Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS
ASMODEE: 2Q26/27 Results Review: Silny popyt na TCG, istotne przebicie oczekiwań [pozytywe]
MLP GROUP: Wyniki 3Q26: EBITDA skor. powyżej oczekiwań, rosnące koszty finansowania [neutralne]
AMREST: Wyniki za 3Q26: Ujemny LFL, dalsza presja na marże i strata netto obciążona refinansowaniem [lekko negatywne]
TORPOL: Wstępne wyniki 3Q26: istotnie poniżej oczekiwań, FCF na plusie [negatywne]
CREEPY JAR: 3Q26 Preliminary Results Review: Poniżej niewymagających oczekiwań [lekko negatywne]
LIFTERO: Wyniki za 3Q26 & outlook

FINANCIALS
PZU: S&P utrzymał rating A– z perspektywą pozytywną
BANCO SANTANDER: Podniesienie parytetu planowanej oferty na Santander Brasil o 5%
POLSKA / BIEC: Wskaźnik Przyszłej Inflacji bez zmian na poziomie 90.5 pkt

OIL, GAS & CHEMICALS
ORLEN: Rząd Litwy planuje windfall tax do 70m EUR [lekko negatywne]
ORLEN / ENERGETYKA: Opóźnienie i wzrost kosztów pierwszego BWRX-300 w Kanadzie

UTILITES & MINING
BOGDANKA / ENEA: Do 16 listopada spółki mają uzgodnić ceny węgla

CONSUMER
ALLEGRO.EU: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [pozytywne]
DYSKONTY NON-FOOD: Action: sprzedaż +14% r/r, EBITDA +12% r/r, LFL YTD +3,7% – 3i
E-COMMERCE: Projekt DFA obejmuje ceny, subskrypcje i zakupy przez AI

TMT
DATAWALK: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]
STROER: Wyniki za 3Q26: utrzymany dwucyfrowy wzrost DOOH, zarząd widzi popyt na nowe lokalizacje reklamowe w Niemczech i Polsce

INDUSTRIALS
SAAB: Ukraina oczekuje pierwszych Gripenów C/D w styczniu-lutym 2027
CSG: Speer dostarczy do 4,2 mln sztuk amunicji pistoletowej kanadyjskiemu resortowi obrony
OHB: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]
BORYSZEW*:* Hornet – Polskie Drony z koncesją na 50 lat
NIEWIADÓW POLSKA GRUPA MILITARNA: Decyzja o wsparciu fabryki amunicji 40 mm; zwolnienie z CIT do 24 mln PLN
JRH ASI: Plan bezpośredniego objęcia udziałów ukraińskiego partnera radarowego
BAE SYSTEMS / RYNEK DEFENCE: Podwyższenie prognozy FCF do ~3 mld GBP dzięki zaliczkom klientów - Reuters
RYNEK SPACE / SATIM: Umowa z MON na automatyczną analizę zobrazowań radarowych dla programu MikroSAR – Space24
RYNEK DEFENCE / UFORCE: UForce pozyskał 700mln USD finansowania przy wycenie 6 mld USD - Reuters

CONSTRUCTION & REAL ESTATE
PEKABEX: Zabezpieczenie płatności kontraktowych na 6 mln EUR

BIOTECH
GEDEON RICHTER: Umowa z Eli Lilly dot. komercjalizacji doustnej wersji Estetrolu [pozytywne]
MABION: Pozytywny wynik inspekcji FDA dla zakładu produkcyjnego spółki [pozytywne]
MEDICALGORITHMICS: Kolejne zamówienie z Kanady na Kardiobeat.ai za 375 tys. USD

EUROPEAN COMPANIES
CAF / ROLLING STOCK: Wyniki 3Q26: Kolejny kwartał z book-to-bill <1x [negatywne]
SIEMENS / ELECTRICAL EQUIPMENT: Wyniki 4Q25/26: Data centers pozostają najmocniejszym źródłem wzrostu [pozytywne]
SALZGITTER / METALS: Wyniki 3Q26: Unijne regulacje wspierają dalszą odbudowę marż [lekko pozytywne]
WIENERBERGER / BUILDING MATERIALS: Wyniki 3Q26: Słaby popyt wymusza restrukturyzację i ograniczenie inwestycji w celu redukcji długu [negatywne]
FRIEDRICH VORWERK / GRID INFRASTRUCTURE: Wyniki 3Q26: rekordowe wyniki, jednak podaż nowych zamówień rozczarowuje [lekko negatywne]
WACKER NEUSON / BUILDING MACHINERY: Wyniki 3Q26: Słabszy rynek i restrukturyzacja ograniczają poprawę marży [negatywne]
JOST WERKE / HDT: Wyniki 3Q26: Odbicie rynku ciężarówek i synergie podnoszą perspektywy wyników [neutralne]
SECUNET SECURITY NETWORKS / CYBERSECURITY: Wyniki 3Q26: Zamówienia wzmacniają perspektywy, transformacja przejściowo obciąża rentowność [lekko negatywne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

ASMODEE (ASMDEEb SS; BUY; TP SEK 196)

2Q26/27 Results Review: Silny popyt na TCG, istotne przebicie oczekiwań [pozytywe]

EURm	2Q25/26	3Q25/26	4Q25/26	1Q26/27	2Q26/27	Y/Y	Q/Q	2Q26/27E	Cons.
Revenues	403	524	407	422	552	37%	31%	480	490
Self-published	114	154	80	80	145	26%	81%	129	137
Partner-published	278	356	316	331	396	42%	19%	340	343
Others	11	14	11	11	12	3%	5%	11	12
Board Games	141	198	99	103	168	18%	63%		
Trading Card Games	227	286	277	285	344	52%	21%		
Other categories	35	41	31	35	41	15%	17%		
Gross income	181	231	163	174	248	37%	42%	213	217
Gross margin	*45.0%*	*44.1%*	*40.1%*	*41.3%*	*45.0%*			*44.4%*	*44.3%*
EBITDA	74.2	111.2	48.9	60.6	115.1	55%	90%	90.7	97.3
adj. EBITDA	76.1	114.5	54.9	61.9	113.8	50%	84%	90.7	97.4
EBIT	54.3	91.3	6.7	40.5	94.9	75%	134%	70.5	75.8
Net profit	-6.2	49.1	-13.6	17.0	57.6	+	239%	41.1	50.3
adj. Net profit	41.9	64.4	27.7	30.5	69.2	65%	127%	47.8	-
OCF	-16	82	132	12	28			-25	
Net Debt	579	508	416	558	598			602	
P/E12M trailing adj.	53.6	36.1	25.6	22.0	18.9				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	18.4	15.7	14.7	13.6	12.2				
adj. EBITDA margin	18.9%	21.8%	13.5%	14.7%	20.6%			18.9%	19.9%
EBIT margin	13.5%	17.4%	1.6%	9.6%	17.2%			14.7%	15.5%
adj. Net profit margin	10.4%	12.3%	6.8%	7.2%	12.5%			10.0%	-

Source: Company data, Trigon

- Przychody wzrosły o 37% y/y i 31% q/q do EUR 551.8m, przy bardzo wysokiej dynamice organicznej (+33.3% y/y);
- Segment TCG urósł o 52% y/y do EUR 343.8m, napędzany silnym popytem na Pokémon, w tym produkty związane z 30. rocznicą marki. Sprzedaż gier planszowych wzrosła o 18% y/y do EUR 167.5m;
- Sprzedaż gier wydawanych przez partnerów wzrosła o 42% y/y, a tytułów własnych o 26% y/y. Te ostatnie korzystały z akwizycji ATM Gaming, dobrej sprzedaży planszówek i korzystnego przesunięcia premiery zestawu Star Wars: Unlimited;
- ATM Gaming kontynuuje ekspansję na rynkach europejskich, a wolumen sprzedaży do klientów końcowych (sell-out) wzrósł o 57%;
- Adj. EBITDA wzrosła o 50% y/y i 84% q/q do EUR 113.8m, przy marży 20.6% (+1.7pp y/y). EBIT wyniósł EUR 94.9m (+75% y/y), a adj. zysk netto EUR 69.3m (+65% y/y);
- FCF wyniósł EUR 15.4m wobec EUR -24.0m rok wcześniej. Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA, uwzględniający zobowiązania M&A, spadł do 1.7x z 2.4x rok wcześniej.

MLP GROUP (MLG PW; BUY; TP PLN 130)

Wyniki 3Q26: EBITDA skor. powyżej oczekiwań, rosnące koszty finansowania [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	100.2	113.2	130.6	124.4	135.3	35%	9%	131.1	134.5
adj. EBITDA	**51.6**	**53.1**	**59.5**	**66.5**	**69.0**	34%	4%	**67.6**	
Revaluations	20.0	413.2	53.4	147.3	40.0	100%	-73%	85.0	
EBIT	70.7	465.3	111.7	213.1	107.8	53%	-49%	152.6	134.8
Net financial costs	-49.4	-28.9	-75.6	-51.3	-87.4	-	-	-88.4	
Net profit	9.1	370.7	32.5	124.0	8.8	-4%	-93%	52.0	32.0
FFO	**22.5**	**0.7**	**9.1**	**12.0**	**5.0**	**-78%**	**-58%**		
EPRA Earnings	**-5.7**	**34.6**	**-10.9**	**4.7**	**34.9**	-	640%		
Investment Properties	6,061	6,637	6,885	7,394	7,669	27%	4%		
LTV	44.9%	43.3%	44.0%	46.7%	48.8%	3.9pp	2.1pp		
OCF	79	37	73	12	85	8%	587%		
CAPEX	203	163	175	345	200	-1%	-42%		
Net Debt	2,771	2,902	3,044	3,456	3,671				
GLA (k sqm)	1,317	1,325	1,439	1,545	1,595	21%	3%		
P/E 12M trailing	11.5	4.9	4.2	4.2	4.2				
P/BV	0.79	0.70	0.70	0.67	0.67				
adj. EBITDA margin	51.4%	46.9%	45.5%	53.5%	51.0%	-0.4pp	-2.5pp	51.5%	
EBIT margin	70%	411%	85%	171%	80%	9pp	-92pp	-	
Net profit margin	9%	327%	25%	100%	6%	-3pp	-93pp	40%	24%

Source: Company Data, Trigon

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	161,443	1.7%	1%	43%
WIG20	4,280	1.7%	1%	42%
mWIG40	10,952	1.9%	2%	35%
sWIG80	29,496	0.7%	-4%	-1%
PX (Prague)	2,627	-0.7%	1%	5%
BUX (Budapest)	146,253	-0.2%	2%	35%
BET (Bucharest)	34,461	0.5%	3%	47%
BIST30 (Istanbul)	14,815	1.2%	-2%	29%
DAX	26,772	0.4%	6%	11%
FTSE 100	10,863	0.3%	2%	11%
STOXX Europe 600	664	0.1%	5%	14%
S&P 500	7,592	-0.4%	-3%	13%
NASDAQ 100	28,289	-0.3%	-7%	13%
Nikkei 225	61,142	-0.7%	-10%	19%
Shanghai Comp	3,632	-0.7%	-4%	-10%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.7%	5.3	-21.7	97.6
PL 10Y bond yield	6.2%	7.3	-12.1	91.4
CZ 10Y bond yield	5.2%	1.8	-18.1	60.4
HU 10Y bond yield	5.4%	5.0	-15.0	-158.0
RO 10Y bond yield	7.1%	4.4	-5.2	21.2
WIBOR 3M	3.9%	0.0	2.0	-38.0
EURIBOR 3M	2.8%	1.6	12.2	72.2

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	3.98	0.0%	2.0%	9%
EUR/PLN	4.41	0.0%	0.8%	4.0%
EUR/USD	1.11	0.0%	-1.3%	-5.0%
GBP/PLN	5.27	0.0%	-1.8%	-9.0%
CZK/PLN	0.18	-0.1%	-0.7%	-3.2%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.3%	-8.6%
RON/PLN	0.82	0.0%	-0.6%	1.0%
CNY/PLN	0.60	0.1%	-2.4%	-14.2%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,898	0.3%	-6%	-7%
Silver (USD/toz)	49.9	0%	-16%	-5%
Copper (USD/t)	13,588	-1.7%	-7%	24%
Zinc (USD/t)	3,716	-1.1%	-1%	21%
Molybdenum (USD/lb)	34.2	0.0%	3%	51%
Iron ore (USD/t)	91	0.1%	1%	-12%
HCC (USD/t)	253	-0.2%	-4%	13%
HRC EU (EUR/t)	760	1.3%	1%	27%
Brent crude oil (USD/bbl.)	96.2	0.4%	-9%	53%
CO2 (EUR/t)	90.4	0.9%	2%	7%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	93.5	7%	11%	202%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	146	3.7%	6%	64%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	565	2.9%	-2%	27%
Shanghai Freight Index	3,633	-1.5%	-1%	134%

AMREST (EAT PW; SELL; TP PLN 8.5)

Wyniki za 3Q26: Ujemny LFL, dalsza presja na marże i strata netto obciążona refinansowaniem [lekko negatywne]

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**661**	**636**	**589**	**642**	**668**	**1%**	**4%**	**676**	**666**
CEE	421	394	365	407	429	2%	5%	438	
WE	219	221	204	213	218	0%	3%	218	
China	20	20	19	23	21	8%	-5%	19	
adj. EBITDA**	**109**	**99**	**75**	**93**	**104**	**-5%**	**11%**	**110**	
EBITDA	**112**	**98**	**77**	**95**	**106**	**-5%**	**11%**	**110**	**109**
CEE	86	78	59	76	81	-6%	6%	86	
WE	32	34	25	31	31	-3%	1%	31	
China	4	4	3	4	4	6%	-16%	4	
adj. EBIT**	**39**	**27**	**3**	**20**	**32**	**-19%**	**56%**	**37**	
EBIT	**42**	**26**	**6**	**22**	**34**	**-20%**	**51%**	**37**	**36**
Net profit	15	3	-17	3	-2	-	-	16	12
adj. Net profit	16	9	-9	8	3	-80%	-58%	16	
Food & merchandise costs / rev.'	27.5%	27.4%	26.9%	27.2%	27.1%	-0.4pp	-0.1pp	27.1%	
Payroll & other emp. ben. / rev.*	25.3%	25.8%	27.5%	26.5%	25.9%	0.6pp	-0.6pp	25.4%	
Occup., dep., other op. exp. / rev.	29.6%	30.9%	33.1%	31.5%	31.0%	1.4pp	-0.5pp	30.2%	
adj. EBITDA margin**	**16.5%**	**15.6%**	**12.7%**	**14.6%**	**15.5%**	**-0.9pp**	**1.0pp**	**16.3%**	
EBITDA margin	**16.9%**	**15.5%**	**13.1%**	**14.9%**	**15.8%**	**-1.1pp**	**1.0pp**	**16.3%**	**16.4%**
EBITDA margin CEE	20.4%	19.9%	16.2%	18.8%	18.9%	-1.5pp	0.2pp	19.6%	
EBITDA margin WE	14.6%	15.1%	12.2%	14.5%	14.2%	-0.4pp	-0.3pp	14.3%	
EBITDA margin China	17.6%	18.2%	16.1%	19.6%	17.3%	-0.3pp	-2.3pp	18.8%	
adj. EBIT margin**	**5.9%**	**4.2%**	**0.6%**	**3.2%**	**4.7%**	**-1.2pp**	**1.6pp**	**5.5%**	
EBIT margin	**6.4%**	**4.1%**	**0.9%**	**3.5%**	**5.0%**	**-1.4pp**	**1.6pp**	**5.5%**	**5.4%**
No of restaurants	2110	2139	2129	2133	2136	1%	0%		
OCF	109	109	63	124	93	-15%	-25%		
FCF	27	14	-23	49	21	-20%	-56%		
Net debt	1454	1477	1508	1451	1438	-1%	-1%		
adj. P/E 12M trailing	11.9	13.7	18.4	20.7	44.4				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	4.9	5.0	5.2	5.2	5.2				
adj. EV/EBIT 12M trailing	16.0	17.4	19.8	21.7	23.6				

*Source: Company, Trigon, *excl. franchise revenues, ** adj. for other oper. Items, impairment losses*

- LFL (SSS) w 3Q26 na poziomie -0,8% r/r wobec -2,0% w 2Q26;
- ND/EBITDA (pre-IFRS16) 2.5x;
- 2 136 restauracji na koniec kwartału, 15 otwarć brutto i 3 netto;

TORPOL (TOR PW; BUY; TP PLN 85)

Wstępne wyniki 3Q26: istotnie poniżej oczekiwań, FCF na plusie [negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	505	621	334	579	547	8%	-6%	580	572.3
Gross Profit	36.4	51.2	24.1	47.5	33.7	-7%	-29%	44.7	
EBITDA	29.5	43.2	17.1	39.0	n.a.	-	-	36.0	38.6
EBIT	22.4	36.5	9.8	31.0	20.0	-11%	-36%	28.7	31.1
Net profit	17.8	29.8	10.3	23.5	16.3	-8%	-30%	24.2	25.9
Backlog	4,481	3,986	3,839	6,336	n.a.	-	-	5,756	
Net Debt	-269	-591	-455	-375	-285				
Gross Margin	7.2%	8.3%	7.2%	8.2%	6.2%	-1.0pp	-2.0pp	7.7%	
EBITDA margin	5.8%	7.0%	5.1%	6.7%	-	-	-	6.2%	6.7%
EBIT margin	4.4%	5.9%	2.9%	5.4%	3.7%	-0.8pp	-1.7pp	4.9%	5.4%
Net profit margin	3.5%	4.8%	3.1%	4.0%	3.0%	-0.5pp	-1.1pp	4.2%	4.5%
P/E12M trailing	19.9	19.6	19.5	18.8	19.1				
EV/EBITDA 12M trailing	10.8	7.7	8.9	9.0	-				

Source: Company, Trigon

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	5	2474.7	2547.1	2507.9	0%
WIG20	2375.8	2084.7	2088.8	2082.6	114%
WIG40	407.8	382.4	391.2	363.2	104%
sWIG80	49.2	55.4	58.9	59.8	83%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
PKO	566	XTB	60.0	COG	9.0
ALE	553.7	BFT	55.3	DIG	4.5
PKN	274.9	ASB	50.4	GNS	3.8
PEO	200.5	MDV	47.5	DAT	3.1
KGH	168.8	MIL	39.1	TOA	2.9
LPP	140.8	ACP	38.8	LWB	2.9
PZU	134.6	TPE	28.8	SCW	2.5
DNP	133.7	ENA	20.8	ICE	2.3
CDR	114.3	ING	12.2	MDG	1.8
PCO	86.9	COG	9.0	BRS	1.5

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ALE	183%	COG	445%	TAR	541%
CDR	166%	ENA	315%	COG	445%
KTY	164%	GPP	227%	BRS	291%
PKO	159%	MIL	166%	SVE	273%
MBK	140%	11B	153%	BOS	250%
PKN	136%	TEN	150%	TOA	245%
ALR	134%	LWB	144%	ROB	229%
PGE	134%	EAT	142%	MLG	186%
PEO	134%	BFT	141%	STP	180%
PZU	130%	ING	137%	ICE	166%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			**WIG20**		**Worst**
ALE	64	5.1%	KRU	331	-1%
PGE	16	4.2%	KGH	284	-1.3%
ALR	148	3.7%	BDX	766	-0.3%
TPE	9	3.5%	PEO	269	-0.1%
PKN	132	3.4%	ZAB	32	-0.1%
Best			**mWIG40**		**Worst**
ENA	22.3	7.8%	COG	4.2	-6%
SLV	18.0	5.7%	GRX	2.3	-1.8%
BFT	6,220.0	5.2%	ATC	5.0	-1.4%
GPP	54.7	4.2%	11B	112.0	-1.1%
TPE	9.4	3.5%	EAT	9.6	-0.6%
Best			**sWIG80**		**Worst**
MDG	22.5	9.8%	COG	4.2	-6%
DAT	94.2	9.5%	BCX	65.7	-3.8%
ICE	48.5	6.7%	GNS	15.1	-3.2%
SLV	18.0	5.7%	ARL	22.7	-2.6%
SVE	2.7	5.1%	STP	233.0	-2.5%

CREEPY JAR (CRJ PW; HOLD; TP PLN 448)

3Q26 Preliminary Results Review: Poniżej niewymagających oczekiwań [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	5.6	10.2	40.0	12.3	6.8	22%	-45%	8.0	8.4
EBITDA	2.2	6.4	34.7	8.6	-	-	-	4.6	5.3
adj. EBITDA	2.9	7.2	34.7	8.6	-	-	-	4.6	-
EBIT	2.1	6.2	32.3	5.0	0.4	-81%	-92%	1.0	1.9
Net profit	2.6	6.3	29.8	5.1	1.1	-58%	-79%	1.4	2.1
OCF	3.2	2.8	35.8	9.8	0.0				
Net debt	-71.1	-71.0	-104.1	-108.7	-80.7				
P/E 12M trailing	15.2	15.1	6.2	5.9	6.2				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	11.0	9.8	3.2	2.8	3.6				
adj. EBITDA margin	52.2%	70.2%	86.8%	69.4%	-			57.8%	-
EBIT margin	37.5%	60.6%	80.7%	40.3%	5.9%			12.9%	22.6%
Net profit margin	47.0%	61.2%	74.4%	41.5%	16.2%			18.0%	25.0%

Source: Company data, Trigon

- Sprzedaż Green Hell w 3Q26 wyniosła 962 tys. kopii (w tym 35 tys. na konsolach), a od początku roku 4.8 mln kopii (171 tys. na konsolach);
- StarRupture sprzedał w 3Q26 46 tys. kopii, a skumulowana sprzedaż gry wzrosła do ok. 962 tys. kopii;
- Przychody 3Q26 wspierała przede wszystkim sprzedaż Green Hell na Steam, uzupełniona wpływami ze StarRupture. Wyniki nie uwzględniają jeszcze przychodów z obecności Green Hell w PS Plus w Europie i Amerykach, które zostaną rozpoznane po otrzymaniu raportów od Sony.

LIFTERO (LFR PW)

Wyniki za 3Q26 & outlook

#Wyniki

- Przychody ze sprzedaży wyniosły 0,36 mln PLN (-28% r/r, -62% kw/kw) i pochodziły przede wszystkim z końcowego rozliczenia projektu ESA GSTP, kontrakty komercyjne BOOSTER nie osiągnęły jeszcze etapu finalnych dostaw;
- EBITDA wyniosła -1,81 mln PLN, wobec -0,49 mln PLN w 2Q26 i -0,73 mln PLN w 3Q25, EBIT wyniósł -2,25 mln PLN, a wynik netto -2,27 mln PLN;
- Koszty działalności operacyjnej wzrosły do 3,16 mln PLN (+44% kw/kw), m.in. wskutek większego zużycia materiałów oraz wzrostu kosztów osobowych;
- Zatrudnienie zwiększono do 27 osób z 21 na koniec czerwca, a zarząd wskazuje na potrzebę dalszej rozbudowy zespołu;
- OCF w 3Q26 wyniósł -2,71 mln PLN, wobec -0,69 mln PLN w 2Q26;
- Gotówka na koniec września wyniosła 12,2mln PLN wobec 15,97mln PLN na koniec czerwca;

#Kontrakty, backlog i outlook

- Backlog na 13 listopada wynosił 1,0mln EUR wobec 1,09mln EUR na 12 sierpnia, w tym 0,76mln EUR kontraktów komercyjnych BOOSTER i 0,24mln EUR projektu ESA HIPSTER;
- Dostawę dla OrbitAID przesunięto na początek 1Q27, wobec pierwotnie zakładanego 3Q26, według spółki wynika to z późniejszego rozpoczęcia projektu po stronie klienta;
- Dostawa dla nowego klienta azjatyckiego, objęta lipcową umową o wartości 333tys. EUR, jest obecnie planowana na kwiecień 2027, system obejmuje osiem silników do serwisowania satelitów na orbicie, a start misji klient zakłada w 2H27;
- Zarząd oczekuje rozpoznania istotnej części obecnego backlogu BOOSTER w 1Q27, częściowo na przełomie 1Q/2Q27, deklaruje, że przesunięcia wynikają z harmonogramów klientów, a nie ograniczeń produkcyjnych Liftero;
- Ostatni etap projektu HIPSTER o wartości ~240tys. EUR ma zostać zakończony technicznie w 4Q26, jednak formalny odbiór i rozpoznanie przychodu mogą przesunąć się na 1Q27;
- Pipeline BOOSTER bliski decyzji zakupowej wzrósł do 7,0mln EUR z 6,3mln EUR prezentowanych w sierpniu, obejmuje procesy z oczekiwaną decyzją zasadniczo w ciągu sześciu miesięcy, których konwersja mogłaby zwiększyć dostawy w 2027 roku;
- Pozostały pipeline komercyjny wynosi 19,9mln EUR, a potencjalne programy konstelacyjne 81,1mln EUR;
- Pipeline projektów ESA wynosi ~2,68mln EUR, w 3Q spółka otrzymała dwie negatywne decyzje grantowe PARP, przygotowuje kolejne aplikacje, a pierwszych potencjalnych rozstrzygnięć oczekuje w 2Q27;
- Zakończono zasadniczą rozbudowę zaplecza produkcyjnego i testowego, trwają prace nad silnikami 5N i 20N oraz projektowanie większego stanowiska próżniowego.

FINANCIALS

PZU (PZU PW; HOLD; TP PLN 75.0)

S&P utrzymał rating A– z perspektywą pozytywną

- S&P Global Ratings potwierdził rating PZU na poziomie A– oraz perspektywę pozytywną pomimo obniżenia ratingu Polski w walucie lokalnej z A do A–;
- Agencja wskazuje, że PZU powinno nadal spełniać wymogi testów warunków skrajnych dotyczących kapitału i płynności w walucie krajowej.

BANCO SANTANDER

Podniesienie parytetu planowanej oferty na Santander Brasil o 5%

- Banco Santander zwiększył parytet planowanej oferty wymiany do 0.4260 własnej akcji za jednostkę lub ADS Santander Brasil oraz 0.2130 za akcję zwykłą lub uprzywilejowaną, przed korektami o dywidendy;

- Oferta ma objąć około 10% kapitału Santander Brasil pozostającego poza grupą; zapłatę mają stanowić nowo emitowane akcje Banco Santander;
- Przy pełnej akceptacji bank wyemitowałby około 166 mln akcji, tj. około 1.1% obecnego kapitału; maksymalną wartość świadczenia oszacowano na około 1.9 mld EUR według kursu zamknięcia z poprzedniej sesji;
- Transakcja wymaga m.in. zgód regulacyjnych i zatwierdzenia podwyższeń kapitału przez akcjonariuszy.

POLSKA / BIEC

Wskaźnik Przyszłej Inflacji bez zmian na poziomie 90.5 pkt

- Wskaźnik Przyszłej Inflacji BIEC w listopadzie pozostał na poziomie 90.5 pkt po trzech miesiącach wzrostu;
- W październikowych badaniach GUS przewaga odsetka firm przemysłowych planujących podwyżki cen nad odsetkiem planujących obniżki przekroczyła 10 pp wobec 1 pp rok wcześniej;
- Spośród 22 badanych branż tylko przemysł skórzany wykazywał przewagę planów obniżek cen; w pozostałych branżach dominowały deklaracje podwyżek.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)

Rząd Litwy planuje windfall tax do 70m EUR [lekko negatywne]

Litewski rząd planuje tymczasowy podatek od nadmiarowych zysków sektora paliwowego, który może objąć ok. 10 spółek, ale głównym, a potencjalnie jedynym płatnikiem będzie Orlen Lietuva. Szacowane wpływy budżetowe wynoszą do 70m EUR w 2027r. Decyzja ma zapaść w najbliższych tygodniach. Jedną z propozycji kompromisowych jest potrącenie podatku z 54m EUR wcześniej obiecanego wsparcia na modernizację rafinerii. Orlen równolegle analizuje zasadność dodatkowych 600–700 mln USD nakładów na projekt BoB w Możejkach.

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)/ENERGETYKA

Opóźnienie i wzrost kosztów pierwszego BWRX-300 w Kanadzie

- Ontario Power Generation (OPG) poinformował, że pierwszy reaktor BWRX-300 (300 MW) w Darlington nie zostanie uruchomiony zgodnie z planem w październiku 2030r., a Capex przekroczy zakładane 7.7 mld CAD (5.4 mld USD), obejmujące również wspólną infrastrukturę (LINK). Skala przekroczenia budżetu i opóźnienia pozostaje nieznana – aktualizacja kosztorysu i harmonogramu planowana jest do połowy 2027.r. Główną przyczyną są niedokończone prace projektowe GE Vernova Hitachi, wpływające na realizację budowy i łańcuch dostaw. Dotychczasowy budżet czterech reaktorów (1.2 GW) wynosi 20.9 mld CAD.
- Jak podaje Polityka Insight, OSGE podtrzymuje harmonogram polskiego projektu, zakładając decyzję inwestycyjną w 2029r., i wskazuje, że wzrost kosztów pierwszej jednostki (FOAK) nie musi przekładać się na koszty seryjnych wdrożeń. Jednocześnie, według przywołanego przez Politykę Insight raportu OECD/NEA i EPRI, CAPEX pierwszych SMR-ów szacowany jest średnio na 12.7 tys. USD/kW, tj. o 10% więcej niż dużych reaktorów, a w scenariuszu seryjnej produkcji obu technologii różnica wzrasta do 39% na niekorzyść SMR.

UTILITES & MINING

BOGDANKA/ENEA (ENA PW; BUY; TP PLN 25.8)

Do 16 listopada spółki mają uzgodnić ceny węgla

Zarządy Bogdanki i Enei mają do 16 listopada osiągnąć porozumienie ws. cen węgla. Związkowcy argumentują, że dopłaty do nierentownych kopalń na Śląsku wymuszają zaniżanie cen rynkowych, zagrażając rentowności Bogdanki. Według przedstawiciela związków zawodowych wiceszef MAP zagroził zmianami w zarządach w razie braku porozumienia. Związkowcy okupują salę w siedzibie Bogdanki, planując pozostać do posiedzenia RN 19 listopada. Nie wykluczają referendum strajkowego (LINK)

CONSUMER

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [pozytywne]

#Outlook / 2027

- Zarząd pozytywnie ocenia kondycję konsumentów i perspektywy 2027; przyspieszenie GMV przypisuje inicjatywom produktowym i marketingowym, wykorzystaniu AI oraz ograniczeniu wydatków marketingowych przez platformy chińskie;
- Priorytetem pozostaje wzrost sprzedaży, wspierany inwestycjami w konkurencyjność cenową i inwestycjami w take rate do zwiększania zaangażowania merchantów;
- Nowa umowa z InPostem będzie istotnie wspierać wyniki również w 2027, poza niższą stawką bardziej korzystne pozostałe warunki umowy, w tym formuła indeksacji;
- W International możliwa jest istotna redukcja nominalnej straty EBITDA już w 2027, przy utrzymaniu priorytetu wzrostu i celu break-even w 2029;
- Ostrożność guidance na 4Q26 zarząd uzasadnia niepewnością zachowania konsumentów podczas Black Weeks i zakupów świątecznych.

#Polska

- Nie skwantyfikowano wpływu mniejszej aktywności chińskich platform na GMV; w kontekście zmian regulacyjnych zarząd wskazuje przede wszystkim na ich niższe wydatki marketingowe;
- Wzrost ASP tłumaczony jest trading up oraz inflacją produktową; w 3Q szczególnie dobrze radziły sobie kategorie budownictwo i przemysł oraz sport i wypoczynek;
- Konkurencyjność cenowa wspierana jest przez współfinansowanie kampanii merchantów oraz premiowanie atrakcyjnych cenowo ofert w algorytmach wyszukiwania; dynamika take rate odzwierciedla także zmianę miksu kategorii;
- Automotive jest jedną z trzech największych kategorii pod względem GMV; rozwijane narzędzia doboru części według modelu samochodu/VIN mają wspierać konwersję, cross-selling i powtarzalność zakupów.

#InPost

- Jak dotąd nie rozpoznano w wynikach 1-3Q oszczędności z nowej umowy z InPostem, całość będzie rozpoznana w 4Q26;
- Zakończono wszystkie postępowania arbitrażowe, a InPost wycofał roszczenie; strony rozważają dalsze rozszerzenie współpracy;

#Marketing, Allegro Pay

- Pełne wdrożenie Allegro Brand Ads Manager zaplanowano na 1Q27; usługa umożliwi prowadzenie kampanii na Allegro i u zewnętrznych wydawców z wykorzystaniem danych zakupowych platformy;
- Wartość finansowania udzielonego przez Allegro Pay wzrosła o 37% r/r do 4,7mld PLN, a spółka rozszerza dostępność usługi poza marketplace, w tym na eBilet;
- Allegro Pay finansuje 16% GMV, spółka podniosła ostatnio limit pożyczki na klienta do 10 tys. PLN, przejście z tygodniowej na codzienną sprzedaż wierzytelności partnerom finansującym było głównym czynnikiem zmniejszenia NWC w 3Q;

#Asystenci AI

- Asystent zakupowy AI osiągnął 1,7mln unikalnych użytkowników, przy ponad dwukrotnie większej od średniej Allegro konwersji wizyt obejmujących poszukiwanie produktu;
- Asystenci AI postrzegani jako szansa, a nie tylko zagrożenie, spółka współpracuje z ChatGPT, Gemini, podobnie prawdopodobnie z Muse, kiedy będzie dostępne na polskim rynku;
- Dostępny dla wszystkich sprzedawców asystent AI, rozwiązuje 90% zapytań bez pomocy człowieka;
- Zarząd ponadto wskazuje na wzrost produktywności zespołów technologicznych o 30% i skrócenie cyklu testowania funkcji i zmian na platformie przed ich wdrożeniem z 34 do 24 dni;
- Kapitalizowane jest ponad 50% kosztów wynagrodzeń technologicznych, CFO wskazała, że kapitalizacja będzie obejmować również koszty tokenów AI wykorzystywanych przy rozwoju platformy;

#International

- W International podtrzymany cel break-even w 2029, ale już w 2027 możliwy znaczący spadek straty;
- Priorytetem nadal jest pozyskiwanie klientów i rozwój oferty, a dodatkowa marża reinwestowana jest we wzrost, wydatki marketingowe ustabilizowały się po początkowych kampaniach związanych z uruchamianiem platform;
- Ceny na platformie Allegro na rynkach zagranicznych są nadal często o 13-15% niższe niż lokalnych konkurentów;
- Allegro jest najpopularniejszą aplikacją w kategorii shopping w Czechach, Słowacji i Węgrzech w Google Play..

DYSKONTY NON-FOOD

Action: sprzedaż +14% r/r, EBITDA +12% r/r, LFL YTD +3,7% – 3i

- Sprzedaż po 10 miesiącach (do 25.10) wyniosła 14,3mld EUR (+14% r/r), adj. EBITDA 1,96mld EUR (+12% r/r); w 1-3Q26 sprzedaż rosła o 14% r/r, a EBITDA o 11% r/r;
- LFL YTD do 8 listopada przyspieszył do +3,7% z +3,4% na koniec września; dwucyfrowy LFL w Europie Południowej, szczególnie mocne wyniki w Hiszpanii, pozytywny LFL również we Francji i Niemczech, wspierany wzrostem liczby transakcji;
- Średnia tygodniowa liczba wizyt w całej sieci +13% r/r;
- YTD otwarto 286 sklepów netto; podtrzymany cel co najmniej 400 otwarć w FY26, sieć działa już w 16 krajach, na 2027 planowane jest wejście do Bułgarii i USA;
- Spółka podtrzymuje guidance na FY26: LFL ok. +4%, marża adj. EBITDA 14,7–14,8%, OCF ok. 2,25mld EUR, zarząd oczekuje mocnego 4Q, wspieranego niską bazą sprzed roku;

#Polska

- W Polsce, Action wskazuje na silną presję cenowej w handlu („supermarket sector"), Action utrzymuje dodatni LFL i oczekuje dwucyfrowego wzrostu sprzedaży oraz wysokiej marży 4-wall EBITDA;
- LINK do raportu 3i.

E-COMMERCE

Projekt DFA obejmuje ceny, subskrypcje i zakupy przez AI

- Komisja Europejska zaproponowała Digital Fairness Act, przewidujący m.in. zakaz fałszywych komunikatów o ograniczonej dostępności oraz ujawniania nieuniknionych opłat dopiero przy finalizacji zakupu;

- Przy dynamicznych cenach i wirtualnych kolejkach sprzedawcy mieliby informować o aktualnej i maksymalnej cenie; przy biletach również o liczbie miejsc dostępnych w najniższej reklamowanej cenie;
- Projekt przewiduje bezpłatny kontakt z człowiekiem po zakupie i wyczerpaniu innych kanałów, w godzinach pracy przedsiębiorcy i w języku zawartej umowy;
- Przejście z darmowego okresu próbnego na płatną subskrypcję miałoby wymagać wyraźnej zgody; zakupy przez agentów AI zachowywałyby standardowe prawa konsumenckie. Są to propozycje legislacyjne.

TMT

DATAWALK (DAT PW)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

- Podpisanie nowego kontraktu oczekiwane jeszcze w listopadzie lub na początku grudnia;
- Amerykański zespół sprzedażowy ma obecnie siedmiu członków, a europejski sześciu;
- Wskaźnik ARR (roczne powtarzalne przychody) wynosi obecnie 21mln PLN;
- W najbliższych tygodniach spółka będzie pracować nad przeniesieniem części klientów posiadających licencje wieczyste, na licencje odnawialne;
- Obecnie w ramach ARR jest 3 klientów z licencjami odnawialnymi, którzy stanowią 55% wartości ARR oraz 16 z wieczystymi (45%).
- W lejku projektów łączny potencjalny ARR to 48,5mln USD, a liczba potencjalnych umów wynosi 64, w tym nowi klienci 49, odnowienia 6 i zwiększenie u istniejących klientów 9;
- Największe projekty bazując na wielkości wykresu to ARR mają wartość po około 2,5mln USD (3 potencjalne umowy większe niż 2mln USD ARR o łącznej wartości 6,8mln USD).

STROER

Wyniki za 3Q26: utrzymany dwucyfrowy wzrost DOOH, zarząd widzi popyt na nowe lokalizacje reklamowe w Niemczech i Polsce

EURm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Revenue	505	492	603	496	542	513	4%	-5%
y/y	-1.3%	-0.9%	3.0%	4.2%	7.4%	4.4%		
OOH segment revenue	245	236	298	221	271	245	4%	-9%
OOH	140	132	150	115	138	126	-4%	-9%
y/y	-3.1%	0.8%	2.5%	-0.6%	-1.3%	-4.3%		
DOOH	93	92	132	91	116	103	11%	-11%
y/y	9.5%	-0.5%	3.1%	12.1%	24.3%	10.9%		
Services	12	12	17	16	17	17	34%	-1%
Dialog & digital media rev.	210	206	270	231	245	239	16%	-2%
DaaS & E-commerce	85	85	91	79	77	74	-14%	-5%
adjj. EBITDA	149	147	212	119	154	148	0%	-4%
OOH	117	114	152	97	128	111	-2%	-13%
Dialog & digital media	31	32	59	27	30	38	19%	29%
DaaS & E-commerce	9	10	11	6	6	6	-44%	-2%
EBIT	62	60	112	30	61	53	-13%	-14%
margin	12.2%	12.3%	18.6%	6.0%	11.3%	10.3%		
Net income	32	30	65	9	30	23	-23%	-23%
y/y	-14%	-21%	-2%	-31%	-8%	-23%		
P/E 12M trailing	14.3	15.1	15.2	15.6	16.0	16.8		

Source: Company, Trigon

- Przychody wzrosły o 4% r/r do 513mln EUR, w tym organicznie o 0,8%, a adj. EBITDA wyniosła 148mln EUR, podobnie jak przed rokiem;
- DOOH wzrosło o 11% r/r, w tym programmatic o 21,1%, przy spadku tradycyjnego outdooru o 4,4%;
- Na konferencji CFO wskazał na większe zapotrzebowanie na inwestycje w nowe lokalizacje reklamowe zarówno w Niemczech, jak i w Polsce;
- Spółka analizuje możliwości finansowania rozbudowy z udziałem innych podmiotów, jednocześnie wstępnie dążąc do utrzymania zbliżonego CAPEX całej grupy w 2027;
- Wzrost przychodów grupy był wsparty przez akwizycję w segmencie Digital & Dialog Media, natomiast w DOOH wzrost w wyniku organicznych inwestycji i programmatic (+21% r/r);
- Rozmowy z agencjami o budżetach na 2027 potwierdzają dalsze zainteresowanie OOH, szczególnie formatami cyfrowymi;
- Zarząd ocenia, że niemiecki rynek OOH w ujęciu netto był w 3Q bliski stagnacji, mimo wzrostu wydatków cennikowych o 6%;
- Część kampanii związanych z mundialem przesunięto z lipca do czerwca, co ograniczyło dynamikę 3Q;
- Duże ekrany premium pomagają pozyskiwać nowych reklamodawców, a spółka łączy 14 największych ekranów w ofertę Iconic Screen Collection;
- W 4Q pojawiły się pierwsze istotne zamówienia reklamowe od dostawców modeli AI, a dodatkowym wsparciem w 2027 może być ekspansja chińskich marek samochodowych;
- Programmatic wspiera sprzedaż dzięki łatwiejszemu zakupowi kampanii, jednocześnie obniżając koszty ich obsługi;
- Istotne efekty finansowe automatyzacji i wdrażania AI oczekiwane są od 2H27, z pełniejszym wpływem w 2028, przy dalszych kosztach restrukturyzacji również w 1Q27;
- Statista nadal traci małych klientów korzystających z LLM, ale rośnie sprzedaż do dużych firm i wykorzystanie Statista Connect, z oczekiwaną wyraźniejszą poprawą w 2H27.

INDUSTRIALS

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)

Ukraina oczekuje pierwszych Gripenów C/D w styczniu-lutym 2027

- Według Zełenskiego pierwsze samoloty mogą dotrzeć w styczniu-lutym 2027, prawdopodobnie w lutym;
- Chodzi o planowane przekazanie do 16 używanych Gripenów C/D z zasobów Szwecji w ramach pomocy wojskowej;
- Ukraińscy piloci i personel techniczny szkolą się już w Szwecji, liczby maszyn w pierwszej partii i terminu gotowości operacyjnej nie ujawniono;
- Samoloty mają wzmocnić obronę przed dronami Shahed i pociskami manewrującymi, uzupełniając ukraińską flotę F-16 i Mirage 2000;
- Odrębne zamówienie obejmuje 16 nowych Gripenów E, których dostawy mają rozpocząć się na początku 2029;
- Szwecja przewidziała finansowanie zastąpienia przekazywanych Gripenów C/D dodatkowymi samolotami E/F dla własnych sił powietrznych.

CSG (CSG NA; BUY; TP EUR 22.0)

Speer dostarczy do 4,2 mln sztuk amunicji pistoletowej kanadyjskiemu resortowi obrony

- Speer, należący do The Kinetic Group w grupie CSG, otrzymał kontrakt na dostawy amunicji dla kanadyjskiego Departamentu Obrony Narodowej;
- Umowa obejmuje do 4,2 mln sztuk amunicji w okresie do trzech lat, wartości kontraktu nie ujawniono;
- Przedmiotem dostaw będzie amunicja 9 mm Luger JHP Gold Dot G2 z pociskiem o masie 135 grain.

OHB (OHB GR; No recommendation)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

#Outlook, guidance

- Podtrzymano guidance FY26: total operating performance (TOP) ~1,4mld EUR i marża skor. EBITDA 10,5-11,0%, realizację założeń mają wspierać dostawy podwykonawców zaplanowane na 4Q oraz częściowo przesunięte z 3Q;
- Zarząd oczekuje kontynuacji wzrostu w 2027 i wyraźniejszego przyspieszenia od 2028, wraz z rozwojem IRIS² i oczekiwanych programów wojskowych, liczbowy guidance na 2027 zostanie przedstawiony 28 stycznia;
- Utrzymano średnioterminowe cele TOP >4mld EUR i marży skor. EBITDA ~13%, wspieranej efektami skali, założenia obejmują wzrost organiczny, bez przejęć i RFA, rozliczanego metodą praw własności;
- Ambicja order intake wynosi łącznie 5,5mld EUR w latach 2026-2027, 7mld EUR w latach 2028-2029 oraz 5,5mld EUR w samym 2030, przy book-to-bill >1,5x, dwuletnie przedziały mają ograniczać znaczenie przesunięć między latami;
- Pipeline pozostaje na poziomie ~20mld EUR pomimo pozyskania dużych zamówień, dzięki dopływowi kolejnych projektów, ~50% dotyczy defence, a kwalifikacja do pipeline wymaga ocenianej przez spółkę szansy realizacji >50%;

#Space systems

- Założenia order intake w kolejnych latach uwzględniają bazowy scenariusz SATCOMBw4 (program dla Bundeswehry, o którego realizację ubiega się JV OHB Rheinmetall Space Networks), dodatkowy zakres programu może zwiększyć przedstawione cele;
- Kontrakt IRIS² o wartości blisko 1mld EUR obejmuje 18 platform MEO, OHB zintegruje w Bremie co najmniej pierwszego satelitę i widzi możliwość pozyskania dodatkowego zakresu prac;
- Umowa Sentinel-3 Next Generation Topography za 554mln EUR obejmuje jednego satelitę i opcję na drugiego, której wykorzystanie CEO ocenia optymistycznie;
- Niemieckie programy wojskowe w obszarze space mają postępować zgodnie z planem, w tym inicjatywy wczesnego ostrzegania SBMD1 i ODIN'S EYE;
- Kolejnym istotnym źródłem zamówień ma być konstelacja nawigacyjna LEO-PNT, której zamówienie oczekiwane jest najprawdopodobniej w 2029;
- Zarząd liczy na zamówienie misji OpSTAR do końca 2026, demonstrator ma rozwijać optyczną synchronizację czasu i pomiar odległości między satelitami;

#Access to Space, RFA

- Wzrost MT Aerospace napędzają zwiększanie produkcji Ariane 6, mocny popyt amerykańskich dostawców rakiet oraz komponenty dla europejskich firm obronnych;
- Rozbudowa zatrudnienia i parku maszynowego, skoncentrowana w 1H26, ma obecnie wspierać wzrost produkcji i rentowności;
- MT Aerospace deklaruje gotowość do obsługi wzrostu liczby startów Ariane 6 do ~11 rocznie i powyżej, jednak nie wskazano terminu osiągnięcia takiej częstotliwości;
- Pierwszy start RFA przesunięto na początek 2027 po problemie ze zbiornikiem paliwa, przyczyna została zidentyfikowana, naprawa wykonana, a kolejny test silników oczekiwany jest jeszcze w 2026;
- Plan zakłada do trzech startów RFA w 2027, przy czym CEO dopuścił realizację dwóch;
- RFA koncentruje się na ograniczeniu ryzyka technicznego i przygotowaniu seryjnej produkcji, program ESA zapewnia dostęp do finansowania do 187mln EUR, szersze pozyskiwanie klientów komercyjnych ma nastąpić po pierwszym locie;

#Digital, inwestycje i M&A

- Słabszy 3Q w Digital tłumaczono miksem i harmonogramem projektów, a nie spadkiem wolumenów;
- Przyspieszenie ma wynikać z realizacji istniejącego backlogu oraz rosnącego zapotrzebowania na segment naziemny i obsługę nowych konstelacji;
- Zarząd aktywnie analizuje przejęcia i dalszą rozbudowę infrastruktury, objęcie 25% MediaMobil ma wspierać jego istotny udział w realizacji SATCOMBw4;

#Cash flow, working capital

- CFO podtrzymał ambicję dodatniego skor. FCF za FY26, poprawa w 4Q ma opierać się na płatnościach za kamienie milowe z projektów ESA i kontraktów krajowych;
- W 4Q otrzymano już 85mln EUR z IRIS², oczekiwane są dalsze wpływy poprawiające kapitał obrotowy;
- Dotychczasowy wzrost aktywów kontraktowych wiązano m.in. z rozwojem LISA i rozpoznawaniem przychodów według postępu prac przed otrzymaniem płatności.

BORYSZEW
Hornet – Polskie Drony z koncesją na 50 lat
- Spółka stowarzyszona Hornet – Polskie Drony, w której Boryszew posiada 48% udziałów, uzyskała koncesję na wytwarzanie i obrót wybranymi rodzajami amunicji oraz wyrobami i technologiami wojskowymi lub policyjnymi;
- Koncesja obowiązuje przez 50 lat; zarząd oczekuje rozpoczęcia seryjnej produkcji bezzałogowych statków powietrznych po zakończeniu wymaganych testów i certyfikacji.

NIEWIADÓW POLSKA GRUPA MILITARNA
Decyzja o wsparciu fabryki amunicji 40 mm; zwolnienie z CIT do 24 mln PLN
- Fabryka Amunicji Pocisk otrzymała decyzję Łódzkiej SSE o wsparciu budowy zakładu produkcji amunicji 40 mm w Osiedlu Niewiadów, obejmującego hale, infrastrukturę oraz linię technologiczną;
- Koszty kwalifikowane objęte decyzją wynoszą 60 mln PLN; zwolnienie z CIT dotyczące działalności objętej decyzją może nominalnie sięgnąć 24 mln PLN, tj. 40% kosztów;
- Spółka ma ponieść 59.7 mln PLN kosztów do końca 2028 r. i pozostałe 0.3 mln PLN związane z leasingiem finansowym do końca 2031 r.;

JRH ASI
Plan bezpośredniego objęcia udziałów ukraińskiego partnera radarowego
- Aneks do umowy ramowej zakłada, że JRH obejmie bezpośrednio udziały w spółce ukraińskiego kontrahenta; docelowy udział kapitałowy pozostaje przedmiotem negocjacji;
- Kontrahent szacuje zgłaszane przez potencjalnych odbiorców zapotrzebowanie na systemy radarowe na 120–150 mln USD w około 12 miesięcy; nie jest to wartość zamówień zawartych przez JRH;
- Oczekiwany termin podpisania pierwszego aneksu wykonawczego przesunięto o siedem dni, do 20 listopada 2026 r.

BAE SYSTEMS / RYNEK DEFENCE
Podwyższenie prognozy FCF do ~3 mld GBP dzięki zaliczkom klientów - Reuters
- BAE Systems podniosło prognozę wolnych przepływów pieniężnych na 2026 do ~3 mld GBP z >2 mld GBP, dzięki zaliczkom klientów;
- Podtrzymano prognozę wzrostu przychodów o 8-10% oraz bazowego zysku operacyjnego o 10-12% r/r, podwyższoną wcześniej w lipcu;
- Wartość zamówień pozyskanych od początku 2026 wyniosła 33mld GBP, spółka oczekuje kolejnych umów przed końcem roku;
- Zamówienia w 2H26 obejmują 1,6mld GBP na program myśliwca GCAP oraz 4,3mld GBP finansowania brytyjskich okrętów podwodnych systemu odstraszania jądrowego.

RYNEK SPACE / SATIM
Umowa z MON na automatyczną analizę zobrazowań radarowych dla programu MikroSAR – Space24
- SATIM podpisał z MON umowę na dostawę oprogramowania OREC do automatycznej analizy zobrazowań SAR na potrzeby agencji ARGUS;
- Rozwiązanie ma wspierać program MikroSAR, przyspieszając przetwarzanie dużych wolumenów danych radarowych i pozyskiwanie informacji rozpoznawczych;
- Oprogramowanie automatycznie wykrywa i klasyfikuje obiekty, w tym jednostki pływające, statki powietrzne i pojazdy;
- System generuje alerty i raporty oraz udostępnia wyniki w formacie umożliwiającym ich dalsze automatyczne przetwarzanie;
- OREC jest autorskim rozwiązaniem SATIM, rozwijanym niezależnie od wcześniejszego produktu Detect & Classify, opracowanego wspólnie z ICEYE.

RYNEK DEFENCE / UFORCE
UForce pozyskał 700mln USD finansowania przy wycenie 6 mld USD - Reuters
- UForce, wywodzący się z Ukrainy producent systemów bezzałogowych z siedzibą w Londynie, pozyskał 700mln USD przy wycenie 6 mld USD;
- Rundę współprowadziły Valor Equity Partners i brytyjski National Wealth Fund, uczestniczył również US-Ukraine Reconstruction Investment Fund;
- Środki mają wesprzeć zwiększenie produkcji autonomicznych systemów morskich, lądowych i powietrznych dla Ukrainy oraz państw sojuszniczych;
- Spółka rozwija również oprogramowanie dowodzenia i kierowania koordynujące platformy bezzałogowe; poza Londynem posiada centra działalności w Kijowie i Waszyngtonie.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

PEKABEX (PBX PW; Under Review)
Zabezpieczenie płatności kontraktowych na 6 mln EUR
- Pekabex Bet zawarł z mBankiem transakcje zabezpieczające ryzyko kursowe płatności za realizowane kontrakty o wartości 6 mln EUR; łączna wartość od poprzedniego raportu wynosi 16 mln EUR, a od początku roku 23 mln EUR.

BIOTECH

GEDEON RICHTER (RICHT HB; HOLD; TP HUF 13 474)
Umowa z Eli Lilly dot. komercjalizacji doustnej wersji Estetrolu [pozytywne]
- Spółka zawarła z Eli Lilly umowę licencyjną obejmującą wyłączne globalne prawa do rozwoju, produkcji i komercjalizacji terapii łączących Estetrol (E4) z produktami Lilly w obszarze women's health (WHC) i chorób kardiometabolicznych.
- Richter otrzyma nieujawnioną płatność z tytułu upfront, milestone'y regulacyjne/komercyjne oraz royalties od sprzedaży rynkowej. Lilly dodatkowo obejmie akcje RICHT za ok. USD 15m i uzyska opcję współkomercjalizacji doustnej monoterapii E4 w USA.

MABION (MAB PW; Under Review)

Pozytywny wynik inspekcji FDA dla zakładu produkcyjnego spółki [pozytywne]

- FDA zakończyła inspekcję zakładu Mabionu bez wydania Form 483; według ustnego podsumowania nie stwierdzono istotnych niezgodności wymagających działań naprawczych, co wskazuje na klasyfikację NAI (No Action Indicated).
- Spółka oczekuje jeszcze na formalne zamknięcie procedury i raport EIR.

MEDICALGORITHMICS

Kolejne zamówienie z Kanady na Kardiobeat.ai za 375 tys. USD

- Kanadyjski partner złożył dodatkowe zamówienie na urządzenia Kardiobeat.ai za 375 tys. USD, tj. około 1.47 mln PLN; zwiększa ono wynagrodzenie ponad kontraktowo gwarantowane minimum;
- Realizacja wymaga 100% przedpłaty; dostawę zaplanowano do końca 2026 r., pod warunkiem terminowego wpływu środków i dostaw urządzeń;
- Umowa z partnerem obowiązuje do 31 marca 2028 r., a następnie ma przejść na czas nieokreślony z 12-miesięcznym okresem wypowiedzenia.

EUROPEAN COMPANIES

CAF / ROLLING STOCK

Wyniki 3Q26: Kolejny kwartał z book-to-bill <1x [negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Backlog grupy wyniósł 17,5mld EUR (+8% ytd), w tym 15,5mld EUR w Railway (+12%) i 1,99mld EUR w autobusach (-16%)
- Portfel zamówień odpowiada 3,9x przychodów grupy z 2025, w tym 4,7x w Railway i 1,7x w autobusach
- Europa odpowiadała za 91% nowych zamówień, a główne kontrakty kolejowe zawarte w 3Q26 obejmowały 30 pociągów podmiejskich dla Serbii wraz z dwuletnim serwisem za ponad 300mln EUR.

#Outlook/guidance

- CAF podtrzymał guidance na 2026 zakładający wysoki jednocyfrowy wzrost przychodów, book-to-bill ≥1x oraz poprawę rentowności na poziomie EBIT i zysku netto względem 2025
- Spółka oczekuje wyhamowania dynamiki wzrostu przychodów pod koniec roku ze względu na wysoką bazę porównawczą Solarisa
- Backlog nie obejmuje ogłoszonego kontraktu na modernizację i utrzymanie metra w Kairze o wartości ok. 500mln EUR ani opcji klientów w istniejących umowach przekraczających 10mld EUR
- Pierwsze dostawy autobusów bateryjnych Solarisa do klientów w Seattle i San Francisco mają nastąpić w najbliższych tygodniach, a rozwój oferty na Amerykę Północną obejmuje modele o długości 40 i 60 ft
- Nowa strategia do 2030 zostanie przedstawiona 22 grudnia

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order intake	980	1,978	2,883	1,152	881	-10%	-24%	6,027	6,894
Railway	503	1,494	2,477	954	702	40%	-26%	3,936	5,627
Buses	477	484	406	198	179	-62%	-10%	2,091	1,267
Book-to-bill	1.0	1.5	2.5	0.8	0.8	-21%	-7%	1.3	1.4
Railway	0.6	1.7	3.0	1.1	0.9	36%	-19%	1.2	1.7
Buses	2.2	1.1	1.2	0.4	0.5	-75%	37%	1.8	0.8
Backlog	15,579	16,235	17,960	17,743	17,502	12%	-1%	16,235	17,502
Railway	13,262	13,882	15,528	15,609	15,517	17%	-1%	13,882	15,517
Buses	2,317	2,353	2,432	2,134	1,985	-14%	-7%	2,353	1,985
Revenue	991	1,322	1,158	1,369	1,122	13%	-18%	4,487	4,971
Railway	775	874	831	872	795	3%	-9%	3,304	3,372
Buses	216	448	327	497	327	51%	-34%	1,183	1,599
EBIT	47	85	63	87	58	23%	-33%	246	293
EBT	41	71	57	80	50	22%	-38%	216	258
Net profit	27	46	40	59	32	19%	-46%	146	177
EBIT margin	4.7%	6.4%	5.4%	6.4%	5.2%	0.4%	-1.2%	5.5%	5.9%
EBT margin	4.1%	5.4%	4.9%	5.8%	4.5%	0.3%	-1.4%	4.8%	5.2%
Net profit margin	2.7%	3.5%	3.5%	4.3%	2.9%	0.1%	-1.5%	3.3%	3.6%

Source: Company, Trigon

SIEMENS / ELECTRICAL EQUIPMENT

Wyniki 4Q25/26: Data centers pozostają najmocniejszym źródłem wzrostu [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Data centers pozostają najmocniejszym źródłem wzrostu, zamówienia w 2026 wzrosły trzycyfrowo do ponad 8,5mld EUR, przychody o ok. 60% do ok. 4,6mld EUR, a zarząd nie widzi spowolnienia bazowego popytu w perspektywie kolejnych lat
- Zamówienia automatyki w 4Q wzrosły o 16% r/r przy book-to-bill 1,02x, wspierane przez aerospace&defence, elektronikę oraz producentów maszyn obsługujących inwestycje w półprzewodniki i infrastrukturę AI
- Regionalnie zamówienia automatyki wzrosły o 61% w USA dzięki dużym projektom, o 19% w Niemczech dzięki m.in. life sciences i poprawie aktywności branż eksportowych oraz o 8% w Chinach
- Chińskie portfolio local-for-local zwiększyło sprzedaż w 2026 o ponad 25%, ale poprawa popytu obejmuje również droższe produkty globalne, co wskazuje na szersze ożywienie niż wyłącznie w segmencie value-for-money
- Smart Infrastructure zwiększyło zamówienia o 39% do 8,7mld EUR, w tym Electrification o 62% i Electrical Products o 45%, przy trzycyfrowym wzroście zamówień data centers oraz dwucyfrowym wzroście Buildings
- Mobility pozyskało ponad 10mld EUR zamówień, w tym ponad 4mld EUR długoterminowych kontraktów serwisowych, zwiększając backlog do ponad 65mld EUR i poprawiając jego profil marżowy

#Koszty i marże

- Marża Digital Industries poprawiła się o 200pb r/r z uwzględnieniem odpraw i o 540pb po ich wyłączeniu, dzięki wyższym wolumenom automatyki, korzystniejszemu miksowi oraz dodatniej relacji pricing/costs
- Marża Smart Infrastructure wyniosła 20,3%, w tym 50pb pochodziło ze zwrotu ceł w USA, a poprawę operacyjną wspierały efekty skali w elektryfikacji oraz kontrola kosztów i mocniejszy biznes produktowy w Buildings
- Zarząd oczekuje narastającej globalnej presji cenowej w podstawowej automatyce ze strony chińskich konkurentów, dlatego rozpoczyna selektywny eksport produktów local-for-local, wykorzystując ich niższą bazę kosztową
- Mobility osiągnęło w 4Q marżę 9,5%, jednak w 2027 poprawę operacyjną będą ograniczać koszty integracji

#Outlook/guidance

- Siemens podniósł średnioterminowy cel porównywalnego wzrostu przychodów z 6-9% do 7-11% oraz cel wzrostu EPS do poziomu dwucyfrowego, wskazując na data centers, odbicie automatyki, software i poprawę rentowności backlogu Mobility
- Guidance na FY27 zakłada porównywalny wzrost przychodów o 9-11% oraz EPS 10,2-10,8 EUR, czyli wzrost o 13% w środku przedziału, z wyłączeniem Siemens Healthineers
- Digital Industries oczekuje wzrostu przychodów o 8-12% i marży 20-22%, przy dwucyfrowym wzroście software
- Smart Infrastructure zakłada wzrost przychodów o 11-13% i marżę 19,5-20,5%, przy wzroście Buildings w tempie mid-single digit, Electrical Products mid-teens oraz Electrification high-teens
- Backlog data centers przekracza 7mld EUR, z czego ok. 70% ma zostać zrealizowane w 2027, a zarząd ocenia, że przy sprawnym wykonaniu wzrost przychodów tego obszaru może przekroczyć 40%
- Dostęp do energii i permitting mogą powodować przejściowe osłabienie napływu zamówień data centers w kolejnych miesiącach, mimo utrzymania mocnego pipeline'u i dobrej widoczności przychodów
- Capex Smart Infrastructure ma istotnie wzrosnąć w 2027
- Mobility oczekuje porównywalnego wzrostu przychodów o 6-8%, marży 8-10% i book-to-bill wyraźnie powyżej 1x, jednak znaczna część nowych projektów zacznie generować przychody dopiero po 2028

EURm	4Q24/25	1Q25/26	2Q25/26	3Q25/26	4Q25/26	Y/Y	Q/Q	FY25/26	LTM
Book-to-bill	1.02x	1.12x	1.22x	1.34x	1.47x	43%	9%	1.16x	1.30x
EMEA	0.89x	1.11x	1.26x	1.45x	1.64x	84%	14%	1.15x	1.37x
Americas	1.23x	1.12x	1.30x	1.35x	1.51x	22%	11%	1.22x	1.33x
Asia, Australia	0.99x	1.15x	1.00x	1.09x	1.02x	3%	-6%	1.06x	1.06x
Orders	21,939	1,128	24,114	27,902	34,771	58%	25%	71,900	87,915
Digital Industries	5,511	512	4,763	4,854	6,414	16%	32%	15,169	16,543
Smart Infrastructure	6,184	979	7,533	8,002	8,665	40%	8%	20,427	25,179
Mobility	2,522	53	5,330	7,634	10,736	326%	41%	15,845	23,753
Siemens Healthineers	7,247	561	5,982	6,860	8,329	15%	21%	19,814	21,732
Revenue	21,427	19,139	19,756	20,794	23,683	11%	14%	79,699	83,372
Digital Industries	5,030	4,526	4,626	4,932	5,594	11%	13%	18,603	19,678
Smart Infrastructure	6,248	5,534	5,928	6,387	7,239	16%	13%	23,421	25,088
Mobility	3,216	3,174	3,036	3,244	3,509	9%	8%	12,499	12,963
Siemens Healthineers	6,322	5,402	5,681	5,764	6,784	7%	18%	23,067	23,631
EBITDA	3,188	3,636	3,556	4,200	3,933	23%	-6%	13,920	15,325
Digital Industries	874	881	932	1,005	1,257	44%	25%	3,406	4,075
Smart Infrastructure	1,256	1,149	1,183	1,399	1,556	24%	11%	4,739	5,287
Mobility	318	325	251	323	383	20%	19%	1,222	1,282
Siemens Healthineers	1,197	975	978	1,267	1,164	-3%	-8%	4,255	4,384
EBITDA margin	14.9%	19.0%	18.0%	20.2%	16.6%	1.7%	-3.6%	17.5%	18.4%
Digital Industries	17.4%	19.5%	20.1%	20.4%	22.5%	5.1%	2.1%	18.3%	20.7%
Smart Infrastructure	20.1%	20.8%	20.0%	21.9%	21.5%	1.4%	-0.4%	20.2%	21.1%
Mobility	9.9%	10.2%	8.3%	10.0%	10.9%	1.0%	1.0%	9.8%	9.9%
Siemens Healthineers	18.9%	18.0%	17.2%	22.0%	17.2%	-1.8%	-4.8%	18.4%	18.6%

Source: Company, Trigon

SALZGITTER / METALS

Wyniki 3Q26: Unijne regulacje wspierają dalszą odbudowę marż [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Europejski popyt na stal pozostaje słaby, zarząd widzi stabilizację i pierwsze oznaki poprawy, ale nadal brakuje wyraźnego wzrostu aktywności klientów, a wsparcie ze strony inwestycji infrastrukturalnych jest ograniczone
- CBAM i obowiązujące od lipca ograniczenia importowe TRQ wspierają ceny stali, zarząd ocenia dotychczasowy efekt regulacji na ok. 100 EUR/t i wskazuje, że rynek podąża w kierunku zakładanych wcześniej ok. 750 EUR/t na koniec 2026
- Steel Processing nadal obciąża słaby automotive oraz przesuwanie dużych projektów rurociągowych, część inwestycji mimo wyboru Salzgitter jako preferowanego dostawcy nie osiągnęła FID, a rozwój europejskiej infrastruktury wodorowej przebiega wolniej od wcześniejszych oczekiwań
- Zarząd widzi przestrzeń dla sprzedaży slabów z HKM w Europie w związku z oczekiwanym wycofaniem rosyjskich dostaw do końca września 2027 oraz zakończeniem produkcji stali w Taranto

#Koszty i marże

- Hedging energii, obejmujący PPA i kontrakty terminowe, ogranicza wpływ wzrostu cen na pozostałą część 2026 i znaczną część 2027, ale zarząd nadal wskazuje na strukturalnie zbyt wysokie koszty energii elektrycznej w Europie
- Zarząd nie wskazuje na istotny dodatkowy pozytywny efekt hedgingu surowców w 3Q względem wcześniejszych kwartałów ani na znaczący wzrost kosztów logistyki w 4Q względem 3Q
- Restrukturyzacja Steel Processing obejmuje zamknięcie zakładu MPT w Holandii i działania w Meksyku, a poprawa rentowności tego segmentu wymaga dalszych zmian
- W HKM zamknięto jeden wielki piec i połowę koksowni oraz zredukowano zatrudnienie o ok. 500 osób, utrzymując stabilną produkcję i realizację dostaw dla klientów

#Outlook/guidance

- Zarząd oczekuje wyższego EBT produkcji stali w 4Q niż w 3Q, przy czym skalę poprawy ograniczają listopadowe remonty w Salzgitter Flachstahl oraz sezonowe zakończenie części dostaw w połowie grudnia
- CFO zakłada dług netto na koniec 2026 na poziomie ok. 750mln EUR wobec ok. 700mln EUR na koniec września
- OCF za 2026 ma wynieść ok. 500mln EUR dzięki istotnemu uwolnieniu kapitału obrotowego w 4Q
- Wypływy z działalności inwestycyjnej mają wynieść poniżej 650mln EUR w 2026 i wzrosnąć do ok. 800mln-1mld EUR w 2027 w związku z SALCOS i transformacją HKM
- Uruchomienie pierwszej fazy SALCOS pozostaje planowane na późne lato 2027, zarząd zaprzecza nowemu opóźnieniu i nie planuje przesunięcia rozruchu ze względu na ceny energii
- SALCOS będzie początkowo wykorzystywał głównie gaz ziemny oraz wodór z własnego elektrolizera o mocy 100 MW
- Aktualizacja strategii pod koniec 1Q27 obejmie cele finansowe, portfolio, SALCOS i HKM

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Crude steel production (kt)	1,477	1,477	1,569	1,465	1,865	26%	27%	5,880	6,376
Revenue	2,201	2,116	2,345	2,243	2,742	25%	22%	8,997	9,446
Steel Production	761	701	877	863	1,266	66%	47%	3,152	3,707
Steel Processing	318	307	319	287	242	-24%	-16%	1,232	1,155
Trading	632	567	635	631	752	19%	19%	2,600	2,585
Technology	442	480	461	415	431	-2%	4%	1,805	1,787
Others	49	62	53	47	50	3%	6%	208	212
EBITDA	107	152	196	82	257	140%	213%	493	687
EBIT	30	71	121	5	178	489%	3460%	181	375
EBT	11	45	95	-19	153	1278%	-	94	274
Steel Production	-1	-10	24	26	44	-	69%	-19	84
Steel Processing	-27	-26	-24	-16	-29	-	-	-115	-95
Trading	10	10	20	18	15	52%	-17%	53	63
Technology	22	37	39	30	30	40%	0%	123	136
Others	7	34	36	-77	93	1229%	-	53	86
Net profit	42	-24	82	-39	134	216%	-	47	154
Operating cash flow	234	190	77	-18	46	-80%	-	627	483
Net debt / (net cash)	811	954	679	792	709	-13%	-10%		
EBITDA margin	4.9%	7.2%	8.4%	3.7%	9.4%	4.5%	5.7%	5.5%	7.3%
EBIT margin	1.4%	3.3%	5.2%	0.2%	6.5%	5.1%	6.3%	2.0%	4.0%
EBT margin	0.5%	2.1%	4.1%	-0.8%	5.6%	5.1%	6.4%	1.0%	2.9%
Steel Production	-0.1%	-1.4%	2.7%	3.0%	3.5%	3.6%	0.5%	-0.6%	2.3%
Steel Processing	-8.4%	-8.4%	-7.5%	-5.6%	-12.0%	-3.6%	-6.4%	-9.3%	-8.2%
Trading	1.6%	1.8%	3.1%	2.9%	2.0%	0.4%	-0.9%	2.0%	2.4%
Technology	4.9%	7.7%	8.5%	7.2%	7.0%	2.1%	-0.3%	6.8%	7.6%
Net profit margin	1.9%	-1.1%	3.5%	-1.7%	4.9%	3.0%	6.6%	0.5%	1.6%

Source: Company, Trigon

WIENERBERGER / BUILDING MATERIALS

Wyniki 3Q26: Słaby popyt wymusza restrukturyzację i ograniczenie inwestycji w celu redukcji długu [negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Warunki rynkowe w 3Q26 pogorszyły się względem 1H zarówno w Europie, jak i Ameryce Północnej, a słabość popytu objęła nie tylko nowe budownictwo mieszkaniowe, ale również renowacje i infrastrukturę
- Wolumeny grupy spadły w 3Q o 6% r/r, najmocniej w Europie Zachodniej z Wielką Brytanią, podczas gdy Ameryka Północna pokazała relatywnie stabilne wolumeny przy nadal trudnym otoczeniu
- Ceny sprzedaży wzrosły w grupie o 6% r/r dzięki podwyżkom w Europie, natomiast w Ameryce Północnej spadły o 4%
- Sezonowe ożywienie po wakacjach było słabsze od oczekiwań, co wraz z ponownym przyspieszeniem inflacji kosztowej doprowadziło do październikowego obniżenia guidance
- W pierwszych dziewięciu miesiącach wolumeny spadły o 3%, w tym w residential new build o 5%, renowacje i infrastruktura odpowiadają już za blisko 60% przychodów, ograniczając wpływ słabego rynku mieszkaniowego
- Zarząd nie zakłada istotnego odbicia rynku w 2027 i planuje zapotrzebowanie na gaz przy wolumenach zbliżonych do 2026

#Koszty i marże

- Inflacja kosztowa w 3Q wyniosła 8% wobec 6% pricingu, a dodatkowym obciążeniem było niskie wykorzystanie mocy, którego negatywny wpływ zwiększył się o 10mln EUR r/r
- Ponowny wzrost cen energii od końca sierpnia zwiększył presję na koszty produkcji, surowców i logistyki, uniemożliwiając pełną neutralizację inflacji podwyżkami cen sprzedaży
- Na 4Q26 zabezpieczono ok. 95% zapotrzebowania na gaz, natomiast na 2027 ok. 80%, przy czym przyszłoroczna cena zakontraktowanego gazu będzie wyższa niż w 2026, mimo utrzymania jej istotnie poniżej cen rynkowych
- Nowy program poprawy wyników obejmuje redukcję SG&A, efektywniejsze zakupy, optymalizację sieci zakładów, a planowane 140mln EUR rocznej poprawy EBITDA nie uwzględnia jeszcze potencjalnych inicjatyw zwiększających sprzedaż
- W 4Q spółka rozpozna 70-80mln EUR kosztów jednorazowych związanych z restrukturyzacją, odpisami i zamykaniem zakładów, bez wypływu gotówki w 2026, natomiast ok. połowa tej kwoty może obciążyć cash flow w 1H27

#Outlook/guidance

- Spółka potwierdziła obniżony w październiku guidance operating EBITDA na 2026 w przedziale 640-650mln EUR wobec wcześniejszych 700mln EUR
- W 4Q zarząd nie oczekuje spadku wolumenów tak głębokiego jak w 3Q, częściowo dzięki słabszej bazie porównawczej
- Nowy program ma osiągnąć ok. 80mln EUR rocznego run-rate oszczędności na koniec 2027 i 140mln EUR, natomiast faktyczna kontrybucja do wyniku w 2027 ma wynieść co najmniej 25mln EUR
- Dług netto ma spaść z 2,4mld EUR na koniec września do maksymalnie 2,2mld EUR na koniec roku
- Głównym źródłem redukcji długu w 4Q ma być uwolnienie kapitału obrotowego, który na koniec września wynosił 1,4mld EUR
- Spółka wstrzymała nowe M&A i nowe projekty rozwojowe, przegląda rozpoczęte inwestycje oraz zamierza ograniczyć bieżące nakłady odtworzeniowe
- Zarząd analizuje zmianę polityki dywidendowej, nie wykluczając żadnej opcji, oraz pracuje nad przesunięciem płatności za pozostałe udziały Italcer planowanej na początek 2027
- 100mln EUR EBITDA Italcer oznacza potencjał po integracji w perspektywie kilku lat, a nie prognozę na 2026 lub 2027

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenues	1,170	1,049	1,025	1,409	1,263	8%	-10%	4,566	4,746
Europe West	671	636	631	814	708	5%	-13%	2,686	2,789
Europe East	318	270	252	414	379	19%	-9%	1,180	1,316
North America	181	143	141	181	176	-3%	-3%	700	641
EBITDA adj.	202	170	97	229	180	-11%	-22%	754	676
Europe West	109	94	60	129	94	-13%	-27%	408	377
Europe East	62	49	20	70	60	-3%	-14%	214	199
North America	31	26	17	30	25	-18%	-16%	132	99
Impairment of assets	0	13	0	0	0	-	-	13	13
EBITDA	203	140	92	164	169	-17%	3%	721	565
EBIT	110	24	-2	62	67	-39%	9%	332	151
Net profit	63	-5	-30	30	22	-65%	-27%	166	17
Net debt	1,883	1,637	1,956	2,402	2,395	27%	0%		
Free cash flow	207	319	-286	-203	-168	-181%	-17%	474	-338
EBITDA adj. margin	17.3%	16.2%	9.4%	16.3%	14.3%	-3.0%	-2.0%	16.5%	14.2%
Europe West	16.2%	14.8%	9.4%	15.9%	13.3%	-2.9%	-2.6%	15.2%	13.5%
Europe East	19.6%	18.2%	7.7%	16.9%	15.9%	-3.6%	-1.0%	18.1%	15.1%
North America	17.2%	18.2%	12.4%	16.7%	14.4%	-2.7%	-2.2%	18.9%	15.4%
EBIT margin	9.4%	2.3%	-0.1%	4.4%	5.3%	-4.1%	0.9%	7.3%	3.2%
Europe West	7.4%	-1.3%	0.2%	7.1%	4.0%	-3.5%	-3.1%	5.1%	2.8%
Europe East	11.2%	5.7%	-3.0%	9.0%	6.7%	-4.5%	-2.2%	8.9%	5.3%
North America	13.4%	11.9%	3.2%	-18.3%	7.1%	-6.3%	25.4%	13.0%	0.2%
Net profit margin	5.4%	-0.5%	-2.9%	2.1%	1.7%	-3.6%	-0.4%	3.6%	0.4%

Source: Company, Trigon

FRIEDRICH VORWERK / GRID INFRASTRUCTURE

Wyniki 3Q26: rekordowe wyniki, jednak podaż nowych zamówień rozczarowuje [lekko negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Otoczenie popytowe pozostaje korzystne w elektroenergetyce, gazie i wodorze, jednak napływ dużych kontraktów ograniczają przesunięcia terminów rozstrzygania przetargów, przy większej liczbie pozyskiwanych małych i średnich projektów
- Od początku roku łączna wartość pozyskanych projektów, w tym JV, spadła o ok. 30% r/r, mimo niewielkiego wzrostu zamówień raportowanych tradycyjnie, co pokazuje słabszą kontraktację największych inwestycji realizowanych w konsorcjach
- Backlog raportowany tradycyjnie spadł o 17,6% r/r, natomiast łączny portfel z proporcjonalnym udziałem w JV przekraczał 1,2mld EUR i według zarządu zapewnia wysokie obłożenie na 2027
- Zarząd oczekuje zwiększenia order intake w kolejnych miesiącach, w tym możliwego pozyskania dużych kontraktów przed końcem roku, a aktualne przetargi obejmują m.in. stacje transformatorowe oraz gazociągi z rozpoczęciem prac w połowie 2027 i głównym okresem realizacji w 2028
- Według zarządu termin ukończenia niemieckiej bazowej sieci wodorowej może zostać przesunięty z 2032 na 2037, przy przeglądzie jej zakresu przez Bundesnetzagentur
- Część projektów elektrolizerów nie osiągnęła etapu FID, ale spółka nadal uczestniczy w licznych przetargach i oczekuje realizacji kolejnych inwestycji w 2027, choć z opóźnieniem względem pierwotnych harmonogramów
- W elektroenergetyce pojawiają się wykonawcy z szerokiego rynku budowlanego, jednak skala inwestycji dotychczas ogranicza wpływ konkurencji na pricing, natomiast w gazociągach i wodorze zarząd nie obserwuje istotnych zmian konkurencyjnych
- Dyskusja o zastępowaniu kabli podziemnych liniami napowietrznymi pozostaje nierozstrzygnięta, przy czym istotna część działalności segmentu Electricity obejmuje stacje, instalacje przejściowe i przyłącza offshore

#Koszty i marże

- Rentowność wspiera zwiększanie udziału prac wykonywanych własnymi zasobami i ograniczanie wykorzystania materiałów oraz podwykonawców, a wskazany przez zarząd udział kosztów materiałowych obniżył się z 44,5% do ok. 40%
- Wkład wyników JV wzrósł z ok. 6mln EUR w 3Q25 do ok. 16mln EUR w 3Q26, istotnie podnosząc EBITDA przy braku odpowiadających mu przychodów w skonsolidowanej sprzedaży
- Marża 35,4% nie stanowi nowej bazy na kolejne kwartały, a w 4Q spółka oczekuje niższego wkładu JV, krótszego okresu prac z uwagi na święta oraz ryzyka pogodowego i niepewności dotyczącej negocjowanych zmian warunków kontraktów
- Zarząd pozostaje zadowolony z cen w aktualnych przetargach, ale nie potwierdził utrzymania marży EBITDA w okolicach 30% w średnim terminie

#Outlook/guidance

- Podniesiony w październiku guidance na 2026 zakłada 760-790mln EUR przychodów wobec wcześniejszych 730-780mln EUR oraz 220-230mln EUR EBITDA wobec 180-200mln EUR
- W Niemczech przyznano pierwsze jedenaście projektów elektrowni gazowych o łącznej mocy ponad 5 GW, co tworzy potencjalny popyt na układy zasilania paliwem i przyłącza gazociągowe
- W 2027 udział projektów realizowanych w JV względem projektów własnych ma pozostać zbliżony do 2026
- Potencjalny bonus z projektu A-Nord zostanie ustalony po zakończeniu inwestycji, oczekiwanym latem 2027, a zarząd szacuje maksymalny możliwy efekt dla spółki na kilkanaście mln EUR
- Zatrudnienie wzrosło o 8% od początku roku wobec pierwotnego planu 5-6%, a większa baza pracowników ma wspierać realizację projektów w kolejnych dwóch latach

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Backlog	1102	1021	1074	1005	907	-18%	-10%	1,021	907
Backlog incl JV	1540	1419	1441	1447	1246	-19%	-14%	1,419	1,246
Order intake	199	119	192	129	130	-34%	1%	538	571
Order intake incl JV	189	176	196	275	148	-22%	-46%	991	794
Revenues	202	199	139	198	228	13%	15%	704	765
EBITDA	51	58	32	61	81	58%	33%	163	231
EBIT adj.	45	49	24	53	73	63%	38%	137	199
Net cash / (debt)	111	262	233	212	263	136%	24%	262	263
Book-to-bill	0.98	0.60	1.38	0.65	0.57			0.76	0.75
EBITDA margin	25.4%	28.9%	22.8%	30.7%	35.4%	10.0pp	4.7pp	23.2%	30.2%
EBIT adj. Margin	22.1%	24.8%	17.3%	26.7%	31.9%	9.8pp	5.2pp	19.4%	26.0%

Source: Company, Trigon

WACKER NEUSON / BUILDING MACHINERY

Wyniki 3Q26: Słabszy rynek i restrukturyzacja ograniczają poprawę marży [negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Po mocnym 1H aktywność osłabła w lipcu i sierpniu, a wrzesień przyniósł poprawę napływu zamówień w części regionów, jednak październik nadal pokazywał zróżnicowany obraz bez szerokiego odbicia
- W pierwszych dziewięciu miesiącach przychody w Europie wzrosły o ponad 13% r/r, przy wyraźnej poprawie popytu we Francji, Wielkiej Brytanii, Szwecji, Holandii, Hiszpanii i Czechach oraz słabszym otoczeniu w DACH
- Americas zwiększyło sprzedaż o niemal 17% dzięki USA, Kanadzie i Meksykowi
- Compact Equipment zwiększył przychody po dziewięciu miesiącach o ok. 18%, dzięki popytowi na koparki, ładowarki kołowe i teleskopowe, szczególnie w Europie.
- Light Equipment urósł o ok. 12%, wspierany przez zagęszczarki, walce, generatory i wieże oświetleniowe, przede wszystkim w Ameryce Północnej, gdzie zarząd nadal wskazuje na mocną aktywność związaną z budową centrów danych
- Sentyment w maszynach budowlanych stał się ostrożniejszy, a w rolnictwie dalej się pogarszał
- Obecne lead times wynoszą 2-3 miesiące, dlatego listopadowy napływ zamówień będzie kluczowy dla ustalenia produkcji na

#Koszty i marże

- W 3Q koszty optymalizacji struktur sprzedażowych, redukcji floty rental i dostosowania zatrudnienia zostały zasadniczo skompensowane zwrotami ceł w USA, dlatego marża 7,7% odzwierciedla według zarządu bazową rentowność operacyjną
- W 4Q zwroty ceł będą niewielkie, natomiast wynik nadal obciążą redukcja floty rental, zmiany zatrudnienia i optymalizacja spółek sprzedażowych, w tym działania dotyczące Rosji
- Redukcja floty rental ma być kontynuowana w 4Q w celu poprawy jej wykorzystania, a długoterminową rentowność mają wspierać produktywność, oszczędności zakupowe i większy udział produkcji w tańszych lokalizacjach
- Docelowa poprawa marży ma wynikać z miksu produktowego i pricingu, wyższego wykorzystania mocy oraz trwałych oszczędności strukturalnych

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 pozostał na poziomie 2,3-2,4mld EUR, natomiast przedział marży EBIT zawężono z 7,0-8,0% do 7,0-7,5%
- Rewizja rentowności odzwierciedla słabsze otoczenie w 3Q oraz koszty optymalizacji, które w 4Q nie będą już równoważone zwrotami ceł w skali obserwowanej w poprzednim kwartale
- Capex na 2026 ma wynieść ok. 70mln EUR, a całoroczny FCF co najmniej 100mln EUR
- Dług finansowy netto zmniejszył się do 130mln EUR
- Zaktualizowana Strategy 2030 zakłada ok. 3,5mld EUR przychodów wobec wcześniejszych 4mld EUR, zgodnie z korektą zakomunikowaną już na początku roku, przy utrzymaniu celu marży EBIT powyżej 11%
- Wzrost udziałów w Light i Compact Equipment ma dołożyć do 2030 ok. 400-500mln EUR przychodów, rozwój serwisu, części i usług cyfrowych 200-300mln EUR, a ekspansja w Americas i Azji, w tym współpraca z John Deere, kolejne 400-500mln EUR
- Partnerstwo z John Deere ma zapewniać stopniowy wzrost dzięki zastępowaniu dostaw poprzedniego partnera, a modele koparek o masie 3 i 4 ton zostały już wprowadzone w USA

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue	550	594	591	665	590	7%	-11%	2,219	2,440
EMEA	434	484	472	512	455	5%	-11%	1,753	1,922
Americas	105	99	108	145	124	19%	-14%	422	476
Gross profit	128	135	139	163	147	14%	-10%	514	584
EBIT	41	35	42	63	46	10%	-28%	132	185
EMEA	45	27	40	53	38	-17%	-29%	103	158
Americas	0	0	1	10	11	>10x	12%	5	22
Net profit	27	22	28	41	29	9%	-30%	77	120
EPS	0.4	0.3	0.4	0.6	0.4	8%	-30%	1.1	1.8
FCF	48.1	85.8	-2.6	78.1	51.5	-	-	201.6	212.8
Revenue y/y	6%	16%	20%	14%	7%	1%	-7%		
EMEA	9%	19%	27%	10%	5%	-4%	-6%		
Americas	-1%	5%	-2%	35%	19%	20%	-16%		
Gross margin	23.3%	22.8%	23.6%	24.4%	24.9%	1.6%	0.5%	23.2%	23.9%
EBIT margin	7.5%	5.9%	7.0%	9.5%	7.7%	0.2%	-1.8%	6.0%	7.6%
EMEA	10.5%	5.5%	8.6%	10.4%	8.3%	-2.2%	-2.1%	5.8%	8.2%
Americas	-0.4%	-0.1%	1.2%	6.8%	8.9%	9.3%	2.1%	1.2%	4.7%
Net profit margin	4.9%	3.7%	4.8%	6.2%	4.9%	0.1%	-1.3%	3.5%	4.9%

Source: Company, Trigon

JOST WERKE / HDT

Wyniki 3Q26: Odbicie rynku ciężarówek i synergie podnoszą perspektywy wyników [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Sprzedaż organiczna wzrosła w 3Q26 o ok. 9% r/r, z dodatnią dynamiką we wszystkich regionach i liniach biznesowych,
- W EMEA rynek ciężarówek i naczep pozostaje stabilny, portfel zamówień oraz bieżące call-offy wspierają utrzymanie dobrego poziomu sprzedaży w 4Q, natomiast wzrost agriculture jest ograniczany wysoką bazą porównawczą
- Produkcja Class 8 w Ameryce Północnej wzrosła w 3Q o ok. 54% r/r, a zarząd oczekuje podobnej dynamiki w 4Q, co przekłada się na mocny popyt na sprzęgi siodłowe
- Odbicie w USA wynika zarówno z pre-buy przed zmianami norm emisji, jak i odroczonego popytu po okresie ograniczonej produkcji związanej z niepewnością taryfową
- Część amerykańskich OEM-ów ma problemy z dostępnością innych komponentów, dlatego zarząd zakłada, że nie wszystkie obecne call-offy zostaną przełożone na rzeczywistą produkcję
- Popyt na hydraulikę w Indiach przekracza lokalne moce produkcyjne, dlatego spółka importuje część produktów z Chin, aby utrzymać dostawy i udziały rynkowe
- Zarząd widzi pierwsze oznaki normalizacji chińskiego eksportu, choć październikowa sprzedaż nadal była mocna, a tempo spowolnienia pozostaje istotne dla realizacji górnej części guidance

#Koszty i marże

- Synergie Hyva i lepsze wykorzystanie zakładów w Americas zrekompensowały na poziomie grupy wzrost kosztów materiałów i frachtu
- Marżę EMEA obniżają opóźniony pass-through kosztów do OEM-ów i nieefektywności związane z przenoszeniem produkcji z zamykanego zakładu
- Porównanie marż regionalnych zaburza przypisanie ponad 80% kosztów centrali do EMEA oraz przeniesienie części rentownej sprzedaży Hyva do bezpośredniego fakturowania w Americas i APAC
- W APAC import hydrauliki z Chin do Indii zwiększa koszty frachtu i ceł, ale zarząd oczekuje ustąpienia tego obciążenia na przełomie 2026/2027 wraz ze zwiększeniem lokalnych mocy
- Klauzule cenowe w kontraktach transportowych z OEM-ami działają z opóźnieniem 3-6 miesięcy, dlatego pierwsze efekty kompensacji wyższych kosztów mają być widoczne w 1Q27, a pełniejsze w 2Q27
- Koszty integracji Hyva od przejęcia wyniosły ok. 20mln EUR i mają zamknąć się w ok. 24mln EUR, z ok. 4mln EUR dodatkowych obciążeń w 4Q i niewielką pozostałą skalą w 2027

#Outlook/guidance

- Podwyższony wcześniej guidance na 2026 zakłada wzrost przychodów o 9-11% względem wskazanej przez zarząd bazy 1,53mld EUR oraz adj. EBIT o 11-14% względem ok. 145mln EUR, przy marży adj. EBIT 9,5-9,9%
- Górna część guidance zależy przede wszystkim od utrzymania mocnego i wysoko rentownego eksportu chińskich klientów
- CFO ocenia obecny konsensus przychodów na 2027 jako akceptowalny
- Zarząd zakłada, że zmienione zasady EPA ograniczają skalę pre-buy w 2H26 i mogą wydłużyć go na 2027, ponieważ zakup pojazdu przed 2028 nadal powinien być ekonomicznie korzystny dla operatorów

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue	383	387	417	440	426	11%	-3%	1,534	1,670
EMEA	182	178	203	206	187	3%	-9%	736	774
America	107	96	104	121	127	19%	5%	404	448
APAC	95	113	110	113	113	19%	-1%	394	449
Gross profit	105	109	120	125	120	14%	-4%	426	474
EBITDA adj.	49	48	57	57	53	9%	-7%	191	214
EMEA	18	10	23	16	13	-26%	-20%	63	63
America	13	14	14	19	21	58%	12%	54	67
APAC	16	24	19	20	18	7%	-14%	71	81
EBIT adj.	37	35	44	44	42	12%	-5%	145	165
Net profit adj.	17	21	28	25	21	19%	-16%	84	94
Net debt	447	442	358	380	381	-15%	0%		
NetdebtinclIFRS16	524	521	438	457	458	-13%	0%		
FCF	56	21	-2	17	7	-87%	-	126	44
Capex	11	15	10	9	8	-23%	-13%	43	43
Gross margin	27.4%	28.3%	28.8%	28.3%	28.1%	0.7%	-0.2%	27.7%	28.4%
EBITDA adj. margin	12.7%	12.5%	13.6%	12.9%	12.4%	-0.3%	-0.4%	12.5%	12.8%
EMEA	9.8%	5.8%	11.3%	7.9%	7.0%	-2.8%	-0.9%	8.5%	8.1%
America	12.5%	14.3%	13.0%	15.5%	16.5%	4.0%	1.0%	13.3%	15.0%
APAC	17.4%	20.8%	17.5%	18.1%	15.6%	-1.8%	-2.5%	18.0%	18.0%
EBIT adj. margin	9.7%	9.1%	10.6%	9.9%	9.8%	0.1%	-0.2%	9.5%	9.9%
Net profit adj. margin	4.5%	5.3%	6.8%	5.6%	4.8%	0.3%	-0.8%	5.4%	5.6%

Source: Company, Trigon,

SECUNET SECURITY NETWORKS / CYBERSECURITY

Wyniki 3Q26: Zamówienia wzmacniają perspektywy, transformacja przejściowo obciąża rentowność [lekko negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Order intake wzrósł ytd o 25% r/r do 392,5mln EUR, głównie dzięki administracji publicznej i projektom obronnym, a w październiku spółka pozyskała kolejne ponad 120mln EUR zamówień
- Backlog wzrósł o 19% r/r, ponad połowa portfela ma zostać zrealizowana w 2027
- Popyt wspierają modernizacja bezpiecznej infrastruktury administracji i wojska, przechodzenie na mobilne stanowiska pracy oraz zapotrzebowanie na suwerenne rozwiązania cloud i AI do przetwarzania informacji niejawnych
- NIS2 zwiększa liczbę zapytań i popyt na doradztwo w Critical Infrastructures, jednak zarząd nie wskazuje jeszcze na szerokie przełożenie tej aktywności na wdrożenia

#Koszty i marże

- W 3Q zaksięgowano ok. 3mln EUR kosztów transformacji, natomiast obciążenie 4Q ma być niewielkie, co wraz z sezonową poprawą miksu powinno wspierać odbudowę rentowności
- Presja na marżę wynika również ze słabszego Critical Infrastructures oraz kosztów rozbudowy zespołu, a większy udział dostaw dla sektora publicznego ma poprawić miks w końcówce roku
- Spółka wygasza małe, nierentowne projekty w Critical Infrastructures i koncentruje portfolio na skalowalnych platformach, zakładając osiągnięcie rentowności tego obszaru w 2027
- Przyszłoroczne koszty transformacji wyniosą ok. 5-7mln EUR

#Outlook/guidance

- Spółka podtrzymała guidance na 2026, oczekując przychodów przy górnej granicy dotychczasowego przedziału (460-500mln EUR), natomiast EBITDA i EBIT w zakładanych zakresach odpowiednio 76-84mln EUR i 53-58mln EUR
- Skala sprzedaży w końcówce roku zależy od dostępności komponentów i możliwości terminowego dostarczenia produktów, przy jednoczesnym ryzyku przesuwania projektów przez klientów
- Zarząd widzi potencjał przekroczenia założeń przychodowych, ale traktuje obecny guidance jako wyważony wobec ograniczeń łańcucha dostaw i niepewności harmonogramów odbiorców
- Od początku 2027 spółka wdroży organizację funkcjonalną i dwa segmenty raportowe, Sovereign Solutions oraz Defence & Security, aby zwiększyć wykorzystanie wspólnych komponentów i sprzedaż zintegrowanych platform
- Partnerstwo z Bechtle ma zwiększać skalę dystrybucji standardowych rozwiązań Critical Infrastructures, początkowo głównie w Niemczech, a współpraca z ServiceNow rozszerzać ofertę aplikacji na suwerennej infrastrukturze cloud

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order intake	153	219	143	144	105	-31%	-27%	532	611
Book-to-bill	1.35x	1.26x	1.75x	1.17x	0.78x			1.16x	1.19x
Revenue	113	174	82	123	135	19%	10%	459	514
Public Sector	100	163	76	116	130	29%	11%	412	485
Business Sector	13	11	5	7	6	-55%	-15%	46	29
Domestic	105	149	74	105	124	17%	18%	408	452
International	8	25	7	18	12	47%	-36%	51	62
Gross profit	29	41	10	31	29	0%	-4%	106	111
EBITDA	23	36	1	18	20	-13%	10%	75	75
EBIT	18	27	-4	13	14	-20%	12%	52	50
Net profit	12	16	-2	8	10	-22%	17%	33	32
Operating cash flow	15	57	-21	-39	11	-23%	-	63	8
Gross margin	25.9%	23.4%	12.2%	25.0%	21.8%	-4.1%	-3.2%	23.2%	21.6%
EBITDA margin	19.9%	20.5%	1.7%	14.5%	14.5%	-5.4%	0.0%	16.3%	14.5%
EBIT margin	15.6%	15.3%	-4.9%	10.3%	10.5%	-5.1%	0.2%	11.2%	9.7%
Net profit margin	10.8%	9.3%	-2.7%	6.6%	7.0%	-3.8%	0.4%	7.3%	6.1%

Source: Company, Trigon

OTHER INFORMATION

EUVIC

Nabycie pozostałych 42.22% Euvic AB za akcje własnej emisji

- Euvic zawarł umowę nabycia 380 akcji szwedzkiej Euvic AB, stanowiących 42.22% kapitału; wraz z dotychczasowymi 520 akcjami osiąga 100% akcji i głosów;
- Zbywcy objęli 495,079 akcji Euvic serii G10 w zamian za wkład niepieniężny o wartości 13.415 mln PLN;
- Operacja następuje w ramach kapitału docelowego, ze skutkiem przeniesienia akcji na 12 listopada 2026 r.

INSIDER TRADING

MOL

Osoba pełniąca obowiązki zarządcze sprzedała 25 tys. akcji po średniej cenie 4,877 HUF.

POLIMEX MOSTOSTAL

ENEA, podmiot blisko związany z Członkiem RN (Grzegorz Kinelski), sprzedała łącznie 142.5 tys. akcji po średniej cenie 6.87 PLN: 50.5 tys. akcji @ 6.66 PLN 9 listopada oraz 92 tys. akcji @ 6.99 PLN 10 listopada 2026 r.

PGE

Podmiot związany kupił 9 tys. akcji @ 15.44 PLN i sprzedał 3 tys. akcji @ 15.37 PLN; ponadto sprzedał 6 kontraktów terminowych oraz 46 tys. uprawnień do emisji @ 91.33 EUR.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

ENEA

Skarb Państwa poinformował o zamiarze zgłoszenia p. Marka Gajdzińskiego jako kandydata do RN. Zmiany w składzie RN znajdują się w porządku obrad NWZA zwołanego na 16 listopada 2026 r.; kandydatura nie oznacza powołania.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

BANK PEKAO

BlackRock zwiększył łączny udział w kapitale i głosach z 4.978% do 5.020%, tj. z 13,076,940 do 13,183,177 akcji, przekraczając próg 5%.

BLOCK TRADES

CDPROJEKT

Wolumen: 9 044tys. akcji @ 280.0 PLN (0.03% kapitału)

PEKABEX

Wolumen: 274tys. akcji @ 5.0 PLN (0.22% kapitału)

BONDS

ALIOR BANK

Rozliczono emisję obligacji senioralnych o wartości 500 mln EUR i dopuszczono je do obrotu w Luksemburgu. Kupon wynosi 5.125% przez pierwsze trzy lata, a w czwartym roku EURIBOR 3M + 190 pb. Wykup przypada 12 listopada 2030 r., z opcją wcześniejszego wykupu 12 listopada 2029 r.; rating emisji S&P: BBB–.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

BANCO SANTANDER: NWZA w sprawie podwyższeń kapitału na ofertę wymiany Santander Brasil

- Zgromadzenie zwołano na 14 grudnia, a w drugim terminie na 15 grudnia 2026 r. o 15:00 CET, wyłącznie zdalnie; bank oczekuje odbycia obrad w drugim terminie;
- Projekty dotyczą podwyższeń kapitału w drodze wkładów niepieniężnych na potrzeby nabycia papierów Santander Brasil pozostających poza grupą oraz upoważnień do wykonania uchwał.

EUROCASH: NWZA zwołane na 11 grudnia 2026 r.

- Zgromadzenie odbędzie się o 11:00 w Poznaniu; porządek obejmuje zmiany statutu i przyjęcie polityki równowagi płci w zarządzie i RN;
- Projekty zmian statutu przewidują m.in. zmianę siedziby z Komornik na Poznań oraz aktualizację postanowień dotyczących zarządu, RN i uprawnień akcjonariusza Politra.

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	147.5	12%	19,257	11.7	9.2	8.8	1.4	1.4	1.3	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	37.0	14%	46,161	11.9	8.9	8.4	1.9	1.7	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	186.4	4%	27,578	12.3	9.6	8.7	1.5	1.4	1.3	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	32.3	-1%	22,510	18.0	11.6	11.0	2.0	1.8	1.7	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	116.5	10%	47,825	11.6	10.2	10.0	1.8	1.7	1.6	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	125	1%	16,280	12.1	11.8	11.2	1.6	1.6	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	491.8	-15%	63,983	15.8	13.6	11.8	2.9	2.7	2.5	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	990.0	15%	188,149	10.7	10.1	9.8	1.5	1.4	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,745.0	-31%	74,246	18.8	14.7	13.6	2.9	2.5	2.3	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	24	-20%	29,297	19.4	11.9	11.1	2.4	2.1	1.9	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	180.9	7%	92,440	12.8	11.9	11.5	2.6	2.5	2.4	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	41,960.0	19%	11,749	10.3	8.7	8.3	1.9	1.7	1.6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	268.5	7%	70,473	11.9	9.6	9.2	2.0	1.8	1.7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	117.9	4%	147,375	13.5	10.1	9.5	2.4	2.2	2.0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	804.2	-2%	82,181	15.0	12.2	10.9	2.3	2.1	2.0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	331.3	42%	6,475	6.6	6.0	5.6	1.1	1.0	0.9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	75.2	0%	64,954	10.5	10.0	9.6	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	112.0	21%	271	---	---	14.7	5.3	42.6	4.9	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	138.0	30%	2,415	8.7	9.3	9.8	6.1	6.4	6.4	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	15.8	30%	197	9.7	8.8	7.8	5.9	5.2	4.5	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	64.0	2%	65,150	31.5	23.7	19.4	16.9	13.9	11.8	2%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	18.2	15%	459	9.9	10.0	9.2	4.5	4.3	4.0	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	9.6	-12%	2,117	31.3	19.0	16.6	5.0	5.0	4.8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	23.0	28%	439	15.2	10.7	8.4	7.0	6.1	5.4	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65.0	53.8	21%	3,147	7.6	7.1	6.2	7.3	6.8	6.0	5%	7%	9%	---
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.0	19.2	41%	232	12.8	11.4	7.1	8.4	4.0	2.9	0%	0%	9%	---
Asbis	ASB	Buy	180.0	167.6	7%	9,302	12.3	10.3	8.7	8.2	7.2	6.5	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	171.5	14%	3,659	23.9	20.2	17.9	11.9	10.2	8.9	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	86.0	9%	2,874	17.8	16.6	14.8	12.8	11.8	10.8	4%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230.0	235.0	-2%	19,505	23.0	21.4	20.1	---	---	---	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81.0	71.6	13%	3,716	16.8	14.2	12.9	9.3	8.3	7.4	3%	3%	3%	---
Atal	1AT	Buy	80.0	60.9	31%	2,635	6.0	5.9	5.5	7.8	7.0	6.3	7%	13%	13%	---
Auto Partner	APR	Buy	34.5	28.8	20%	3,755	13.1	11.3	10.4	9.1	7.9	7.2	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	---	16.3	---	1,613	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	6,220.0	6%	20,532	20.8	16.9	16.2	12.5	10.4	9.1	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	66	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	21.0	81%	405	---	7.2	3.2	12.9	3.5	1.5	0%	0%	11%	---
Budimex	BDX	Buy	900.0	766.0	17%	19,556	26.2	22.5	19.0	15.6	13.6	11.7	4%	4%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110.0	55.0	100%	349	---	8.1	---	---	4.8	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	278.2	17%	27,795	43.3	28.8	8.7	37.5	23.2	5.8	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	16.0	143%	863	8.5	87.1	29.6	134.8	13.2	9.5	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1,385	1,329	4%	714,988	19.7	20.1	22.4	8.1	8.0	8.2	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.34	2.5	-5%	539	154.4	8.2	7.2	21.8	3.1	3.0	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	372	20%	267	6.8	16.0	68.0	3.5	5.8	9.2	11%	14%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	758.0	24%	2,656	124.0	48.9	33.9	50.8	25.5	17.1	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	20.0	21%	4,453	48.1	25.6	12.3	7.1	6.4	5.0	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	100.0	10%	1,967	24.8	14.2	11.9	12.6	8.6	7.4	4%	4%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	10.0	120%	10,016	8.8	7.3	6.3	6.2	5.0	4.1	0%	2%	6%	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	44%	6,455	14.5	5.6	4.7	16.6	8.8	8.0	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	192.7	19%	3,571	54.6	23.1	17.6	17.2	12.2	9.7	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.8	13.2	43%	8,423	15.2	15.0	11.9	6.0	5.9	5.5	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	88.8	15%	1,047	38.1	27.5	19.5	20.1	15.7	11.6	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10.0	8.4	19%	3,929	8.7	7.9	7.9	8.0	7.6	7.4	9%	9%	10%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	154.0	18%	5,199	19.9	16.3	14.1	9.8	8.5	7.5	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	297.4	26%	1,358	21.7	16.1	12.7	10.2	8.2	6.9	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	37.8	7%	37,079	22.8	17.1	13.8	13.7	10.5	8.5	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	249.0	14%	6,424	9.3	8.5	7.7	7.8	6.9	6.1	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.5	27%	2,282	14.1	7.0	4.7	8.5	6.4	5.3	14%	14%	14%	---
Erbud	ERB	Buy	30.0	25.3	19%	301	---	10.4	10.9	5.0	5.3	4.2	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	22.3	16%	11,792	4.9	4.8	5.7	4.0	4.1	4.7	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	50.5	45%	886	63.4	15.0	13.8	4.0	3.9	3.9	6%	7%	7%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.8	---	664	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.7	12%	74	12.3	10.1	9.3	7.0	5.9	5.3	9%	9%	9%	---
Ferro	FRO	Buy	35	29	23%	605	9.2	8.5	7.8	6.3	6.1	5.6	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,474	13,590	-1%	2,533,176	11.7	9.2	8.2	5.6	5.7	4.7	4%	7%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	99.6	-15%	4,180	16.5	15.4	14.8	13.4	12.0	11.2	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62.0	54.7	13%	3,769	14.0	12.5	11.7	9.8	8.6	7.8	6%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3.0	2.2	36%	1,263	---	45.4	17.1	45.7	23.3	19.8	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	25.0	28%	706	2.8	3.2	3.8	1.6	2.0	2.5	68%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	177.2	-31%	283,240	22.3	21.4	20.5	8.4	8.5	8.3	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	59.7	-1%	186,002	27.2	24.6	22.5	14.8	13.5	12.4	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,078.0	15%	15,273	14.2	12.0	10.5	10.0	8.6	7.5	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	19.5	8%	12,271	19.6	14.7	13.4	6.4	5.8	5.5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	26.9	---	3,158	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,317.0	6%	12,986	18.9	16.4	12.9	12.3	10.9	9.3	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	284.3	23%	56,860	5.9	7.6	8.5	4.1	4.6	4.7	1%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	28,740	-3%	53,419	17.7	16.8	14.8	8.9	8.0	7.0	3%	3%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	7	111%	2,180	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	10	---	188	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	263.0	24%	490	0.8	3.9	2.8	1.3	2.9	2.2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	48.5	30%	506	12.6	6.5	---	9.1	4.3	---	35%	95%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	11.4	19%	1,250	9.9	9.9	8.5	6.4	6.6	5.4	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	93.8	39%	2,251	8.7	5.6	4.3	10.6	8.9	7.5	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	428.0	0%	1,504	14.1	13.2	12.7	9.5	8.9	8.5	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	113.5	-24%	8,739	---	33.8	21.7	14.4	8.0	6.6	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	4,822.0	12%	3,624	5.5	6.0	7.3	3.1	3.2	3.3	7%	8%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	5.4	110%	134	---	1.5	---	---	0.5	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	39	35%	1,587	5.9	5.5	5.6	6.4	5.9	6.0	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	105.3	66%	12,583	22.0	14.3	11.5	5.4	4.4	3.4	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	696.0	16%	3,231	15.5	13.5	12.1	8.2	7.4	6.6	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	8.1	10%	444	32.7	16.7	14.1	9.3	7.2	6.1	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	103.2	55%	1,166	13.6	11.8	10.5	8.4	7.6	6.9	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	16.7	14%	21,916	18.8	16.6	14.0	5.8	5.7	5.3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	132.3	31%	153,639	5.2	5.6	6.4	2.8	2.9	3.4	6%	8%	8%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	61.8	26%	1,252	9.9	10.6	8.9	5.0	4.4	3.9	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3.2	---	145	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	158.2	---	79,100	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.1	---	201	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	49.7	2%	28,699	17.8	15.9	14.6	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	16.3	15%	36,573	5.6	6.2	7.1	4.0	4.6	4.8	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	245.0	63%	1,633	10.9	8.5	8.4	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	7.2	61%	1,879	14.2	12.7	11.2	5.3	4.2	3.3	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	19.3	89%	114	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	125.8	43%	1,831	9.5	9.3	8.5	6.6	6.1	5.3	7%	5%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	768.2	98%	35,944	23.5	15.6	11.7	12.8	8.7	6.6	1%	2%	3%	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	17.7	90%	410	---	12.7	43.6	---	6.5	13.2	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	620.3	21%	337,061	39.7	27.4	22.2	22.0	16.0	13.1	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	205.7	141.2	46%	447	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35	18.0	94%	341	---	44.4	22.0	8.6	7.5	5.6	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	82.2	22%	1,037	13.0	10.5	10.3	7.6	6.4	6.1	---	---	---	---
Synektik	SNT	Hold	377.6	335.0	13%	2,857	16.1	13.8	12.7	11.0	9.1	8.1	3%	4%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	9.4	25%	16,386	7.0	6.6	6.8	5.6	5.5	5.7	2%	2%	2%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102	89.7	14%	581	12.8	9.7	6.9	7.8	6.0	4.1	11%	8%	10%	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	13.3	-6%	986	10.4	9.7	8.7	8.1	7.7	6.9	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	319.0	---	440,220	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	152.8	19%	1,199	7.2	11.7	9.7	6.2	6.6	6.1	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	121.4	29%	2,698	23.2	18.1	14.7	16.6	13.0	10.3	2%	3%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	512.0	45%	515	43.7	24.1	13.6	16.3	12.9	8.0	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	151.4	20%	1,590	14.7	14.9	12.9	8.3	8.3	7.3	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.4	21%	1,275	10.7	9.3	8.5	5.2	4.8	4.5	1%	4%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	55.0	18%	1,638	11.0	14.8	13.0	5.9	5.1	4.9	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	11.1	-33%	204	18.5	15.9	15.8	4.3	4.6	4.4	0%	0%	4%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	11.3	---	1,171	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155.7	139.3	12%	16,373	10.6	11.6	9.9	7.1	7.3	6.0	3%	7%	6%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	68.0	---	201	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.7	4%	31,824	26.2	19.3	15.8	8.8	7.6	6.6	---	---	---	---

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

TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st.,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
recepcja@trigon.pl

LinkedIn
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	*Head of Research*	**Łukasz Rudnik** Strategy, Foreign Markets, Industrials	*Senior Analyst*
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	*Deputy Head of Research*	**David Sharma, CFA** Construction, Real Estate, Building Materials	*Senior Analyst*
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	*Senior Analyst*	**Piotr Chodyra** Aerospace & Defence, Deep tech, Consumer	*Analyst*
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	*Analyst*	**Karol Szteler** CEE Banks	*Junior Analyst*
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	*Senior Analyst*	**Kacper Mazur**	*Assistant Analyst*
Dominik Niszcz, CFA TMT, E-commerce	*Senior Analyst*	**Marcin Biegański**	*Assistant Analyst*

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński *Managing Director*

SALES TRADING

Paweł Szczepański	*Head of Sales*	**Paweł Czupryński**	*Senior Sales Trader*
Michał Sopiński, CFA	*Deputy Head of Sales*	**Hubert Kwiecień**	*Sales Trader*

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221| KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiekolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiekolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.