8	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	641.4	17%	348,526	41.0	28.3	22.9	22.7	16.6	13.6	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	205.7	142.4	44%	451	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35	17.1	105%	323	---	42.0	20.8	8.2	7.2	5.4	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	84.0	19%	1,060	13.3	10.7	10.5	7.7	6.5	6.2	---	---	---	---
Synektik	SNT	Hold	377.6	329.2	15%	2,808	15.8	13.6	12.5	10.8	8.9	7.9	3%	4%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	9.0	29%	15,836	6.7	6.4	6.6	5.5	5.5	5.6	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102	88.7	15%	574	12.6	9.6	6.8	7.7	5.9	4.1	11%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	61.2	39%	1,406	14.5	11.0	7.3	6.9	4.5	2.6	6%	3%	5%	---
Toya	TOA	Buy	12.5	13.1	-4%	968	10.2	9.5	8.5	8.0	7.6	6.8	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	314.8	---	434,355	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	148.2	23%	1,163	7.0	11.3	9.4	6.1	6.5	6.0	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	119.0	31%	2,645	22.7	17.8	14.4	16.3	12.7	10.0	2%	3%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	522.0	42%	525	44.5	24.5	13.8	16.7	13.2	8.2	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	151.0	20%	1,586	14.6	14.9	12.8	8.3	8.3	7.3	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.3	25%	1,238	10.4	9.0	8.2	5.1	4.7	4.4	1%	4%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	54.8	19%	1,632	10.9	14.7	13.0	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	---	11.5	---	1,188	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155.7	135.4	15%	15,919	10.4	11.2	9.7	6.8	7.0	5.8	3%	7%	7%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	70.3	---	207	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.8	4%	31,865	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.