TRIGON

18 November 2026

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

COMMODITIES

COMMODITIES: Podsumowanie najważniejszych wydarzeń na rynku surowców z ostatnich tygodni

FINANCIAL RESULTS

INTER CARS: Wyniki 3Q26: lekka poprawa marży brutto, wyższa efektywność operacyjna, obciążone one-offem [pozytywne]
SYNEKTIK: Wyniki 3Q26: Słabsza sprzedaż sprzętu po szczycie KPO, ale wysoki udział recurring wspiera marżę; mocna konwersja ofert po końcu kwartału [lekko negatywne]
WIRTUALNA POLSKA: Wyniki za 3Q26 zbliżone do oczekiwań, porównywalna EBITDA w travel +4% r/r, w mediach -23% r/r, słabe perspektywy na 4Q [neutralne]
OPONEO: Wyniki 3Q26: pozytywne zaskoczenie wynikami w oponie, mocny OCF w tym segmencie [pozytywne]
DADELO: Wyniki 3Q26: mocny profil wzrostu i marża brutto, ale bieżącym wynikom ciąży skalowanie sieci [lekko negatywne]
APATOR: Wyniki za 3Q26 [neutralne]
ANSWEAR.COM: Wyniki 3Q26: poprawa KPIs w tym AOV wspierająca dla założeń 4Q [lekko pozytywne]
MCI CAPITAL ASI: Wyniki za 3Q26: zysk netto wzrósł do PLN 98.5mln z PLN 2.2mln
TRAKCJA: Szacunkowe wyniki za 3Q26: EBITDA 35.4 mln PLN, zysk brutto 20.6 mln PLN
ACTION: Szacunkowy zysk netto za 3Q26 wzrósł do 35.8 mln PLN z 9.0 mln PLN

FINANCIALS

XTB: KNF zapowiada nową interwencję na rynku CFD
MAKRO CEE: Jesienna prognoza KE: wyraźnie wyższa inflacja w Polsce w 2027 r.
WĘGIERSKIE BANKI: Bank Centralny Węgier utrzymuje stopę bazową bez zmian na 5.5%

OIL, GAS & CHEMICALS

MOL: USA przedłużyło zwolnienie z sankcji na import rosyjskiej ropy [lekko pozytywne]
GRUPA AZOTY: Uzgodnienie warunków restrukturyzacji zadłużenia z bankami i Orlenem

UTILITES & MINING

ONDE: Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]
ENERGETYKA: Rząd zapowiada dalsze działania osłonowe dot. energii elektrycznej

CONSUMER

ASBIS / NVIDIA: Wyniki NVIDIA za 3Q FY27: przychody +103% r/r, Data Center +110%, guidance powyżej konsensusu
MODIVO: HalfPrice wszedł na rynek belgijski - do końca roku planowane są cztery kolejne otwarcia

TMT

GRUPA PRACUJ: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]
CYBER_FOLKS: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]
VERCOM: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]
PLAY: Wyniki za 3Q26: utrzymane trendy przychodowe z usług mobilnych i stacjonarnych, EBITDAaL wyższa o 5% r/r, cash flow wzrósł o 4% r/r
RYNEK TELEKOMUNIKACJI: Iliad nie widzi dla grupy znaczących oszczędności wynikających z umowy Polkomtela z Cellnexem

GAMING

CI GAMES: Podsumowanie wideokonferencji: Lords of the Fallen 2 wchodzi w końcową fazę produkcji, spółka bardzo optymistyczna przed premierą [neutralne]
ARTIFEX MUNDI: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Początek 2027 kluczowy dla weryfikacji projektów [neutralne]
GAMING MARKET: The Game Awards 2026: GTA VI liderem nominacji, mocna reprezentacja polskich studiów

INDUSTRIALS

SAAB: Szwecja, Wielka Brytania i Ukraina podpisują porozumienie dotyczące uzbrojenia Gripenów
CREOTECH INSTRUMENTS: Zakończenie dostaw segmentu naziemnego Mikroglob i uruchomienie dwuletniego wsparcia
CREOTECH INSTRUMENTS: Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu - PB
OHB: Kontrakt ESA o wartości >102 mln EUR na misję usuwania śmieci kosmicznych ClearSpace-1
SCANWAY: Teleskopy Scanway trafią na 10 satelitów Kepler, szczegóły realizacji kontraktu z Vyoma
ICEYE / AVIO / LEONARDO: ICEYE o rozwoju Avio i finansowaniu przejęcia, Leonardo oceni ofertę z włoskim rządem - Reuters / Bloomberg
ICEYE: Prezentacja satelitów radarowych Gen5 - rozdzielczość do 11 cm i pokładowy procesor AI
EUROPEAN DEFENCE GROUP / MILITARY GROUP: Podsumowanie konferencji z 17 listopada - plany giełdowe i komercjalizacja technologii dronowych
INTROL: Zamówienia IB Systems od Orlen Termika osiągnęły 20.2 mln PLN netto
RYNEK DEFENCE / UKRAINA: Wielka Brytania, Niemcy i Szwecja zwiększają wsparcie militarne Ukrainy, priorytetem obrona powietrzna

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX: Podpisanie umowy o wartości 157 mln PLN netto na budowę II etapu Muzeum Westerplatte i Wojny 1939
MIRBUD: Podpisanie umowy o wartości 71.7 mln PLN netto na budowę Komendy Miejskiej Policji w Elblągu
ERBUD: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26
SKANSKA: Podpisanie dodatkowego kontraktu na budowę obiektu technologicznego w USA o wartości 80 mln USD
RYNEK MIESZKANIOWY: Ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym na rynkach TOP7 wzrosły w 3Q26 o 1.6% r./r. i o 0.5% kw./kw. – NBP

BIOTECH

SCOPE FLUIDICS: Zmiana modelu finansowania nowych spółek Scope Discovery – planowana jest szybsza walidacja rynkowa na drodze komercjalizacji [lekko pozytywne]
CELON PHARMA: Podpisanie umowy o PLN 33.9m dofinansowania projektu JARVIS [neutralne]

EUROPEAN COMPANIES

ALSTOM / ROLLING STOCK: Wyniki 1H26/27: problemy z realizacją kontraktów obciążają marże i FCF [negatywne]
NIBE / HVAC: Wyniki 3Q26: tempo wzrostu przyśpiesza, a produktywność wspiera odbudowę marż [pozytywne]
ASTA ENERGY / ELECTRICAL COMPONENTS: Wyniki 3Q26: Pełne obłożenie mocy i nowe kontrakty wspierają marże [pozytywne]
ELTEL / GRID INFRASTRUCTURE: Capital Market Day: data centers i energetyka otwierają drogę do wzrostu [pozytywne]
FLSMIDTH / MINING EQUIPMENT: Capital Market Day: aftermarket i poprawa rentowności sprzętu wspierają przyspieszenie wzrostu [neutralne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

COMMODITIES

COMMODITIES

Podsumowanie najważniejszych wydarzeń na rynku surowców z ostatnich tygodni

- **Rafinacja**: Szacujemy, że spotowa marża rafineryjna Orlenu w regionie CEE wynosi 24 USD/bbl (wobec 30 USD/bbl na koniec października i 36 USD/bbl w 3Q26), co odzwierciedla wyższe koszty pozyskania ropy po zakłóceniach w dostawach ropy Arab Light, natomiast modelowa marża rafineryjna (poprzednia metodologia, bez kosztu frachtu i dyferencjału) pozostaje stabilna na poziomie 35 USD/bbl. Marże rafineryjne utrzymują się na podwyższonym poziomie mimo deeskalacji geopolitycznej. Eksport ropy z Zatoki Perskiej odbudował się do 90% poziomu sprzed wojny (15.3 mln bbl/d), jednak przepływy przez cieśninę Ormuz pozostają o ok 1/3 niższe niż zwykle, a eksport produktów rafinowanych sięga zaledwie 10-15% typowych wolumenów. Zakłócenia w pracy rosyjskich rafinerii nadal wspierają marże na oleju napędowym w Europie. Przez ukraińskie ataki dronowe ok. 40% nominalnych mocy przerobowych Rosji nie przerabia ropy, co może ograniczyć rosyjski eksport diesla w grudniu.
- **Petrochemia**: Wskaźnik marży petrochemicznej CEE Orlenu odbił do 170 EUR/t z 20 EUR/t na koniec października (wobec 177 EUR/t w 3Q26), czemu sprzyjały niższe koszty nafty (pośrednio przez korektę cen ropy), a nie silniejszy popyt. Popyt pozostaje słaby, natomiast zakłócenia podaży na Bliskim Wschodzie oraz przestoje instalacji w Europie wspierają marże na polietylenie (PE).
- **Gaz/Energia**: Ceny gazu TTF w kontraktach z dostawą w kolejnym miesiącu (1M) i w kolejnym roku (1Y) spadły od początku miesiąca odpowiednio o 18% i 17%, do 85 EUR/MWh i 68 EUR/MWh, co odzwierciedla głównie niższą premię za ryzyko geopolityczne na Bliskim Wschodzie, a nie poprawę fundamentów rynku. Poziom zapełnienia europejskich magazynów gazu pozostaje niski i wynosi 70% (wobec średniej historycznej na poziomie 89%), a eksport LNG z Kataru wciąż sięga zaledwie jednej trzeciej poziomu sprzed wojny. Ceny energii elektrycznej w Polsce spadły od początku miesiąca o 4%, do 860 PLN/MWh (1M), oraz o 3%, do 571 PLN/MWh (1Y), natomiast w Niemczech obniżyły się o 13%, do 209 EUR/MWh (1M), oraz o 12%, do 145 EUR/MWh (1Y). Niższe ceny gazu, rosnąca dostępność francuskich elektrowni jądrowych (obecnie 47 GW wobec 54 GW oczekiwanych do połowy grudnia) oraz prognozy łagodniejszej pogody wywierają presję na ceny kontraktów terminowych na energię. Niska generacja wiatrowa nadal wspiera jednak ceny spot energii elektrycznej.
- **Miedź**: Cena miedzi w kontraktach 3M na LME spadła od początku miesiąca o ok. 900 USD/t, do 13,200 USD/t (wobec wrześniowego szczytu na poziomie 15,000 USD/t), głównie w wyniku zmiany pozycjonowania inwestorów finansowych, a nie pogorszenia fundamentów. Korekta odzwierciedla obawy dotyczące popytu na miedź związanego z AI, mniejsze oczekiwania co do ceł USA na miedź, umocnienie USD oraz słabe dane makroekonomiczne z Chin. Fundusze zmniejszyły pozycje długie netto w kontraktach terminowych na miedź na CME z 82.6 tys. kontraktów we wrześniu do 34.4 tys., a magazyny w USA odpowiadają obecnie za ok. 85% globalnych zapasów giełdowych. Fundamenty rynku fizycznego pozostają jednak relatywnie mocne, czemu sprzyjają rekordowe premie importowe w Chinach, niskie zapasy na SHFE oraz ograniczona podaż koncentratu miedzi.
- **Srebro**: Cena srebra spadła od początku miesiąca o 3%, do 48 USD/oz, a relacja ceny złota do srebra wzrosła z 78x do 81x, co wynikało z wyższych rentowności amerykańskich obligacji, umocnienia USD oraz obaw rynku związanych z AI. Popyt fizyczny również pozostaje słaby. Globalny popyt na srebro ma spaść w 2026 r. o 5% r/r, do 1.08 mld uncji (biżuteria -22%, wyroby ze srebra -17%). Jednocześnie ETP oparte na srebrze mają odnotować odpływy netto na poziomie ok. 45 mln uncji, co zwiększy dostępność fizycznego metalu.
- **Polska – zamrożenie cen gazu na 2027 r.: Ograniczony wpływ netto na Orlen?** Ministerstwo Energii proponuje zamrożenie cen gazu dla odbiorców chronionych w 2027 r. na poziomie 197.29 PLN/MWh (wobec zakładanej taryfy 275 PLN/MWh), przy rekompensatach w wysokości 6.2 mld PLN finansowanych z 10-procentowej opłaty nałożonej na największych importerów gazu. Szacujemy, że opłata po stronie Orlenu wyniesie ok. 5.5 mld PLN, jednak po uwzględnieniu rekompensat negatywny wpływ finansowy netto może ograniczyć się do 0-1 mld PLN. Uważamy, że rynek mógł już uwzględnić w wycenie bardziej niekorzystny scenariusz.
- **Orlen/Synthos SMR**: Pierwszy w Kanadzie reaktor BWRX-300 (300 MW) w Darlington nie zostanie uruchomiony w zakładanym terminie (październik 2030 r.), a nakłady inwestycyjne przekroczą 7.7 mld CAD. Zaktualizowany budżet ma zostać przedstawiony do połowy 2027 r. Uważamy, że przekroczenia kosztów są typowe dla pierwszych projektów jądrowych typu, a brak uzgodnionego jeszcze kontraktu różnicowego (CfD) w Polsce pozwala uwzględnić zaktualizowane założenia dotyczące nakładów inwestycyjnych w negocjacjach dotyczących mechanizmu wsparcia. Wstępnie szacujemy nakłady Orlenu na ponad 25 mld PLN, zakładając 70% udział w dwóch reaktorach BWRX-300 (600 MW). Widzimy przy tym realne szanse na uzyskanie korzystnych warunków CfD.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	159,564	-1.5%	0%	47%
WIG20	4,252	-1.2%	0%	46%
mWIG40	10,631	-2.7%	-2%	36%
sWIG80	28,985	-1.4%	-6%	0%
PX (Prague)	2,665	0.0%	0%	9%
BUX (Budapest)	145,087	-1.2%	0%	37%
BET (Bucharest)	34,647	-0.3%	0%	48%
BIST30 (Istanbul)	14,615	-1.5%	0%	26%
DAX	26,045	-2.1%	2%	12%
FTSE 100	10,690	-1.8%	-2%	12%
STOXX Europe 600	651	-1.7%	1%	16%
S&P 500	7,341	-1.0%	-4%	11%
NASDAQ 100	27,002	-0.7%	-7%	10%
Nikkei 225	59,080	-1.3%	-10%	21%
Shanghai Comp	3,584	-0.5%	-4%	-9%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.8%	-0.2	-8.6	105.8
PL 10Y bond yield	6.3%	0.1	1.4	98.5
CZ 10Y bond yield	5.2%	0.5	-4.8	63.5
HU 10Y bond yield	5.5%	-1.0	15.0	-159.0
RO 10Y bond yield	7.2%	2.9	13.5	28.4
WIBOR 3M	3.9%	2.0	4.0	-35.0
EURIBOR 3M	2.8%	0.4	13.7	71.0

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	4.01	0.2%	2.8%	9%
EUR/PLN	4.41	0.1%	0.8%	3.8%
EUR/USD	1.10	-0.2%	-2.1%	-5.2%
GBP/PLN	5.29	-0.1%	-2.0%	-9.1%
CZK/PLN	0.18	-0.1%	-0.7%	-3.0%
HUF/PLN	0.012	0.1%	0.4%	-8.0%
RON/PLN	0.82	-0.1%	-0.4%	1.1%
CNY/PLN	0.60	-0.4%	-3.0%	-14.4%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,783	-2.1%	-9%	-7%
Silver (USD/toz)	46.0	-3%	-19%	-9%
Copper (USD/t)	13,227	-0.2%	-8%	23%
Zinc (USD/t)	3,675	-0.6%	0%	23%
Molybdenum (USD/lb)	34.7	0.7%	4%	57%
Iron ore (USD/t)	90	0.3%	-1%	-14%
HCC (USD/t)	253	0.2%	-5%	13%
HRC EU (EUR/t)	775	2.0%	4%	29%
Brent crude oil (USD/bbl.)	92.4	-0.8%	-16%	42%
CO2 (EUR/t)	87.4	0.1%	2%	6%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	84.5	1%	-4%	168%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	144	-1.4%	-2%	62%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	572	0.2%	-1%	27%
Shanghai Freight Index	3,572	-1.7%	-3%	139%

FINANCIAL RESULTS

INTER CARS (CAR PW; BUY; TP PLN 1240)

Wyniki 3Q26: lekka poprawa marży brutto, wyższa efektywność operacyjna, obciążone one-offem [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	5,411	5,689	5,428	5,987	6,286	16%	5%	6,266	6,251
o/w Poland	2,032	2,152	2,001	2,215	2,260	11%	2%	2,261	
o/w International	3,380	3,537	3,428	3,771	4,026	19%	7%	4,005	
EBITDA	399	369	389	471	490	23%	4%	506	495
EBIT	329	297	317	396	414	26%	5%	427	420
Net profit	238	223	211	279	291	22%	4%	298	298
Gross margin	30.6%	29.4%	29.8%	30.3%	30.7%	0.1pp	0.4pp	30.8%	
SG&A ratio	24.0%	23.4%	23.8%	23.9%	23.7%	-0.2pp	-0.2pp	23.8%	
EBITDA margin	7.4%	6.5%	7.2%	7.9%	7.8%	0.4pp	-0.1pp	8.2%	7.9%
EBIT margin	6.1%	5.2%	5.8%	6.6%	6.6%	0.5pp	0.0pp	6.8%	6.7%
Net profit margin	4.4%	3.9%	3.9%	4.7%	4.6%	0.2pp	0.0pp	4.8%	4.8%
Cash conversion cycle	135	138	134	130	132	-3	3		
OCF	-17	48	841	-48	-281	-	-		
FCF	-198	-55	580	-198	-493	-	-		
Inventories	5,806	5,338	5,759	5,997	6,644	14%	11%		
Net Debt	2,998	3,173	2,609	2,609	3,387	13%	30%		
ND/EBITDA	2.2	2.2	1.7	1.6	2.0	-0.2	0.4		
P/E12M trailing	20.2	18.9	17.7	16.0	15.1				
EV/EBITDA 12M trailing	13.3	12.9	11.9	11.0	10.8				

Source: Company, Trigon

#One-off

- Obciążenie wyników 3Q kwotą 47mln PLN dotyczące nieprawidłowego ujęcia kosztów w spółce zależnej w Grecji w poprzednich okresach;

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2307	2501.2	2572.8	2512.0	90%
WIG20	1914.3	2086.4	2108.5	2083.1	91%
WIG40	295.6	403.4	410.2	377.0	72%
sWIG80	50.7	55.1	59.1	59.7	86%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	305	XTB	417.3	COG	5.4
PKO	208.1	BFT	42.2	DIG	4.7
KGH	181.9	ASB	30.8	CRQ	3.3
PEO	122.3	MIL	25.3	BMC	3.2
DNP	121.9	ACP	16.7	GRX	2.7
PKN	98.3	OPL	15.6	TOA	2.2
PZU	93.7	CRI	12.3	DAT	1.9
CDR	88.3	CPS	10.6	TOR	1.8
LPP	75.7	JSW	10.6	SCW	1.8
PCO	71.4	VRC	10.2	S2B	1.5

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KRU	135%	VRC	492%	TAR	394%
CDR	127%	XTB	481%	GRX	320%
ALE	100%	ABE	203%	BMC	284%
DNP	92%	ASE	184%	VGO	262%
PZU	91%	CRI	165%	MSZ	240%
KTY	88%	BNP	157%	ARH	237%
PGE	86%	EAT	150%	BLO	223%
PCO	85%	MUR	149%	SVE	221%
KGH	80%	ATT	146%	BIO	210%
PEO	78%	PEP	139%	COG	192%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20		Worst
ALE	67	1.2%	CDR	265	-6%
PGE	16	0.9%	DNP	37	-3.9%
BDX	768	0.2%	PKN	129	-1.8%
PCO	51	0.0%	LPP	28,500	-1.7%
PCO	51	0.0%	PEO	267	-1.7%
Best			mWIG40		Worst
VRC	130.6	5.8%	XTB	115.2	-18%
ASE	76.4	3.8%	MRB	10.6	-4.5%
CAR	1,096.0	0.2%	ACP	224.4	-3.6%
WPL	55.9	0.2%	ATT	14.9	-3.5%
CBF	213.2	0.0%	ABE	131.6	-3.2%
Best			sWIG80		Worst
PLW	249.0	3.3%	BMC	9.2	-9%
VGO	518.0	2.0%	SVE	2.7	-5.6%
SCW	313.0	1.6%	ARH	52.2	-5.1%
BRS	5.1	1.4%	GRX	2.2	-4.6%
VRG	5.3	0.8%	S2B	59.0	-4.6%

SYNEKTIK (SNT PW; HOLD; TP PLN 378)

Wyniki 3Q26: Słabsza sprzedaż sprzętu po szczycie KPO, ale wysoki udział recurring wspiera marżę; mocna konwersja ofert po końcu kwartału [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**199.2**	**228.0**	**213.2**	**292.3**	**165.3**	**-17%**	**-43%**	**174.9**	**185.0**
Medical equipment and IT	187.1	214.1	199.6	278.9	151.2	-19%	-46%	160.9	
Medical equipment sales	103.6	122.9	103.4	175.3	46.1	-56%	-74%	49.6	
Recurring revenue	83.5	91.2	96.2	103.6	105.0	26%	1%	111.3	
Radiopharmaceutical sales	12.2	13.9	13.6	13.4	14.2	17%	6%	14.0	
Standard	6.1	7.0	7.1	7.2	7.3	21%	1%	7.3	
Specialized	3.0	2.6	3.7	4.1	3.4	15%	-18%	3.3	
Other	3.2	4.3	2.8	2.0	3.4	8%	68%	3.5	
EBITDA*	**54.6**	**59.8**	**58.2**	**71.5**	**40.5**	**-26%**	**-43%**	**42.0**	**47.0**
EBITDA: medical equipment	60.1	60.6	60.4	76.1	47.3	-21%	-38%	46.7	
EBITDA: radiopharmacy	3.2	4.1	4.7	3.6	4.4	39%	22%	4.3	
EBITDA: other	-8.6	-4.9	-6.8	-8.2	-11.2	-	-	-9.0	
EBIT	**49.5**	**54.0**	**53.7**	**66.1**	**35.5**	**-28%**	**-46%**	**36.6**	**41.0**
Net Profit*	**39.4**	**43.1**	**39.8**	**55.1**	**27.6**	**-30%**	**-50%**	**29.4**	**33.8**
Net profit	30.9	35.0	35.0	55.1	27.6	-11%	-50%	29.4	
EBITDA margin*	**27.4%**	**26.2%**	**27.3%**	**24.5%**	**24.5%**	-2.9pp	0.0pp	**24.0%**	**25.4%**
Medical equipment and IT	32.1%	28.3%	30.3%	27.3%	31.3%	-0.8pp	4.0pp	29.0%	
Radiopharmacy	26.0%	29.2%	34.3%	27.0%	31.0%	4.9pp	4.0pp	31.0%	
EBIT margin*	**24.9%**	**23.7%**	**25.2%**	**22.6%**	**21.5%**	-3.4pp	-1.1pp	**20.9%**	**22.2%**
Net profit margin*	**19.8%**	**18.9%**	**18.7%**	**18.8%**	**16.7%**	-3.1pp	-2.1pp	**16.8%**	**18.3%**
OCF	36.5	97.1	63.0	63.3	31.0	-15%	-51%		
FCF	28.3	93.0	46.8	76.7	22.0	-22%	-71%		
Net debt / (cash)	-44.0	####	20.9	-35.7	-58.7	-	-		
P/E12M trailing	25.4	24.2	20.2	16.5	16.5				
EV/EBITDA 12M trailing	17.6	16.3	14.4	11.8	11.6				

Note: (*) from continuing operations. Source: Company, Trigon, PAP for consensus.

Source: Company, Trigon, PAP for consensus.

- **Backlog** na koniec 09.2026 wyniósł PLN43.3m (-43% r/r) wobec PLN75.9m rok wcześniej.
- **Wartość aktywnych ofert** na koniec 09.2026 pozostała stabilna na wysokim poziomie PLN200.1m (+1% r/r). W samym kwartale pozyskano ok. PLN70m nowych kontraktów wobec PLN145m na koniec 3Q25, jednak już po zakończeniu okresu Spółka podpisała umowy lub uzyskała pozytywne rozstrzygnięcia o wartości ponad PLN114m, odpowiadającej 57% pipeline'u ofert z końca 09.2026.

WIRTUALNA POLSKA (WPL PW; HOLD; TP PLN 65)

Wyniki za 3Q26 zbliżone do oczekiwań, porównywalna EBITDA w travel +4% r/r, w mediach -23% r/r, słabe perspektywy na 4Q [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**722**	**579**	**584**	**579**	**740**	2%	28%	**745**	**748**
Advertising and subs.	154	198	163	174	159	3%	-9%	160	
Travel	490	288	350	336	504	3%	50%	504	
Consumer finance	61	70	57	55	61	1%	11%	63	
Other	14	14	14	14	14	-4%	-2%	15	
Barter	6	11	4	4	5	-16%	37%	6	
Eliminations	-3	-3	-3	-3	-4	-	-	-3	
Revenues pro-forma	**687**	**545**	**555**	**565**	**740**	8%	31%	**745**	
Advertising and subs.	154	198	163	174	159	3%	-9%	160	
Travel	454	255	321	321	504	11%	57%	504	
adj. EBITDA	**242**	**125**	**99**	**103**	**232**	**-4%**	**125%**	**235**	**229**
Advertising and subs.	47	71	46	49	37	-23%	-26%	38	
Travel	182	44	43	44	186	2%	322%	184	
Consumer finance	10	9	9	8	8	-19%	-1%	11	
Other	2	1	1	2	2	0%	3%	2	
adj. EBITDA pro-forma	**237**	**121**	**98**	**105**	**232**	**-2%**	**122%**	**235**	
Advertising and subs.	47	71	46	49	37	-23%	-26%	38	
Travel (excl. fluege.de)	178	41	42	45	186	4%	310%	184	
EBITDA	**229**	**-26**	**91**	**78**	**229**	0%	193%	**231**	
EBIT	159	-93	19	7	155	-3%	2213%	160	154
Net profit	98	-131	-17	63	93	-5%	48%	97	91
adj. Net profit	105	25	-8	3	102	-2%	2991%	106	
OCF	-6	114	145	241	35				
Capex	-53	-54	-61	-43	-59				
Lease payments	-8	-5	-8	-11	-7				
Interest paid	-31	-29	-26	-28	-27				
Net debt	1,486	1,482	1,426	1,283	1,374				
adj. P/E 12M trailing	8.1	9.1	10.2	11.6	11.9				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	5.1	5.2	5.0	4.9	5.1				
EV/EBITDA adj. trail. pro-for.	4.7	4.8	5.0	4.9	5.1				

Source: Company, Trigon

#Guidance na 2026: reklama i subskrypcje
- W 2026 roku oczekiwany niski jednocyfrowy wzrost przychodów r/r;
- Kontynuowane inwestycje w treści, wideo, AI i produkty reklamowe nadal obciążają rentowność;
- Podtrzymano założenie braku istotnego dalszego wzrostu bazy kosztowej w 2027;

#Guidance na 2026 i perspektywy 4Q: travel
- Oczekiwany niski jednocyfrowy wzrost przychodów oraz kilkunastoprocentowy spadek adj. EBITDA pro forma w całym roku;
- Wyniki obciążają skutki konfliktu na Bliskim Wschodzie, inwestycje w pozyskiwanie klientów w DACH oraz spadek EBITDA turystyki krajowej;
- W sezonie zimowym presję mogą utrzymywać ograniczony popyt na kierunki bliskowschodnie, wysokie ceny paliwa lotniczego i słabsza sprzedaż first minute;
- Wzrost udziału rezerwacji last minute nasila konkurencję, szczególnie w DACH.

#One-offy i koszty finansowe
- Różnica między EBITDA i adj. EBITDA wyniosła 3,5mln PLN, głównie przez 4,7mln PLN kosztów transakcyjnych i restrukturyzacyjnych, częściowo skompensowanych dodatnim wynikiem na barterze;
- Amortyzacja PPA wynosi około 17mln PLN kwartalnie;
- Wynik finansowy obciążyło 10,7mln PLN ujemnych różnic kursowych, a koszty odsetek i prowizji wyniosły 29,2mln PLN (-9% r/r).

#Cash flow i dług netto
- OCF wyniósł 34,8mln PLN wobec -6,3mln PLN przed rokiem, przy sezonowym odpływie kapitału obrotowego w travel;
- Przepływy wsparły zwroty IP Box w lipcu i sierpniu w łącznej kwocie 56,2mln PLN, a kolejne 12mln PLN wpłynęło w październiku;
- Bez zwrotu podatku za poprzednie lata OCF byłby negatywny (-21mln PLN);
- Capex wyniósł 58,5mln PLN, a dług netto wzrósł do 1,374mld PLN z 1,283mld PLN na koniec czerwca, przy wzroście dźwigni q/q do 2,5x wobec 2,3x.

OPONEO (OPN PW; BUY; TP PLN 160)

Wyniki 3Q26: pozytywne zaskoczenie wynikami w oponie, mocny OCF w tym segmencie [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	450.0	944.3	543.3	704.4	549.6	22%	-22%	527.0	544.0
Poland	392.0	821.0	477.6	629.9	480.8	23%	-24%		
Other	58.1	123.3	65.7	74.5	68.8	18%	-8%		
EBITDA	25.7	54.3	31.9	61.7	41.1	60%	-33%	29.8	30.4
adj. EBITDA	25.7	74.5	31.9	67.6	41.1	60%	-39%	29.8	
EBIT	15.8	44.2	21.5	50.0	29.0	84%	-42%	19.2	19.2
o/w Oponeo & Other	2.4	48.4	7.8	17.4	13.4	457%	-23%	0.6	
o/w Dadelo	13.4	-4.3	13.6	32.6	15.6	17%	-52%	18.7	
adj. EBIT	15.8	64.4	21.5	55.9	29.0	84%	-48%	19.2	
Net profit (attrib. to parent)	3.0	25.1	9.3	25.3	10.1	235%	-60%	3.7	
adj. Net profit	3.0	41.5	9.3	29.5	10.1	235%	-66%	3.7	4.6
Gross margin	22.3%	21.1%	22.1%	26.3%	24.2%	1.9p.p.	-2.1p.p.	23.8%	
SG&A ratio	18.9%	16.0%	18.5%	19.2%	18.8%	-0.1p.p.	-0.4p.p.	20.0%	
EBITDA margin	5.7%	5.8%	5.9%	8.8%	7.5%	1.8p.p.	-1.3p.p.	5.6%	5.6%
EBIT margin	3.5%	4.7%	4.0%	7.1%	5.3%	1.8p.p.	-1.8p.p.	3.6%	3.5%
adj. Net profit margin	0.7%	4.4%	1.7%	4.2%	1.8%	1.2p.p.	-2.4p.p.	0.7%	0.8%
OCF	-11.9	74.8	29.6	-69.6	90.1	-	-		
Net debt	437.4	382.1	379.8	520.8	449.2	3%	-14%		
Net debt (pre-IFRS16)	317.1	259.7	256.3	393.4	328.4	4%	-17%		
adj. P/E12M trailing	14.7	17.1	15.0	14.0	12.9				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	12.1	12.3	10.6	10.2	9.2				

Source: Company, Trigon, Note: multiples adjusted for minorities and non-operating assets

DADELO (DAD PW; HOLD; TP PLN 102)

Wyniki 3Q26: mocny profil wzrostu i marża brutto, ale bieżącym wynikom ciąży skalowanie sieci [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E
Revenues	134.6	66.4	143.3	264.9	191.9	43%	-28%	198.7
EBITDA	15.8	-8.5	16.6	36.8	19.7	25%	-46%	23.1
Adj. EBITDA	15.8	-1.4	16.6	36.8	19.7	25%	-46%	23.1
EBIT	13.4	-11.4	13.6	32.6	15.6	16%	-52%	18.7
Adj. EBIT	13.4	-4.3	13.6	32.6	15.6	16%	-52%	18.7
Net profit	9.5	-11.1	8.3	22.9	10.8	14%	-53%	12.9
Adj. Net profit	9.5	-5.3	8.3	22.9	10.8	14%	-53%	12.9
Gross margin	31.9%	30.5%	31.8%	33.5%	32.0%	0.2p.p.	-2p.p.	32.7%
SG&A ratio	22.0%	47.0%	22.4%	21.0%	23.5%	1.5p.p.	2p.p.	23.1%
adj. EBITDA margin	11.8%	-12.8%	11.6%	13.9%	10.3%	-1.5p.p.	-4p.p.	11.6%
adj. EBIT margin	9.9%	-6.4%	9.5%	12.3%	8.1%	-1.8p.p.	-4p.p.	9.4%
adj. Net profit margin	7.1%	-8.0%	5.8%	8.7%	5.6%	-1.4p.p.	-3p.p.	6.5%
OCF	-39.9	-59.3	30.4	81.9	-16.9	-	-	
Net debt	123.9	196.7	184.7	128.6	149.8	89%	-19%	
adj. P/E12M trailing	46.9	48.4	40.2	29.6	28.9			
adj. EV/EBITDA 12M trailing	30.1	29.5	24.2	17.4	16.9			

Source: Company, Trigon

APATOR

Wyniki za 3Q26 [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	295.8	335.8	332.9	356.2	288.7	-2%	-19%	291.0	294.3
Electricity	148.2	155.6	141.4	163.0	122.5	-17%	-25%	128.0	
Gas	54.5	71.1	91.8	84.3	63.1	16%	-25%	60.0	
Water and heat	93.1	109.2	99.7	108.9	103.1	11%	-5%	103.0	
Others	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
EBITDA	**42.4**	**45.8**	**47.3**	**46.8**	**36.3**	**-14%**	**-23%**	**35.5**	**35.1**
Electricity	24.2	23.6	19.0	18.3	12.3	-49%	-33%	15.0	
Gas	3.4	7.4	14.0	12.6	9.9	190%	-22%	8.0	
Water and heat	15.5	15.8	15.3	16.6	15.0	-3%	-9%	13.0	
Others	-0.7	-1.0	-1.0	-0.7	-0.9	-	-	-0.5	
EBIT	24.9	21.4	28.9	27.6	16.8	-32%	-39%	16.3	15.7
Net profit	**23.3**	**25.8**	**20.0**	**20.6**	**11.7**	**-50%**	**-43%**	**11.3**	**10.9**
OCF	24.9	29.0	35.7	76.4	-37.1	-	-	4.9	
Capex	-29.2	-20.2	-20.1	-17.3	-10.7	-63%	-38%	-20.0	
Net debt (incl. leasing)	142.6	117.9	105.4	57.0	128.1	-10%	125%	89.5	
EBITDA margin	14.3%	13.6%	14.2%	13.1%	12.6%			12.2%	11.9%
Electricity	16.3%	15.2%	13.4%	11.2%	10.0%			11.7%	-
Gas	6.2%	10.4%	15.3%	14.9%	15.6%			13.3%	-
Water and heat	16.6%	14.5%	15.3%	15.2%	14.6%			12.6%	-
EBIT margin	8.4%	6.4%	8.7%	7.7%	5.8%			5.6%	5.3%
Net profit margin	7.9%	7.7%	6.0%	5.8%	4.0%			3.9%	3.7%
P/E12M trailing	12.0	10.5	9.5	9.2	10.6				
EV/EBITDA 12M trailing	6.7	5.8	5.3	4.8	5.4				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- EBITDA w 3Q26 wyniosła 36.3m PLN i była wyższa o 2% od naszej prognozy i 3% vs. konsensus. Saldo finansowe wyniosło -1.9m, stopa podatkowa 22%, a zysk netto 11.7m PLN (+3% vs. nasze założenia).
- Koszty SG&A vs. przychody wzrosły q/q (z -0.17x do 0.20x), saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +2m PLN, a efekt na zmianie stanu odpisów aktualizujących należności -1m.
- OCF w 3Q wyniósł -37m PLN, przy negatywnym wpływie z NWC (odwrócenie pozytywnego efektu z 2Q) w kwocie -68m PLN (głównie na zapasach i zobowiązaniach). Spółka zwiększyła zapasy, zabezpieczając się przez niestabilnością rynku dostaw i przed ryzykiem dalszych wzrostów cen, pod planowany wzrost realizacji. Capex wyniósł -11m, wypłata dywidendy -17.4m PLN (pierwsza rata), a dług netto (z leasingiem) wzrósł o 71m q/q do 128m PLN (ND/EBITDA LTM wzrósł z 0.3x do 0.7x q/q).
- Wynik w energii elektrycznej okazał się słabszy od naszych prognoz, głównie na poziomie marżowości (EBITDA 12.3m PLN vs. nasze szacunki 15m; marża EBITDA 10%) – najniżej od 1Q23. Widoczny zapowiadany spadek przychodów (przesunięcia przetargów przez OSD).
- W gazie wynik wypadł lepiej od naszych prognoz: 9.9m PLN EBITDA vs. zakładane przez nas 8m. Marża EBITDA wyniosła 15.6% - najwyżej od 2021. Kontrakt z PSG na dostawy eGazomierzy zdalnego odczytu został niemal w całości zakończony w 3Q, zastąpiony przez mniejszy kontrakt na gazomierze mechaniczne. Lepsza marżowość to efekt skali dostaw i efektywności.
- W wodzie i cieple EBITDA wyniosła 15m – zakładaliśmy 13m – zaskoczenie na poziomie marży EBITDA: 14.6% vs. 12.6% naszej prognozy (zakładaliśmy większą normalizację), przy mocniejszym eksporcie.

ANSWEAR.COM (ANR PW; BUY; TP PLN 29.5)

Wyniki 3Q26: poprawa KPIs w tym AOV wspierająca dla założeń 4Q [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	394	556	379	436	439	11%	1%	432	433
EBITDA	14.6	11.3	6.6	22.2	20.6	41%	-7%	19.8	18.5
EBIT	8.7	5.1	0.3	16.0	14.2	63%	-11%	13.3	12.3
Net profit	1.4	1.3	-6.8	8.3	3.2	121%	-62%	4.5	3.4
Gross margin	39.3%	39.5%	39.9%	44.9%	40.7%	1.4p.p.	-4.2p.p.	40.7%	
SG&A ratio	36.5%	37.6%	38.9%	39.9%	37.0%	0.5p.p.	-2.8p.p.	36.9%	
EBITDA margin	3.7%	2.0%	1.7%	5.1%	4.7%	1.0p.p.	-0.4p.p.	4.6%	4.3%
EBIT margin	2.2%	0.9%	0.1%	3.7%	3.2%	1.0p.p.	-0.4p.p.	3.1%	2.8%
Net profit margin	0.4%	0.2%	-1.8%	1.9%	0.7%	0.4p.p.	-1.2p.p.	1.0%	0.8%
P/E12M trailing	16.7	47.5	-	+	74.2				
EV/EBITDA 12M trailing	9.4	16.1	13.1	13.1	12.6				

Source: Company, Trigon

MCI CAPITAL ASI

Wyniki za 3Q26: zysk netto wzrósł do PLN 98.5mln z PLN 2.2mln
- Wynik na certyfikatach inwestycyjnych wzrósł do PLN 96.6mln z PLN 9.9mln w 3Q25;
- Przychody z tytułu zarządzania spadły do PLN 5.9mln z PLN 6.7mln;
- Zysk operacyjny wzrósł do PLN 98.4mln z PLN 10.1mln;
- Podatek dochodowy zwiększył wynik netto o PLN 4.2mln wobec PLN 0.2mln rok wcześniej.

TRAKCJA

Szacunkowe wyniki za 3Q26: EBITDA 35.4 mln PLN, zysk brutto 20.6 mln PLN
- Przychody wyniosły 739.4 mln PLN, a zysk brutto ze sprzedaży 41.5 mln PLN;
- EBITDA wyniosła 35.4 mln PLN, a zysk przed opodatkowaniem 20.6 mln PLN;
- Raport za 3Q26 zostanie opublikowany 20 listopada.

ACTION

Szacunkowy zysk netto za 3Q26 wzrósł do 35.8 mln PLN z 9.0 mln PLN
- Przychody grupy wzrosły do 926.1 mln PLN z 744.7 mln PLN rok wcześniej;
- Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 106.7 mln PLN wobec 62.6 mln PLN w 3Q25, a marża brutto wzrosła do 11.52% z 8.41%;
- Zysk netto wyniósł 35.8 mln PLN wobec 9.0 mln PLN w 3Q25;
- Ostateczny raport za 3Q26 ma zostać opublikowany 27 listopada.

FINANCIALS

XTB (XTB PW; HOLD; TP PLN 155.7)

KNF zapowiada nową interwencję na rynku CFD
- Wiceprzewodniczący KNF Dariusz Adamski zapowiedział, że nadzór niebawem przedstawi propozycje interwencji dotyczącej kontraktów CFD, jednak szczegółów nie podano;
- Zdaniem KNF interwencja z 2019 r. nie przyniosła odpowiednich skutków, bo straty w 2025 r. były prawie siedmiokrotnie wyższe niż w 2019 r.;

MAKRO CEE

Jesienna prognoza KE: wyraźnie wyższa inflacja w Polsce w 2027 r.
#Polska
- KE podniosła prognozę inflacji na FY27 do 4.4% (poprzednio: 2.9%), bo zakłada wygaśnięcie osłon energetycznych i wyższe taryfy na gaz i prąd;
- Deficyt ma pozostać powyżej 7% PKB do FY28 (poprzednio: 6.3% na FY27).

#Czechy
- Deficyt ma wzrosnąć do 3.3% PKB w FY27 i FY28 (poprzednio: 2.9% na FY27), czyli powyżej progu 3%;
- Inflacja w 2026 r. ma być niższa (2.1% vs 2.7%), bo państwo przejęło opłatę za OZE.

#Węgry
- KE podniosła prognozę wzrostu PKB na FY27 do 2.8% (poprzednio: 2.1%);
- Deficyt w FY26 ma sięgnąć 7.3% PKB, a w FY27 spaść do 5.2% dzięki konsolidacji, w tym przedłużeniu części podatków sektorowych na FY27.

#Rumunia
- KE zakłada spadek PKB o 0.3% w FY26 (poprzednio: wzrost o 0.1%) i wolniejszy spadek inflacji (4.4% w FY27 vs 3.7%);
- Nadal oczekiwane jest jednak luzowanie polityki pieniężnej w horyzoncie prognozy, co ma wspierać akcję kredytową.

WĘGIERSKIE BANKI

Bank Centralny Węgier utrzymuje stopę bazową bez zmian na 5.5%
- Decyzja nie była jednomyślna: według prezesa Mihálya Vargi członkowie Rady rozważali zarówno obniżkę, jak i utrzymanie stóp;
- Inflacja w październiku (2.0% r/r, bazowa 2.1%) była zgodna z oczekiwaniami banku centralnego;
- MNB oczekuje jednak, że inflacja wzrośnie od dolnej granicy pasma tolerancji przez droższe paliwa i działania rządu, m.in. wygaszanie limitów marż, wyższą akcyzę i zmianę podatku od transakcji finansowych;
- Jeśli korzystna ocena ryzyka Węgier wraz z perspektywami inflacji utrzymają się, może pojawić się przestrzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej;
- Równolegle MNB opublikował wyniki kwartalnej ankiety kredytowej, gdzie banki wskazały na słabnący popyt na hipoteki po boomie wywołanym programem Otthon Start, a popyt na kredyty konsumpcyjne silnie rośnie;
- Przez najbliższe 6 miesięcy banki spodziewają się lekkiego spadku popytu na hipoteki, stabilizacji popytu na kredyty konsumpcyjne i dalszego, choć wolniejszego wzrostu w segmencie korporacyjnym.

OIL, GAS & CHEMICALS

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

USA przedłużyło zwolnienie z sankcji na import rosyjskiej ropy [lekko pozytywne]

Amerykański OFAC przedłużył do 19 marca 2027r. (vs. 21 listopada 2026r. wcześniej) zwolnienie z sankcji obejmujące transakcje MOL z Łukoilem i Litasco dotyczące dostaw rosyjskiej ropy rurociągiem Przyjaźń, zarówno w ramach istniejących kontraktów, jak i zakupów spot.

GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)

Uzgodnienie warunków restrukturyzacji zadłużenia z bankami i Orlenem

Spółka podpisała list zobowiązujący określający warunki restrukturyzacji zadłużenia, zakładające: 1) pozyskanie min. 500m PLN z emisji akcji do 29 stycznia 2027 r., 2) wydłużenie terminu spłaty finansowania do końca 2030 r., z karencją w spłacie kapitału do czerwca 2027 r., 3) spłatę 25% finansowania przed końcem 2030 r., a pozostałych 75% na koniec 2030 r. (planowane refinansowanie), 4) utrzymanie finansowania obrotowego i faktoringu na poziomie min. 250m PLN oraz 5) odroczenie spłaty wybranych zobowiązań za gaz wobec Orlenu. Uzgodnienia przewidują też zabezpieczenia na aktywach (m.in. udziałach Compo Expert), wskaźniki finansowe wymagane przez wierzycieli i mechanizm przeznaczania nadwyżek gotówki na spłatę zadłużenia. Ostateczne umowy nie zostały jeszcze zawarte, a obecne uzgodnienia obowiązują zasadniczo do 4 grudnia 2026 r.

UTILITES & MINING

ENERGETYKA

Rząd zapowiada dalsze działania osłonowe dot. energii elektrycznej

Premier Donald Tusk zapowiedział prace nad ograniczeniem wzrostu cen energii elektrycznej w sezonie jesienno-zimowym, deklarując, że rząd dysponuje środkami pozwalającymi na dalszą interwencję i ograniczanie presji inflacyjnej. Konkretne mechanizmy nie zostały jeszcze przedstawione. Według Rzeczpospolitej decyzja o ewentualnym zamrożeniu cen prądu może zapaść po zatwierdzeniu przez URE taryf na 2027 r. (do 17 grudnia). Spółki energetyczne miały wnioskować o taryfy na poziomie ok. 600 PLN/MWh, wobec 495 PLN/MWh obecnie, podczas gdy rozważane są także alternatywne mechanizmy osłonowe, m.in. zawieszenie opłaty mocowej.

CONSUMER

ASBIS (ASB PW; BUY; TP PLN 180) / NVIDIA

Wyniki NVIDIA za 3Q FY27: przychody +103% r/r, Data Center +110%, guidance powyżej konsensusu

- Przychody wzrosły o 20% kw/kw, przekraczając konsensus ~109mld USD, EPS non-GAAP wyniósł 2,68 USD wobec oczekiwań ~2,48 USD;
- Data Center wygenerował 107,6mld USD, odpowiadając za ~93% sprzedaży grupy, a jego przychody wzrosły o 21% kw/kw;
- Guidance na 4Q FY27 wynosi 130mld USD ±3%, wobec konsensusu ~125,3 mld USD;
- Oczekiwana marża brutto non-GAAP na 4Q wynosi 71-72%, poniżej 74,9% w 3Q;
- NVIDIA rozpoczęła dostawy systemów Vera Rubin NVL72, w tym do infrastruktury CoreWeave, Google Cloud, Microsoft Azure, Oracle i Nebius, spółka określa ramp-up nowej platformy jako najszybszy w swojej historii;
- Guidance nie zakłada przychodów Data Center compute z Chin, mimo potencjalnej opcjonalności związanej z decyzjami eksportowymi.

MODIVO (MDV PW; SELL; TP PLN 86)

HalfPrice wszedł na rynek belgijski - do końca roku planowane są cztery kolejne otwarcia

- Pierwszy sklep w Belgii uruchomiono 13 listopada w Châtelet; do końca roku planowane są otwarcia w Anderlechcie, Messancy, Liège i Mons;
- W grudniu Belgia ma zostać 13. rynkiem objętym programem lojalnościowym MODIVOclub.

TMT

GRUPA PRACUJ (GPP PW; BUY; TP PLN 62)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

#Nowe funkcjonalności, AI

- Konwersacyjne wyszukiwanie zostanie udostępnione wszystkim użytkownikom w 4Q26 po testach wersji beta na wybranych grupach w 3Q;
- Koszt operacyjny zaplecza AI rozwiązania konwersacyjnego dla 20 tys. użytkowników wersji beta wynosił tylko 15 USD dziennie;
- Od października oferty theprotocol.it można wyszukiwać bezpośrednio w ChatGPT, klienci aplikują w portalu theprotocol.it, relacja i dane pozostają w ekosystemie grupy;
- Ruch z AI stanowi 1,0-1,5% ruchu w segmencie ogłoszeń;

#HR Tech

- HR Core, nowy moduł eRecruitera: w 2027 początek monetyzacji, usługa obejmie jedną kartotekę pracownika zgodną z prawem pracy i RODO, dotąd wdrożono elektroniczne podpisywanie dokumentów zatrudnieniowych;
- 80% kodu nowego produktu stworzono przy wsparciu AI, zwiększa się potencjał do tworzenia dodatkowych produktów w ramach ekosystemu HR Tech grupy;
- Kadromierz jest najszybciej rosnącym biznesem spółki, obecnie MRR przekroczył 1mln PLN, po wzroście o 47% r/r, liczba klientów wzrosła o 25% do 1,4 tys.

#Ukraina

- Znaczące wydatki marketingowe powtórzyły się w work.ua w 3Q26, ale koszty powinny spaść w kolejnych kwartałach;
- W 4Q zarząd oczekuje lepszej kontrybucji od work.ua w porównaniu do 3Q dzięki wyższym przychodom i spadkowi kosztów marketingu

- W 2027 kontrybucja powinna być wyższa niż w tym roku ze względu na oczekiwane niższe koszty, ale na dziś nie ma wystarczającej widoczności;

#Pozostałe, M&A, dywidenda

- W 4Q wydatki na rozwój produktu pozostaną podwyższone, ale konwersja EBITDA na gotówkę w tym roku powinna utrzymywać się blisko 90%;
- Wzrost amortyzacji w Niemczech z 4,0mln PLN przed rokiem do 5,4mln PLN w 3Q26 wynika z rozpoczęcia amortyzacji projektów rozwijanych wcześniej;
- Następuje konsolidacja rynku SaaS-owego, grupa prowadzi więcej rozmów niż rok czy dwa lata temu;
- Zarząd wskazuje na możliwość utrzymania lub zwiększenia w 2027 roku wskaźnika wypłaty dywidendy względem poziomu około 85% w 2026 roku.

CYBER_FOLKS (CBF PW; BUY; TP PLN 230)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

#Outlook wynikowy

- Cel 365mln PLN adj. EBITDA na rok 2026 powinien być wyraźnie przekroczony;
- Zarząd z dużym komfortem podchodzi do celu 430mln PLN adj. EBITDA na 2027, a finalizacja akwizycji mogłaby pozwolić na jego znaczące przekroczenie;

#Hosting

- Cel około 100mln PLN adj. EBITDA na 2026 wygląda bezpiecznie, z możliwością przekroczenia, a osiągnięcie 115mln PLN w 2027 również nie powinno stanowić problemu;
- W średnim okresie oczekiwany organiczny wzrost przychodów o wysokie kilka procent i EBITDA o niskie kilkanaście procent;
- Dodatkowy potencjał wzrostu daje sprzedaż usług hostingowych w Europie za pośrednictwem ekosystemu PrestaShop;

#E-commerce

- W 4Q26 oczekiwane dynamiki wyniku e-commerce zbliżone do 3Q, przy sezonowo wyższym poziomie wyniku, natomiast tempo wzrostu w 2027 będzie zależeć również od potencjalnych akwizycji;
- Oczekiwany mocny wzrost take rate w PrestaShop głównie dzięki płatnościom;
- PrestaShop Payments będzie od 1Q27 dostępne dla 230 tys. sklepów z ekosystemu grupy;
- Zarząd nie podaje precyzyjnych oczekiwań dotyczących wyniku i marży Presty w 2027, wskazując na potrzebę inwestycji w rozwój zamiast krótkoterminowej maksymalizacji rentowności;
- GMV Shopera rośnie w tempie 8-10%, a brak publikacji szczegółowych danych wynika z migracji klientów między platformami, w tym przejmowania obsługi największych merchantów przez Syliusa;
- GMV Shopera z ruchu pochodzącego z wyszukiwarek AI wyniosło w 1-3Q26 wysokie kilkadziesiąt mln PLN;
- 1mln PLN kosztów restrukturyzacji w 3Q było związane z połączeniem z Shoperem;

#Akwizycje

- Grupa pracuje nad kilkoma projektami akwizycyjnymi, z możliwością realizacji 2-3 transakcji;
- Prawdopodobieństwo ogłoszenia akwizycji jeszcze w 2026 jest niewielkie, bardziej prawdopodobny termin to 2027;

#Program motywacyjny, FX, docelowe zadłużenie

- Koszt programu motywacyjnego przekraczający 5mln PLN w 3Q26 obejmował okres 1-3Q26, a w kolejnych kwartałach oczekiwane obciążenie wynosi około 2mln PLN kwartalnie;
- Osłabienie PLN będzie wspierać dynamikę EBITDA w 2027 roku, ale z drugiej strony wycena długu denominowanego w EUR obniży wynik finansowy;
- Poziom zadłużenia 2-3x EBITDA wydaje się optymalny w kontekście wzrostu biznesu i zwrotu dla akcjonariuszy.

VERCOM (VRC PW; BUY; TP PLN 156)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

#MailerLite

- W październiku jedna z najwyższych rejestracji nowych klientów w tym roku;
- Pozytywny wpływ zmian w planach cenowych MailerLite powyżej oczekiwań zarządu;
- Około 30% przychodów to klienci na planach rocznych, więc zmiana cenników w połowie 2026 oznacza, że około 15% przychodów będzie podlegać wyższym cenom od 2027 roku wraz z wygasaniem dotychczasowych umów;
- Zmiana cenników w MailerLite powinna dodać ponad 20mln PLN przychodów w 2027 roku;

#Nowe kanały komunikacji

- Wolumen wiadomości RCS wzrósł do 5,0mln w 3Q26, z 3,3mln w 2Q i 1,3mln w 1Q;
- Wolumen wiadomości Viber, popularnego komunikatora na części rynków Europy Wschodniej, wzrósł do 4,2mln w 3Q26, z 2,2mln w 2Q i 1,0mln w 1Q;
- Produkt Flow Studio umożliwia działowi marketingu projektowanie rozmów z klientem w kanałach takich jak RCS;

Po niewielkim opóźnieniu pierwsze wdrożenia WhatsApp są planowane na początek 2027;

#Produkt OWNROOT

- Platforma pomaga firmom zarządzać w trybie ciągłym cyberbezpieczeństwem i zgodnością z regulacjami;
- Docelowy rynek to Europa, monetyzacją w formie abonamentu zależnie od wielkości infrastruktury klienta i wykorzystania tokenów;
- W 1H27 spółka chce pozyskać pierwsze płatne umowy po testach z wybranymi klientami, a w 2H27 uruchomić pełną wersję na rynkach europejskich;
- Break-even projektu spółka chciałaby osiągnąć już pod koniec przyszłego roku;

#Finanse

- Około 1mln PLN wsparcia zysku brutto z tytułu zmiany kursów walutowych, a przy obecnych kursach możliwy pozytywny wpływ z tego tytułu w przyszłym roku;
- We wrześniu miesięczna adj. EBITDA przekroczyła 16mln PLN, wobec 44mln PLN w całym 3Q26;
- Osiągnięcie tegorocznego celu ESOP na poziomie 165mln PLN adj. EBITDA wymaga około 48mln PLN wyniku w 4Q26;
- Wrześniowy poziom adj. EBITDA po annualizacji jest zbliżony do celu 195mln PLN na 2027, a zarząd wskazuje, że spółka pracuje już nad jego przekroczeniem.

PLAY

Wyniki za 3Q26: utrzymane trendy przychodowe z usług mobilnych i stacjonarnych, EBITDAaL wyższa o 5% r/r, cash flow wzrósł o 4% r/r

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Mobile clients active (m)	13.33	13.43	13.50	13.50	13.54	13.64	13.67	1%	0%
Mobile clients ex-M2M (m)	16.66	16.58	16.57	16.52	16.47	16.44	16.45	-1%	0%
Fixed line clients (m)	2.11	2.11	2.12	2.14	2.15	2.14	2.14	1%	0%
Revenues	2,552	2,587	2,661	2,745	2,652	2,682	2,801	5%	4%
mobile services	1,307	1,327	1,377	1,371	1,376	1,397	1,428	4%	2%
mobile serv. y/y	*9%*	*7%*	*6%*	*5%*	*5%*	*5%*	*4%*		
wholesale, interconnect	310	326	343	350	348	360	382	11%	6%
fixed line	495	497	495	501	504	506	507	2%	0%
fixed line y/y	*1%*	*0%*	*-1%*	*0%*	*2%*	*2%*	*2%*		
equipment sales	440	437	446	518	424	419	484	9%	16%
Mobile APRU (PLN)	32.7	33.1	34.1	33.9	33.9	34.3	34.9	2%	2%
EBITDAaL	1,103	1,190	1,029	975	1,211	1,220	1,079	5%	-12%
EBITDAaL y/y	*9%*	*14%*	*1%*	*1%*	*10%*	*3%*	*5%*		
Capex	237	263	275	318	248	258	293	7%	14%
OCF (EBITDAaL - CAPEX)	866	927	754	657	963	961	786	4%	-18%

Source: Trigon, Play

RYNEK TELEKOMUNIKACJI

Iliad nie widzi dla grupy znaczących oszczędności wynikających z umowy Polkomtela z Cellnexem

- Na konferencji po publikacji wyników za 3Q26 zarząd właściciela Play, grupy Iliad, pytany o to czy również skorzysta na racjonalizacji sieci mobilnej w wyniku nowej umowy Polkomtela i Cellnexu wskazał, że oczekuje tylko nieznacznej korzyści;
- „Regarding Polkomtel and the Cellnex resuffle of the network, we do not see massive positive P&L impact. We may have some slight benefit on our side, but it ill be quite minimum. There is no RAN-sharing agreement with Polkomtel"

GAMING

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

Podsumowanie wideokonferencji: Lords of the Fallen 2 wchodzi w końcową fazę produkcji, spółka bardzo optymistyczna przed premierą [neutralne]

#Finansowanie i komercjalizacja

- Spółka sfinalizowała finansowanie konsorcjalne i spłaciła wcześniejsze kredyty. Zarząd deklaruje, że posiadane środki wystarczą do premiery Lords of the Fallen 2, bez potrzeby dodatkowego finansowania;
- Zniesienie wyłączności Epic Games Store powinno według zarządu przynieść ponad 2-krotnie wyższe przychody z PC w pierwszych 1–2 latach względem scenariusza wyłączności;
- Łączny budżet produkcji i marketingu ma wynieść ok. 60 mln USD lub mniej. Marketing będzie istotnie tańszy niż przy poprzedniku (poniżej 10 mln USD), z naciskiem na influencerów i widoczność w cyfrowych sklepach;
- Cena gry zostanie ujawniona w grudniu i nie przekroczy poziomu z 2023. Ponownie planowane są edycje standardowa i deluxe - poprzednio deluxe stanowiła początkowo niemal połowę sprzedaży, zwiększając średnią cenę o ok. 5 USD;

#Lords of the Fallen 2 - produkcja i gameplay

- Produkcja jest na etapie finalnej optymalizacji i usuwania błędów. Zarząd celuje w premierę w 1Q27, dopuszczając ewentualne przesunięcie z marca na kwiecień. Stan techniczny jest znacznie lepszy niż poprzednika, a gra już teraz działa przez większość czasu w 60 FPS;
- Gra zaoferuje kampanię na 35–40 godzin, trzy zakończenia, ponad 80 typów przeciwników (ponad 2x więcej), 28 zestawów ruchów broni (vs 15) oraz blisko 20 głównych bossów. Rozbudowano również questy poboczne, magię i różnorodność rozgrywki;
- Najważniejsze usprawnienia obejmują szybszą walkę, bardziej przystępną narrację oraz system modyfikatorów poziomu trudności. Istotnym wyróżnikiem pozostaje co-op ze wspólną progresją, przy zachowaniu single-player jako podstawowego trybu;
- Planowana jest jednoczesna premiera na PC, PlayStation, Xbox i Switch 2. Wersja na Switch 2 działa już dobrze, choć zarząd dopuszcza jej niewielkie opóźnienie;

#Marketing, wishlisty i potencjał sprzedażowy

- Kampania marketingowa ruszy na początku grudnia podczas The Game Awards wraz z ogłoszeniem daty premiery. Na koniec stycznia planowana jest zamknięta beta dla ok. 1–2 tys. uczestników, w tym influencerów, służąca testom technicznym i promocji;
- Zarząd pozytywnie ocenia dynamikę wishlist na Steam i oczekuje przyspieszenia wraz ze startem kampanii. Szacuje 1.3–1.6m wishlist na moment premiery, nie ujawniając obecnego poziomu;
- Okno premierowe oceniane jest jako korzystne, bez silnej konkurencji w segmencie soulslike. Mediana sprzedaży w pierwszym roku względem pierwszego miesiąca wynosi według analizy spółki ok. 1.85x – przykładowo 2.5m kopii rocznie wymagałoby ok. 1.35m w pierwszym miesiącu (nie jest to guidance);
- Zarząd widzi duży potencjał pozyskania nowych odbiorców, szczególnie w Chinach, gdzie grę wesprze lokalny partner i pełny dubbing. Według danych PlayStation na PS5 aktywnych jest ponad 12 mln zaangażowanych fanów soulslike, co wskazuje na znaczącą przestrzeń do ekspansji.

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Początek 2027 kluczowy dla weryfikacji projektów [neutralne]

#Unsolved – metagra i perspektywy skalowania

- Rollout metagry pozostaje na poziomie 50% globalnej bazy graczy ze względu na trwające testy A/B. Zarząd pozytywnie ocenia dotychczasowe wyniki i podtrzymuje oczekiwania poprawy LTV, choć przychody na gracza rosną wolniej na początku, ale przez dłuższy okres;
- Android nadal wykazuje słabszą monetyzację niż iOS przy podobnej retencji, choć kolejne testy A/B stopniowo ograniczają różnice. Docelowo najlepsze rozwiązania zostaną połączone w jeden build, którego skalowanie UA zaplanowano na 1Q27;
- Ambicją zarządu jest wzrost LTV w 2027 o wysokie kilkadziesiąt procent, w 2–3 etapach, szybciej niż oczekiwany wzrost CPI. Skalowanie UA ma odbywać się przy zachowaniu dotychczasowych wymagań dotyczących ROAS;
- Webshop D2C ma wystartować do końca 2026, oferując korzystniejsze warunki i bonusy. Zarząd wskazuje na ok. 40% udział D2C u konkurentów, a potencjał tego kanału w Unsolved będzie można wstępnie ocenić w 1Q27;
- W dłuższym terminie planowany jest rozwój metagry o LiveOps, nowe mechaniki, elementy social i dodatkowy content. Rozważane jest również przenoszenie postępów starszych graczy, jednak nie w tym roku;

#Void Hunters – pozytywny odbiór testów, harmonogram bez zmian

- Zarząd pozytywnie ocenia testy Hunting Grounds. Po tygodniu uczestniczyło w nich ponad 23 tys. graczy (+64% vs alfa), peak przekroczył 1.3 tys. (+30%), a 94% ankietowanych bardzo dobrze oceniło grę. Jedynie 1.7% uczestników alfy negatywnie oceniło zmiany w Hunting Grounds;
- Testy obejmują tylko jeden tryb i ok. dwa dni contentu, co ogranicza koncentrację aktywności graczy. Retencja D0–D3 pozostaje powyżej benchmarków, a problemy techniczne dotyczą głównie RAM na starszych iPhone'ach i mają zostać rozwiązane przed betą;
- Harmonogram bez zmian – beta w styczniu 2027, Global Launch pod koniec 1Q27. Kilkutygodniowa beta na wszystkich platformach ma zweryfikować przede wszystkim monetyzację, a jej wyniki pozwolą ocenić ewentualne ryzyko opóźnienia premiery;
- Reset postępów po becie może ograniczać skłonność graczy do wydatków, dlatego spółka zaoferuje bonusy na Global Launch. Testy zweryfikują zainteresowanie zakupami, ale nie docelową krzywą monetyzacji. Największej bazy graczy zarząd oczekuje na iOS, następnie PC i Androidzie;

#Pozostałe

- W 4Q26 oczekiwane są dalsze niewielkie spadki przychodów, bez istotnego wpływu metagry. UA pozostanie ograniczone do końca grudnia. Przy realizacji założeń obu projektów zarząd oczekuje istotnego wzrostu przychodów i wyników w 2027+;
- Nakłady na rozwój Unsolved i Void Hunters będą amortyzowane liniowo przez 7 lat, z możliwością wydłużenia okresu. Amortyzacja rozpocznie się odpowiednio od pełnego wdrożenia metagry i Global Launch VH;
- Digital Fairness Act stanowi potencjalne ryzyko dla branży F2P, choć starsza baza graczy Artifex Mundi powinna ograniczać ekspozycję spółki na nowe regulacje.

GAMING MARKET

The Game Awards 2026: GTA VI liderem nominacji, mocna reprezentacja polskich studiów

- Najwięcej nominacji: GTA VI (Take-Two) w 8 kategoriach, Control Resonant (Remedy) i Resident Evil Requiem (Capcom) w 6, Phantom Blade Zero (S-GAME) w 5;
- O Game of the Year powalczą GTA VI, Control Resonant, Resident Evil Requiem, Phantom Blade Zero, 007 First Light (IO Interactive) i The Legend of Zelda: Ocarina of Time (Nintendo);
- Wśród wydawców prowadzą Nintendo (12 nominacji), Capcom (11), Annapurna Interactive i PlayStation (po 9), Rockstar Games i Xbox (po 8) oraz Bandai Namco (7);
- CD Projekt z 4 nominacjami: The Witcher 4 (Most Anticipated), The Witcher 3 (Best Ongoing i Best Community Support) oraz Cyberpunk: Edgerunners 2 (Best Adaptation);
- Inne polskie produkcje: The Blood of Dawnwalker (Rebel Wolves / Bandai Namco) nominowany w Best RPG i Best Narrative oraz MOUSE: P.I. For Hire (Fumi Games / PlaySide) w Best Art Direction;
- Gala z wręczeniem nagród odbędzie się 10 grudnia;
- LINK do nominacji.

INDUSTRIALS

SAAB (SAABB SS; BUY; TP SEK 750)

Szwecja, Wielka Brytania i Ukraina podpisują porozumienie dotyczące uzbrojenia Gripenów

- 17 listopada ministrowie obrony Szwecji, Wielkiej Brytanii i Ukrainy podpisali Letter of Intent dotyczący dostaw uzbrojenia, wyposażenia i części zamiennych dla ukraińskiej floty Gripen;
- Porozumienie obejmuje wspólne zakupy, dostawy, szkolenia oraz integrację uzbrojenia, zarówno w przypadku samolotów przekazywanych Ukrainie, jak i kupowanych przez ten kraj;
- Według szwedzkiego rządu pierwsza faza programu obejmuje zakup 16 Gripen E/F i przekazanie 16 Gripen C/D wraz z pakietem uzbrojenia;
- Ukraina wskazuje na możliwość włączenia do przyszłych pakietów rakiet Meteor, dostawy uzbrojenia mają zostać skoordynowane z harmonogramem dostaw samolotów;
- Nie ujawniono wartości nowych zakupów, liczby pocisków ani wiążących zamówień dla Saab.

CREOTECH INSTRUMENTS (CRI PW; HOLD; TP PLN 940)

Zakończenie dostaw segmentu naziemnego Mikroglob i uruchomienie dwuletniego wsparcia

- 17 listopada spółka przekazała wojsku Segment Użytkownika wraz z pakietem logistycznym, kończąc dostawy obu elementów segmentu naziemnego Mikroglob;
- Wynagrodzenie za tę dostawę wynosi 16,0 mln PLN netto, wraz z przekazanym 13 listopada Centrum Kontroli Misji wartość obu dostaw z pakietami logistycznymi wynosi 32,2 mln PLN netto;
- Zakończenie dostaw umożliwiło uruchomienie przewidzianego umową wsparcia technicznego dla użytkowników segmentu naziemnego na okres 24 miesięcy, za łączne wynagrodzenie 26,0 mln PLN.

CREOTECH INSTRUMENTS (CRI PW; HOLD; TP PLN 940)

Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu - PB

- Creotech otworzył pierwszy zagraniczny oddział w Bremie; docelowo lokalny zespół ma liczyć 100 specjalistów z sektora kosmicznego;
- Priorytetem jest pozyskanie doświadczonych inżynierów systemowych, specjalistów i menedżerów projektów, zwiększających możliwości realizacji dużych misji oraz ograniczających wąskie gardła;
- Oddział początkowo będzie prowadził działalność technologiczną i inżynieryjną, rozwój funkcji biznesowych oraz aktywne pozyskiwanie partnerów i kontraktów zaplanowano po kilku-kilkunastu miesiącach;
- Obecność w Niemczech ma ułatwić współpracę z firmami realizującymi projekty dla niemieckiego rządu, ESA i Komisji Europejskiej;
- Creotech realizuje z OHB pierwszą fazę misji wspierającej Galileo, z niemieckimi partnerami rozważa satelity wykrywające zakłócenia nawigacji i przeciwdziałające im;
- Według prezesa satelity Creotechu są przygotowane do przyszłych startów rakietami Isar Aerospace, spółka prowadzi również rozmowy z kolejnymi niemieckimi firmami;
- Zarząd zakłada pomyślne zakończenie Mikroglobu w 1Q lub 2Q27, deklarując zgodność z pierwotnym harmonogramem.

OHB (OHB GR; No recommendation)

Kontrakt ESA o wartości >102 mln EUR na misję usuwania śmieci kosmicznych ClearSpace-1

- OHB System podpisało 17 listopada kontrakt z ESA o wartości >102 mln EUR jako główny wykonawca misji ClearSpace-1;
- Misja obejmuje budowę statku, który autonomicznie przechwyci nieczynnego satelitę PROBA-1, a następnie sprowadzi oba obiekty do kontrolowanego wejścia w atmosferę;
- Projekt zademonstruje technologie autonomicznej nawigacji, zbliżania i przechwytywania obiektów nieprzystosowanych do takich operacji, rozwijając kompetencje w serwisowaniu satelitów na orbicie;
- Start zaplanowano na 2030, fazę wstępnych prac rozwojowych zakończono w marcu 2025, PROBA-1 zastąpił pierwotny cel misji, uszkodzony adapter VESPA;
- Kluczowi partnerzy konsorcjum to ClearSpace, odpowiedzialne za dotychczasowe prace przygotowawcze, Deimos Engenharia oraz należące do grupy OHB Sweden.

SCANWAY (SCW PW; No recommendation)

Teleskopy Scanway trafią na 10 satelitów Kepler, szczegóły realizacji kontraktu z Vyoma

- Komunikat rozwija informacje o umowie ogłoszonej 1 października: minimum 14 teleskopów za ≥3,7mln EUR, z opcją 10 kolejnych i wartości ~4,9mln EUR;
- Instrumenty rozwijane przez Scanway i Vyoma wejdą w skład sensorów Flamingo Hosted Payload, rozmieszczonych na 10 satelitach Kepler Tranche 2;
- Dostawy teleskopów zaplanowano do końca grudnia 2027, wyniesienie satelitów ma nastąpić nie wcześniej niż w październiku 2028;
- System umożliwi wielokrotne monitorowanie obiektów orbitalnych w ciągu doby oraz dostarczanie informacji o manewrach i nowych obiektach niemal w czasie rzeczywistym;
- Zebrane dane zasilą niezależny katalog obiektów kosmicznych Vyoma, którego komercyjne udostępnienie planowane jest na początek 2029;
- Projekt wspiera rozwój seryjnej produkcji teleskopów Scanway, doświadczenie orbitalne ma stanowić referencję przy pozyskiwaniu kolejnych klientów, również z sektora obronnego.

ICEYE / AVIO / LEONARDO

ICEYE o rozwoju Avio i finansowaniu przejęcia, Leonardo oceni ofertę z włoskim rządem - Reuters / Bloomberg

#Wywiad z CEO ICEYE

- Modrzewski wskazuje integrację produkcji satelitów, usług wynoszenia i operacji orbitalnych jako główne uzasadnienie przejęcia Avio i budowy europejskiej grupy kosmicznej;
- Priorytetem po przejęciu ma być zwiększenie produkcji rakiet, według prezesa infrastruktura startowa w Kourou pozostaje niedostatecznie wykorzystana;
- Oferta ma być finansowana gotówką ICEYE i długiem akwizycyjnym, prezes nie ujawnił proporcji ani poziomu gotówki pozostającej po transakcji;
- Przejęcie Avio nie ma przyspieszyć IPO ICEYE, Modrzewski zakłada docelowe wejście na giełdę, bez wskazania terminu;
- Przed ogłoszeniem oferty prowadzono konsultacje z zainteresowanymi stronami, w tym rządami, prezes wskazuje perspektywę kilku miesięcy do zamknięcia, wymagającego zgód regulacyjnych;
- ICEYE planuje dodatkowy 1mld EUR inwestycji we Włoszech przez pięć lat po przejęciu, wspierających zwiększenie częstotliwości startów Vega;
- Inwestycje mają zwiększyć częstotliwość startów Vega i stworzyć do 400 miejsc pracy;

#Stanowisko Leonardo

- CEO Leonardo Lorenzo Mariani określił ofertę ICEYE jako „dobry sygnał" i zapowiedział jej analizę w koordynacji z włoskim rządem, uwzględniając możliwe warunki wynikające z przepisów golden power, Leonardo posiada 18,04% akcji Avio;
- Mariani wskazał na strategiczne znaczenie dostępu do orbity oraz mniejszą pewność powszechnej dostępności usług SpaceX;
- Według źródeł Reutersa 17 listopada po południu włoski rząd nie otrzymał jeszcze formalnej notyfikacji transakcji, dlatego uznawał ocenę oferty za przedwczesną;
- Fiński minister obrony pozytywnie odniósł się do planowanego połączenia, CEO ICEYE Rafał Modrzewski wskazał, że finalizacja transakcji może potrwać kilka miesięcy.

ICEYE

Prezentacja satelitów radarowych Gen5 - rozdzielczość do 11 cm i pokładowy procesor AI

- Gen5 oferuje rozdzielczość do 11 cm dla klientów rządowych, pod warunkiem zgodności z regulacjami ITU, wszystkim klientom udostępniono rozdzielczość do 16 cm;
- Czas obrazowania podczas jednego okrążenia Ziemi wzrasta dwukrotnie, a minimalna odległość między obrazowanymi obszarami spada o >30%, zwiększając liczbę możliwych zobrazowań;
- Precyzyjniejsze sterowanie orbitą umożliwia codzienne obserwacje tego samego miejsca pod tym samym kątem, ułatwiając wykrywanie zmian;
- Pokładowy procesor AI ma stopniowo umożliwiać wstępną analizę i przetwarzanie danych oraz wskazywanie celów do dalszego rozpoznania bezpośrednio na orbicie;
- Według ICEYE kompletny, suwerenny system bez ograniczeń ITAR, obejmujący segment naziemny, oprogramowanie i szkolenia, może być gotowy w ciągu 12 miesięcy od podpisania umowy;
- Gen5 wykorzystuje dotychczasowe oprogramowanie i segment naziemny, umożliwiając obecnym klientom rozbudowę systemów bez zmiany procedur i ponownego szkolenia operatorów.

EUROPEAN DEFENCE GROUP (EGO PW) / MILITARY GROUP (MIG PW)

Podsumowanie konferencji z 17 listopada - plany giełdowe i komercjalizacja technologii dronowych

#Strategia, finansowanie

- EDG rozwija portfel technologii obronnych i dual-use, którego głównym filarem jest Military Group, z udziałem EDG wynoszącym 77,85%, w strukturze Military Group znajdują się m.in. RSY, BizGate Aviation i Clipeus;
- Strategia zakłada transfer sprawdzonych bojowo technologii z Ukrainy, ich uprzemysłowienie w Polsce oraz finansowanie rozwoju poprzez rynek kapitałowy;
- Grupa chce również przenosić produkcję części kluczowych komponentów do Polski, ograniczając zależność od dostaw z Azji;
- Military Group planuje przeniesienie notowań z NewConnect na główny rynek GPW w 2027. według zarządu prospekt emisyjny został już złożony do KNF;
- BizGate Aviation i Clipeus przygotowują debiuty na NewConnect w 2027, poprzedzone rundami pre-IPO, pozyskany kapitał ma finansować rozwój zdolności produkcyjnych i R&D;

#Technologie dronowe i współpraca z Ukrainą

- BizGate Aviation oczekuje na koncesje na wytwarzanie i obrót, według spółki ich uzyskanie umożliwi rozpoczęcie sprzedaży trzech modeli dronów FPV, równolegle rozwijany jest czwarty wariant;
- Spółka koncentruje się na dronach uderzeniowych i przechwytujących oraz własnych systemach lotu i komunikacji, podpisano jedną umowę o współpracy z podmiotem ukraińskim, a kolejna jest negocjowana;
- Trwa proces włączenia Air Robotics Projekt do BizGate Aviation, zgodnie z zawartą umową inwestycyjną przejęcie 100% udziałów ma zostać rozliczone emisją akcji BizGate na rzecz dotychczasowych właścicieli;
- Clipeus zamierza w najbliższych tygodniach sfinalizować umowę inwestycyjną z nieujawnionym ukraińskim podmiotem posiadającym skomercjalizowane rozwiązania UAV, systemy morskie i bezzałogowe pojazdy lądowe, w obszarze UAV strony planują uruchomienie wspólnej produkcji w Polsce;
- Grupa wskazuje również na rozwój systemów C-UAS, w tym rozwiązań wykorzystujących oddziaływanie elektromagnetyczne, selekcja technologii ma uwzględniać możliwość produkcji seryjnej, kontrolę jakości i ochronę własności intelektualnej;

#RSY

- RSY zatrudnia ~60 osób w Iławie i według zarządu jest jednym z dwóch krajowych podmiotów, w tym jedynym prywatnym, naprawiających silniki dla wojska, posiada m.in. koncesję wojskową, certyfikat AQAP 2110 i autoryzację MTU;
- Kompetencje obejmują naprawy napędów m.in. T-72, PT-91, BWP-1, Rosomaków oraz zestawów OSA i KUB, spółka deklaruje również gotowość do obsługi czołgów wyposażonych w silniki MTU;
- RSY dostarczyła Ukrainie 40 zregenerowanych silników do bojowych wozów piechoty i przygotowuje kolejną partię 30 jednostek;
- Spółka wskazuje także na historyczną realizację zleceń naprawczych o wartości 40mln PLN w ramach współpracy z sektorem wojskowym;

#Nowe obszary rozwoju

- Grupa prowadzi zaawansowane negocjacje dotyczące akwizycji i rozwoju projektów z obszaru medycyny pola walki, ochrony ludności oraz infrastruktury krytycznej, rozważane kierunki obejmują również schrony i infrastrukturę ochronną;
- Zastosowania dual-use mają obejmować m.in. monitoring infrastruktury, rolnictwo, zarządzanie kryzysowe i ochronę przeciwpożarową;
- W ramach dula-use wskazano projekt dronów Orion do działań przeciwpożarowych, wymagający jeszcze odpowiedniej certyfikacji.

INTROL

Zamówienia IB Systems od Orlen Termika osiągnęły 20.2 mln PLN netto

- Łączna wartość zamówień wraz z wcześniejszą umową ramową dotyczy serwisu, napraw, modernizacji i rozbudowy elektronicznych systemów zabezpieczeń technicznych;
- Zakończenie realizacji umowy przewidziano na 31 lipca 2028 r.; Introl posiada 50.49% udziałów w IB Systems.

RYNEK DEFENCE / UKRAINA

Wielka Brytania, Niemcy i Szwecja zwiększają wsparcie militarne Ukrainy, priorytetem obrona powietrzna

- Wielka Brytania ogłosiła 17 listopada pakiet o wartości 240mln GBP, obejmujący ponad 1 tys. pocisków przeciwlotniczych krótkiego zasięgu wraz z wyrzutniami oraz ponad 12 radarów do wykrywania zagrożeń powietrznych;
- Pierwsze dostawy mają rozpocząć się w połowie grudnia 2026, pakiet stanowi część wcześniej ogłoszonego finansowania obrony powietrznej o wartości 500mln GBP, a nie dodatkowe środki;
- Niemcy przeznaczą kolejne 300mln USD na zakup amerykańskiego uzbrojenia dla Ukrainy w ramach PURL, przede wszystkim pocisków przechwytujących Patriot;
- Niemcy podtrzymały również plany dostaw systemów IRIS-T, radarów, uzbrojenia dla F-16 i dronów, trwają prace nad możliwością integracji pocisków IRIS-T z systemami NASAMS;
- Szwecja ogłosiła dodatkowy pakiet wsparcia o wartości 720mln SEK, obejmujący głównie obronę powietrzną i zdolności uderzeniowe dalekiego zasięgu, z czego 200mln SEK trafi do PURL, a 180mln SEK do czeskiej inicjatywy zakupów amunicji;
- Nowe deklaracje przedstawiono podczas posiedzenia Ukraine Defence Contact Group 17 listopada, którego priorytetem było zwiększenie dostaw obrony przeciwlotniczej przed zimą.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900)

Podpisanie umowy o wartości 157 mln PLN netto na budowę II etapu Muzeum Westerplatte i Wojny 1939

- Drugą najniższą ofertę o wartości 161 mln PLN netto złożyło Doraco co daje odchylenie o ok. 2%.
- Budżet zamawiającego wyniósł 173 mln PLN netto.
- Termin realizacji zadania to 35 msc od zawarcia umowy.

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 13.5)

Podpisanie umowy o wartości 71.7 mln PLN netto na budowę Komendy Miejskiej Policji w Elblągu

- Drugą najniższą ofertę o wartości 72.2 mln PLN netto złożył Fine Tech Construction co daje odchylenie o ok. 1%.
- Budżet zamawiającego wyniósł 111 mln PLN netto.
- Termin realizacji zadania to 40 msc od zawarcia umowy.

ERBUD (ERB PW; BUY; TP PLN 30)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26

#Portfel zamówień

- Od początku roku Grupa pozyskała zamówienia o wartości 2.8mld PLN (+40% r./r.).
- Portfel zamówień Grupy wynosi obecnie 3.8mld PLN.
- Portfel kubaturowy na 3Q26 wynosił 1.6 mld PLN.
- Portfel kubaturowy wzrósł z 1.3mld PLN na koniec 2Q26. W 3Q26 Grupa podpisała m.in. kontrakt na budowę 516 mieszkań dla poznańskich TBS, który jest największym projektem mieszkaniowym w Poznaniu i jednym z największych w historii Spółki.
- Ok. 1mld PLN portfela stanowią zamówienia od klientów zewnętrznych przewidziane do realizacji w FY26.
- Spółka nadal selektywnie podchodzi do kontraktacji i nie zamierza pozyskiwać przychodów kosztem niskich cen. Grupa koncentruje się na kontraktach specjalistycznych, w których może konkurować kompetencjami i jakością.
- Na rynku utrzymuje się silna konkurencja cenowa w przetargach. Ze względu na niewielką liczbę przetargów o kontrakty kubaturowe walczą również wyspecjalizowani konkurenci Grupy.
- Zdaniem Zarządu część kontraktów na rynku podpisywana jest poniżej progu rentowności, dlatego Spółka nie zamierza budować portfela bez marż.

#Outlook

- Otoczenie rynkowe pozostaje wymagające. Koniunktura w budownictwie kubaturowym jest słaba, a procedury przetargowe w zamówieniach publicznych wydłużają się, ponieważ praktycznie każdy przetarg trafia do KIO.
- Grupa upatruje szans w inwestycjach infrastrukturalnych i transformacji energetycznej, w tym w modernizacji źródeł ciepła. Grupa aktywnie ofertuje w tym obszarze i wykorzystuje doświadczenie z projektów offshore.
- Dzięki wysokiemu portfelowi zamówień Zarząd oczekuje wzrostu EBIT w kolejnych kwartałach. Działalność MOD21 nie obciąża już wyników Grupy.

#Pozostałe

- Grupa uzgodniła z bankami i obligatariuszami, że kowenanty na koniec 2Q26 oraz w kolejnych czterech kwartałach będą liczone bez uwzględnienia segmentu modułowego.

SKANSKA

Podpisanie dodatkowego kontraktu na budowę obiektu technologicznego w USA o wartości 80 mln USD

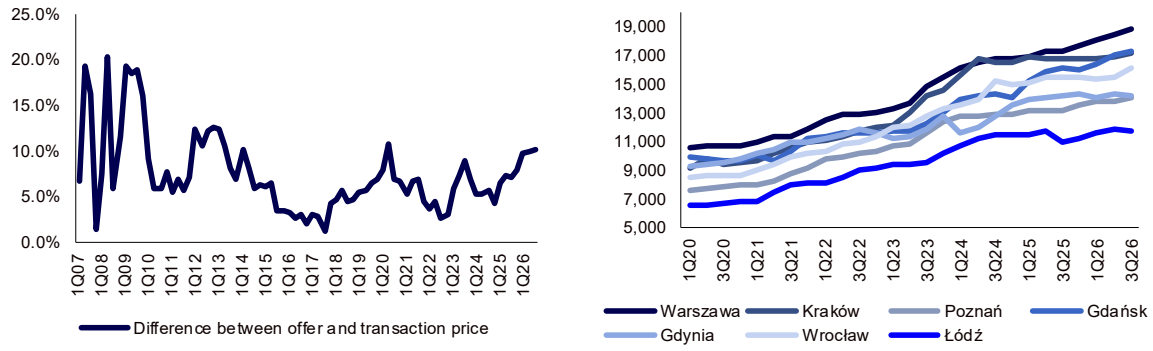
- Skanska podpisała z dotychczasowym klientem dodatkowy kontrakt na budowę obiektu technologicznego w USA.
- Wartość kontraktu wynosi 80 mln USD (ok. 760 mln SEK) i zostanie ujęta w portfelu zamówień Grupy w USA w 4Q26.
- Prace rozpoczęły się w kwietniu 2026 r., a ich zakończenie planowane jest na 1Q28.

RYNEK MIESZKANIOWY

Ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym na rynkach TOP7 wzrosły w 3Q26 o 1.6% r./r. i o 0.5% kw./kw. – NBP

- Ceny ofertowe na ww. rynkach wzrosły w analogicznym okresie o 4.5% r./r. i o 0.5% kw./kw.
- Na rynkach analizowanych przez NBP **najwyższą** dynamikę cen transakcyjnych kw./kw. w 3Q26 pokazały Białystok (+9.2%), Gdańsk (8.7%) oraz Bydgoszcz (6.4%), natomiast **najniższą** Wrocław (-3.3%), Katowice (-3.2%) oraz Kraków (-2.4%).
- Różnica pomiędzy ceną ofertową, a transakcyjną w 3Q26 wyniosła 12.4% (2.2p.p. kw./kw.) w Warszawie i 10.1% (płasko. kw./kw.) na rynkach TOP7.

Różnica pomiędzy cenami ofertowymi i transakcyjnymi (l.w.) oraz średnia cena (PLN/m2) na rynku pierwotnym (p.w.)



Source: NBP, Trigon

BIOTECH

SCOPE FLUIDICS (SCP PW; BUY; TP HUF 205.7)

Zmiana modelu finansowania nowych spółek Scope Discovery – planowana jest szybsza walidacja rynkowa na drodze komercjalizacji [lekko pozytywne]

- Spółka zmieniła zasady kwalifikowania projektów Scope Discovery do rozwoju w nowych spółkach celowych.
- Przed utworzeniem SPV projekt ma przejść zewnętrzną walidację rynkową poprzez pozyskanie partnera finansowego lub strategicznego. W wyjątkowych przypadkach Scope nadal będzie mógł rozwijać projekt samodzielnie.

CELON PHARMA (CLN PW; BUY; TP PLN 38.8)

Podpisanie umowy o PLN 33.9m dofinansowania projektu JARVIS [neutralne]

- Celon Pharma podpisał umowę o PLN 33.9m dofinansowania projektu JARVIS, rozwijającego dualny inhibitor JAK/ROCK w terapii miastenii.
- O zakwalifikowaniu projektu do wsparcia i rekomendowanej kwocie spółka informowała już 26 października 2026 r.

EUROPEAN COMPANIES

ALSTOM / ROLLING STOCK

Wyniki 1H26/27: problemy z realizacją kontraktów obciążają marże i FCF [negatywne]

#Sytuacja rynkowa

- Order intake w 1H26/27 wyniósł 11mld EUR (+5% r/r), przy book-to-bill 1,2x, a w samym 2Q przyspieszył do 8,4mld EUR z book-to-bill 1,8x
- Największe kontrakty obejmowały 3mld EUR od VIA Rail w Kanadzie oraz 1,2mld EUR od TransPennine Express w Wlk. Brytanii
- Backlog na koniec września wyniósł 111mld EUR, z czego 47mld EUR przypadało na Rolling Stock, a 39% portfela grupy na Services
- Około 40% backlogu Rolling Stock pozostaje na etapie projektowania i rozwoju, 35% w końcowej fazie rozwoju i początkowym ramp-up, a 25% w produkcji seryjnej, przy czym największe problemy dotyczą przejścia do homologacji i stabilnej produkcji
- Coradia Max w Niemczech obejmuje sześć projektów o pozostałej wartości 3-4mld EUR, a zmieniony harmonogram zakłada homologację pierwszego projektu najpóźniej w marcu 2028 i rozpoczęcie eksploatacji niedługo później
- Avelia Horizon rozpoczęła eksploatację komercyjną we Francji na początku listopada, co ogranicza część ryzyk rozwojowych platformy z backlogiem przekraczającym 6mld EUR, priorytetem pozostaje zwiększenie tempa i stabilizacja produkcji seryjnej
- Zarząd utrzymuje selektywność przy nowych kontraktach i rezygnuje z przetargów ze zbyt krótkim harmonogramem rozwoju lub nadmiernym ryzykiem

#Koszty i marże

- Rewizje marż kontraktowych obniżyły marżę skorygowanego EBIT o 10pp, z czego ok. dwie trzecie wpływu przypadało na Coradia Max, a pozostała część na inne kontrakty rozwijane w Niemczech
- Problemy Coradia Max wynikały z niewystarczającego zarządzania projektem rozproszonym między Francję, Niemcy i Polskę, zbyt późnego wykrycia błędów konstrukcyjnych oraz niepełnego programu testów i walidacji, co wymusiło wstrzymanie produkcji i zmianę harmonogramu
- Wydłużenie realizacji zwiększa koszty dokończenia projektów i zakładane rekompensaty dla klientów, obniżając oczekiwaną marżę na kontraktach o 1-1,5mld EUR, z podobnym negatywnym wpływem na gotówkę w całym okresie ich realizacji
- Marża brutto w backlogu wyniosła 18,1% wobec 18% na koniec marca, jednak CFO wyjaśnił, że wskaźnik uwzględnia dla stratnych kontraktów minimalną marżę 0%, a dalsze straty ujmowane są jako rezerwy, przez co parametr ten nie pokazuje pełnej skali pogorszenia rentowności
- Koszty R&D netto wzrosły o 25% r/r do 302mln EUR, obejmując większe nakłady przed rozpoczęciem realizacji kontraktów oraz 22mln EUR obciążenia dotyczącego kapitalizowanych prac rozwojowych platformy regionalnej
- Przegląd pozostałych projektów nadal trwa, a zarząd przyznał w Q&A, że wsparcie zespołów eksperckich może ujawnić wcześniej nierozpoznane problemy, szczególnie na przejściu od rozwoju do produkcji, co pozostawia ryzyko kolejnych korekt marż

#Outlook/guidance

- Alstom potwierdził guidance obniżony 2 listopada: book-to-bill >1x, niski do średniego jednocyfrowy wzrost organiczny sprzedaży, produkcję ok. 4000 członów, skorygowaną marżę EBIT ok. 1% oraz FCF -1,5mld EUR
- Względem założeń komunikowanych przy poprzednich wynikach oznacza to spadek celu produkcji z 4400-4500 członów, marży EBIT z ok. 6,5% i FCF z wartości dodatniej, przy czym Coradia Max odpowiada za większość obniżenia planu produkcyjnego
- Całoroczny guidance implikuje odbudowę skorygowanej marży EBIT do ok. 6,5% w 2H26/27, a zarząd oczekuje normalizacji wyników od FY27/28 i stopniowego dojścia do 8-10% marży w średnim terminie
- Z tegorocznego niedoboru gotówki na poziomie 1,5mld EUR co najmniej 1mld EUR ma zostać odzyskany w kolejnych latach wraz z homologacją, dostawami i otrzymaniem płatności za kamienie milowe
- Zarząd rozdziela przesunięcie tegorocznych wpływów od trwałego pogorszenia ekonomiki projektów, ponieważ późniejszy odbiór płatności nie usuwa dodatkowych kosztów dokończenia kontraktów i rekompensat dla klientów
- Celem jest oddłużenie o ok. 2mld EUR do września 2027 poprzez negocjacje z klientami, sprzedaż aktywów oraz potencjalne finansowanie kapitałowe lub instrumentami o charakterze kapitałowym
- Zarząd wykluczył sprzedaż głównego biznesu Signalling i wskazał na silne powiązanie Services z Rolling Stock, koncentrując przegląd dezinwestycji na rentownych, możliwych do wydzielenia aktywach poza podstawową działalnością
- Dług netto na koniec września wyniósł 1,104mld EUR wobec 404mln EUR na koniec marca, mimo ok. 694mln EUR wpływów z emisji obligacji hybrydowych, a w listopadzie spółka podpisała dodatkowy RCF o wartości 2mld EUR
- Przegląd ryzyk i szans w całym portfelu ma zakończyć się do końca FY26/27, nowy model organizacyjny ma zostać przedstawiony pracownikom do końca 2026
- CMD w 2Q27 ma przynieść szczegółowy plan operacyjny i nową średnioterminową ścieżkę finansową, jednak zarząd nie potwierdził, że do tego czasu będzie już znana pełna struktura programu oddłużenia

EURm	2Q25/26	3Q25/26	4Q25/26	1Q26/27	2Q26/27	Y/Y	Q/Q	FY25/26	LTM
Book-to-bill	**1.41x**	**2.00x**	**1.42x**	**0.54x**	**1.85x**	**31%**	**242%**	**1.44x**	**1.45x**
Orders received	**6,395**	**9,580**	**7,578**	**2,560**	**8,440**	**32%**	**230%**	**27,628**	**28,158**
Rolling stock	4,284	6,017	1,626	1,159	4,511	5%	289%	14,292	-
Services	899	2,275	2,554	782	2,109	135%	170%	6,479	-
Systems	86	928	2,270	68	1,212	1309%	1682%	3,412	-
Signalling	1,126	361	1,127	551	579	-49%	5%	3,445	-
Car production	1,056	1,061	1,206	940	1,000	-5%	6%	4,284	4,207
Sales	**4,545**	**4,792**	**5,320**	**4,734**	**4,566**	**0%**	**-4%**	**19,171**	**19,412**
Rolling stock	2,249	2,539	2,841	2,538	2,272	1%	-10%	10,045	-
Services	1,196	1,148	1,257	1,178	1,242	4%	5%	4,671	-
Systems	398	459	471	393	439	10%	12%	1,753	-
Signalling	702	646	751	625	643	-8%	3%	2,702	-
EBIT	580	-	588	-	-396	-168%	-	1,168	192
FCF	-740	-	336	-	-1,248			-404	-912
Net debt	400	-	434	-	1,100			400	1,100
EBIT margin	6.4%		5.8%		-4.3%			6.1%	1.0%

Source: Company, Trigon

NIBE / HVAC

Wyniki 3Q26: tempo wzrostu przyśpiesza, a produktywność wspiera odbudowę marż [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Climate Solutions: europejski popyt na pompy ciepła dla domów jednorodzinnych nadal rośnie na większości rynków, przy słabszej Austrii, a zarząd ocenia, że NIBE utrzymuje udziały w obsługiwanych kategoriach produktowych
- W USA spadek popytu na residential po wycofaniu ulg podatkowych pozostaje mniejszy od wcześniejszych obaw, natomiast wzrost commercial HVAC z nadwyżką kompensuje osłabienie tego segmentu
- Commercial HVAC zwiększa udział również w europejskim biznesie Climate Solutions
- Element: mocny popyt w semiconductor i HVAC wspiera wzrost w zbliżonym stopniu, a dodatkowym motorem jest elektryfikacja przemysłu, przy nadal słabym rynku AGD
- Stoves: rynek nordycki stopniowo wychodzi z dołka, Niemcy i Francja pozostają słabe, natomiast w Ameryce Północnej popyt rośnie r/r mimo obciążeń celnych
- Zakupy starszych modeli pomp ciepła przez dystrybutorów przed zmianą regulacji dotyczących czynników chłodniczych mają zdaniem zarządu niewielką skalę i nie tłumaczą istotnej części wzrostu sprzedaży

#Koszty i marże

- Poprawę rentowności napędzają większe wolumeny, wzrost wykorzystania zmodernizowanych fabryk, produktywność i kontrola kosztów, a zarząd podkreśla, że wyniki nie były istotnie wspierane przez FX ani zdarzenia jednorazowe
- W Climate Solutions wzrost cen komponentów był dotychczas kompensowany własnym pricingiem, wspólnymi zakupami, zmianami konstrukcji produktów i większym sourcingiem z Element, jednak zarząd monitoruje wydłużające się terminy dostaw części produktów
- Dostawy Element do Climate Solutions odpowiadają orientacyjnie za 10-15% sprzedaży Element, a ich udział może rosnąć wraz z większym wykorzystaniem wewnętrznej bazy komponentowej
- Presja konkurencyjna koncentruje się na tańszych pompach powietrze-woda, gdzie konkurują producenci europejscy i azjatyccy, podczas gdy w droższych modelach oraz pompach gruntowych i wykorzystujących powietrze wywiewane presja cenowa jest mniejsza
- Podwyżki cen wróciły do bardziej standardowego rytmu jednego lub dwóch ruchów rocznie, zazwyczaj o kilka procent, z niższym efektem netto po rabatach
- Nowe, tańsze serie powietrze-woda mają rozszerzyć dostępny rynek bez istotnego rozwodnienia marży dzięki prostszej specyfikacji i niższym kosztom produkcji, a przejście na propan nie powinno zasadniczo zmieniać rentowności poszczególnych kategorii

#Outlook/guidance

- Climate Solutions podtrzymuje oczekiwanie całorocznej marży EBIT wewnątrz przedziału 13-15% mimo wyższej amortyzacji, a zarząd nadal traktuje ten zakres jako właściwy poziom rentowności w cyklu, bez podnoszenia celu po mocnym 3Q
- Element podtrzymuje oczekiwanie całorocznej marży EBIT wewnątrz historycznego przedziału 8-11%, przy dalszym wsparciu ze strony semiconductor, HVAC i elektryfikacji przemysłu
- Stoves nadal zakłada krótkoterminowo marżę 6-8%, powrót do historycznych 10-13% pozostaje ambicją na dalszy okres
- Zarząd potwierdza powrót tradycyjnej sezonowości z mocniejszym 2H
- Nowe serie powietrze-woda mają zwiększyć udział NIBE w szerszym segmencie rynku, natomiast oferta powietrze-powietrze uzupełnia portfolio i początkowo nie powinna generować dużych wolumenów

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue	10,086	11,000	9,650	10,849	11,232	11%	4%	40,841	42,731
NIBE Climate Solutions	6,722	7,350	6,228	7,326	7,356	9%	0%	26,918	28,260
NIBE Element	2,800	2,804	2,845	3,121	3,357	20%	8%	11,284	12,127
NIBE Stoves	788	1,083	833	686	822	4%	20%	3,475	3,424
Gross profit	3,254	3,693	2,978	3,478	3,713	14%	7%	12,865	13,862
Adj. EBIT	1,139	1,438	868	1,232	1,524	34%	24%	4,303	5,062
NIBE Climate Solutions	940	1,156	643	1,010	1,155	23%	14%	3,493	3,964
NIBE Element	210	222	187	277	341	62%	23%	795	1,027
NIBE Stoves	24	110	37	-24	50	108%	-308%	144	173
Net profit	609	784	505	751	881	45%	17%	2,277	2,921
Operating cash flow	1,241	3,038	539	1,126	1,723	39%	53%	4,888	6,426
Capex	-326	-573	-216	-329	-399	22%	21%	-2,000	-1,517
Net debt	19,207	17,099	17,251	17,978	16,922	-12%	-6%	17,099	16,922
Gross margin	32.3%	33.6%	30.9%	32.1%	33.1%	0.8%	1.0%	31.5%	32.4%
Adj. EBIT margin	11.3%	13.1%	9.0%	11.4%	13.6%	2.3%	2.2%	10.5%	11.8%
NIBE Climate Solutions	14.0%	15.7%	10.3%	13.8%	15.7%	1.7%	1.9%	13.0%	14.0%
NIBE Element	7.5%	7.9%	6.6%	8.9%	10.2%	2.7%	1.3%	7.0%	8.5%
NIBE Stoves	3.0%	10.2%	4.4%	-3.5%	6.1%	3.0%	9.6%	4.1%	5.1%
Net profit margin	6.0%	7.1%	5.2%	6.9%	7.8%	1.8%	0.9%	5.6%	6.8%

Source: Company, Trigon

ASTA ENERGY / ELECTRICAL COMPONENTS

Wyniki 3Q26: Pełne obłożenie mocy i nowe kontrakty wspierają marże [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Popyt nadal przewyższa dostępne capacity we wszystkich regionach, a około 95% sprzedaży stanowią przewodniki do transformatorów, dzięki czemu podstawą wzrostu pozostają rozbudowa i wymiana sieci energetycznych
- Zarząd podkreśla, że data centers są dodatkowym źródłem popytu, podczas gdy zasadnicza część inwestycji klientów wynika z elektryfikacji gospodarki i modernizacji infrastruktury
- Rozbudowa w Chinach zwiększyła lokalne moce o około 40%, a pierwsza faza inwestycji w Bośni podniosła capacity w Europie o 15-20%, przy czym obie inwestycje pracują już przy pełnym wykorzystaniu
- Około 55% wolumenów obejmują LTAs sięgające 2032, natomiast europejski backlog bez LTAs zapewnia blisko rok obłożenia
- USA odpowiadają obecnie za niski jednocyfrowy procent sprzedaży, jednak rosnący popyt doprowadził do podpisania pierwszej amerykańskiej LTA z Virginia Transformer, zabezpieczającej wolumeny do 2029
- W 3Q26 przychody wzrosły o 25,6% r/r do 213,1mln EUR, EBITDA o 11,6% do 14mln EUR, EBIT o 9,4% do 11mln EUR, a zysk netto o 63,7% do 10,4mln EUR

#Koszty i marże

- Marża EBITDA w 3Q26 spadła z 7,4% do 6,6%, a na net-value sales ze zmianą zapasów z 34,2% do 30,3%, przy czym zarząd przypisuje pogorszenie planowym remontom w lipcu-sierpniu i około 2mln EUR kosztów ESOP
- Koszty ESOP pozostają w adjusted EBITDA, a po ich wyłączeniu kwartalny wynik wyniósłby około 16mln EUR, czyli około 27% więcej r/r, przy marży na net-value sales około 34,6%.
- Zarząd oczekuje dalszej poprawy marż w kolejnych 1-2 latach dzięki już uzgodnionym i negocjowanym warunkom LTAs, obejmującym indeksację, podwyżki cen oraz wynagrodzenie za rezerwację i rozbudowę capacity
- LTAs zawierają klauzule take-or-pay, a dla mniejszych klientów przygotowywane są dodatkowe framework agreements umożliwiające rezerwację mocy
- Zarząd nie zamierza zwiększać udziału LTAs powyżej docelowych 50-60%, ponieważ elastyczność wolumenowa poszczególnych kontraktów wymaga pozostawienia części capacity do bilansowania zamówieniami ramowymi
- Koszt miedzi jest przenoszony na klientów, dlatego bardziej miarodajna dla rentowności pozostaje marża na net-value sales, a strategia zakłada poprawę miksu i cen zamiast zdobywania udziałów poprzez konkurencję cenową

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 pozostaje bez zmian: przychody >790mln EUR przy założeniu ceny miedzi 11 500 USD/t, net-value sales >170mln EUR i adjusted EBITDA 60-64mln EUR, co implikuje 9-13mln EUR EBITDA w 4Q26.
- W 4Q26 wynik obciąży kolejne około 2mln EUR kosztów ESOP i grudniowy maintenance shutdown, przy czym spółka próbuje ograniczyć przestoje w Europie i Brazylii do jednego tygodnia wobec dwóch tygodni latem
- Zarząd podtrzymuje plan wzrostu zbliżonego do około 9% CAGR rynku oraz dojścia do około 90tys. ton mocy pod koniec 2029, z pełnym rocznym efektem w 2030
- Łączny expansion capex ma znaleźć się przy górnej granicy wcześniej komunikowanego przedziału 90-120mln EUR, a Europa pozostaje największym obszarem planowanych inwestycji w kolejnych latach
- Greenfield w USA pozostaje opcją do ponownej oceny, jednak obecnie ograniczają go koszty, dostępność pracowników, infrastruktura energetyczna i niepewność polityczna, natomiast potencjalny brownfield mógłby wymagać 30-50mln EUR, choć spółka nie zidentyfikowała odpowiedniego celu

ELTEL / GRID INFRASTRUCTURE

Capital Market Day: data centers i energetyka otwierają drogę do wzrostu [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Głównym motorem wzrostu mają być data centers, sieci elektroenergetyczne i infrastruktura publiczna, podczas gdy tradycyjny rynek telekomunikacyjny przechodzi od budowy zasięgu do modernizacji, utrzymania i zwiększania odporności istniejących sieci
- Power odpowiada już za 56% przychodów grupy, a Communication za 44%, co pokazuje postępującą zmianę miksu
- W Finlandii przychody z przesyłu energii podwoiły się w ciągu dwóch lat, kompensując spadek aktywności telekomunikacyjnej, a sprzedaż do klientów data center wzrosła w bieżącym roku czterokrotnie
- Pipeline projektów analizowanych w Finlandii wynosi ok. 2mld EUR, z czego 30% przypada na data centers i 45% na OZE,
- Według przedstawionych przez zarząd szacunków inwestycje czterech nordyckich operatorów sieci przesyłowych wyniosą ok. 20mld EUR w kolejnych pięciu latach, obejmując ok. 3000 km linii i 60 nowych stacji 400 kV
- Rynek OZE pozostaje poniżej bardzo wysokiej aktywności z przełomu 2024/25, natomiast spółka rozwija ofertę parków hybrydowych łączących PV, wiatr i BESS, które mogą dostarczać energię dla data centers
- Dania pozostaje trudnym rynkiem ze względu na zakończenie dużych kontraktów, spadek inwestycji po rolloutach 5G oraz ograniczenia sieciowe opóźniające projekty OZE i inwestycje operatorów dystrybucyjnych
- Klienci coraz częściej wybierają mniejszą liczbę dostawców i dłuższe umowy partnerskie, premiując ogólnokrajowy zasięg, cyfryzację procesów, bezpieczeństwo i zdolność świadczenia usług całodobowych
- Przychody z data centers wyniosły ok. 50mln EUR w 9M26 wobec ok. 20mln EUR w całym 2025, przy ok. dziesięciu projektach zakończonych w latach 2025-26 i kolejnych dziesięciu przygotowywanych do realizacji.

#Koszty i marże

- Poprawa marż pozostaje nadrzędnym priorytetem, a zarząd potwierdził, że w procesie restrukturyzacji podnosił ceny również kosztem ryzyka utraty kontraktów i przejściowego spadku wykorzystania pracowników
- Kolejna fala poprawy produktywności ma wynikać ze standaryzacji procesów, wspólnego modelu danych i platformy cyfrowej, usprawnienia planowania oraz szybszego rozliczania wykonanych prac
- W Szwecji główne działania obejmują pricing, ograniczenie niezafakturowanych prac należnych zgodnie z kontraktami, wcześniejsze angażowanie zakupów w przetargi i poprawę wyników poszczególnych oddziałów
- Zarząd wskazuje, że przechodzenie do projektów na wyższych poziomach napięcia ogranicza liczbę konkurentów i sprzyja wyższym marżom, natomiast duże projekty data center przyciągają również wykonawców międzynarodowych
- Utrzymanie wysokiego wykorzystania zasobów jest kluczowe dla rentowności, w Finlandii wskazano wymagany poziom co najmniej 92%, a przesuwanie techników pomiędzy Communication i Power ograniczają wymagane uprawnienia
- Większym wyzwaniem przy skalowaniu data centers mogą być kierownicy projektów, kierownicy budów i projektanci niż sami technicy, dlatego spółka przenosi część kadry z osłabionej telekomunikacji i wykorzystuje podwykonawców do obsługi zmiennych wolumenów instalacyjnych

#Outlook/guidance

- Zarząd podtrzymał cel marży adj. EBITA 5% w ciągu 12-18 miesięcy od lutego 2026, czyli orientacyjnie w okresie luty-sierpień 2027, i nie przedstawił wyższego celu na okres po jego osiągnięciu
- Emerging Services, obejmujące m.in. data centers, OZE, BESS, prywatne sieci i infrastrukturę ładowania, mają osiągnąć 25% sprzedaży na koniec 2027
- Wartość portfela zamówień wskazana podczas CMD wynosiła ok. 1,7mld EUR, przy 680mln EUR kontraktów pozyskanych w 3Q i dodatkowym podpisaniu umowy z Vattenfallem po zakończeniu kwartału
- Kontrakt z Vattenfallem ruszy w czerwcu 2027 i ma przynosić ok. 35mln EUR przychodów rocznie przy pełnej realizacji, obejmując cztery lata podstawowe i możliwość przedłużenia o kolejne cztery
- Umowa z Telenorem obejmuje pięć lat z dwiema opcjami przedłużenia po trzy lata i wymaga zatrudnienia ok. 150 osób wobec obecnych ok. 500 pracowników w Norwegii
- Potencjalny zakres prac Eltel przy budowie data center oszacowano na ok. 2mln EUR/MW, modernizacje technologiczne na ok. 0,4mln EUR/MW w cyklu około trzech lat, a maintenance na ok. 0,2mln EUR/MW rocznie

FLSMIDTH / MINING EQUIPMENT

Capital Market Day: aftermarket i poprawa rentowności sprzętu wspierają przyspieszenie wzrostu [neutralne]

#Sytuacja rynkowa

- Zarząd widzi mocny pipeline inwestycji górniczych, przede wszystkim w miedzi i złocie, a kolejne duże zamówienia powinny napływać w 2027-2028, wspierane wysokimi cenami metali, spadkiem zawartości surowca w rudzie i potrzebą zwiększania przepustowości zakładów
- Zarząd zakłada ok. 5% średniorocznego wzrostu globalnego capexu górniczego do 2035
- Miedź ma odpowiadać za 41% zamówień FLSmidth złoto za 20%, a ruda żelaza za 12%
- Aftermarket stanowi ok. 75% przychodów grupy, ale duża część sprzedaży nadal ma charakter transakcyjny, dlatego główną zmianą strategii jest łączenie dostaw urządzeń z wieloletnimi umowami obejmującymi części i serwis
- Capital Products chce zwiększyć udział powtarzalnych zamówień poprzez modernizacje ponad 2000 zainstalowanych zagęszczaczy, mniejsze rozbudowy brownfield i sprzedaż pojedynczych urządzeń, ograniczając zależność od dużych projektów
- W Crushing, Sizing & Screening (CSS) spółka szacuje rynek na 32mld DKK i własny udział na ok. 8%, przy czym ok. 80% rynku przypada na działające kopalnie, a sprzęt instalowany podczas poprzedniego cyklu inwestycyjnego w latach 2010-2014 stopniowo wchodzi w okres wymiany
- W Pumps, Cyclones & Valves (PC&V) udział w rynku pomp wzrósł według zarządu o ponad 2pp od 2023, liczba sprzedawanych pomp zwiększyła się o ok. 80%, a głównym kanałem wzrostu pozostaje zastępowanie urządzeń konkurencji i późniejsza sprzedaż części
- Zapowiedziane przejęcie CE Africa obejmuje biznes o przychodach ok. 160mln DKK, marży EBITA 17,5% i ok. 70% udziale aftermarketu oraz modernizacji w ostatnim roku finansowym zakończonym w lutym 2026

#Koszty i marże

- W Service spółka ogranicza wzrost niskomarżowych usług opartych głównie na pracy personelu, koncentrując ekspansję na częściach, rozwiązaniach cyfrowych, co tłumaczy niższy docelowy wzrost całego segmentu mimo dużego potencjału rynku
- Standaryzacja i modułowa konstrukcja urządzeń mają obniżać koszty oraz skracać dostawy
- Dalsze oszczędności mają przynieść redukcja liczby spółek prawnych, biur i systemów ERP, których grupa nadal posiada dziewięć, a część oszczędności zostanie przeznaczona na rozbudowę sprzedaży i serwisu

#Outlook/guidance
- Capital Products pozostaje w 2026 lekko nierentowny, podczas gdy Service osiąga marżę w przedziale 19-20%, a PC&V ok. 24%, co pokazuje skalę różnic rentowności między nowym sprzętem a biznesem opartym na aftermarket
- Cel skorygowanej marży EBITA na 2029 wynosi ok. 18%, przy założeniach 3-5% dla Capital Products, ok. 20% dla Service, ponad 18% dla CSS oraz 24-25% dla PC&V
- Strategia Accelerate'31 zakłada organiczny CAGR przychodów 6-7% w latach 2026-29, wzrost skorygowanej EBITA o ok. 10% rocznie i stopniową poprawę marży, a przejęcia stanowią dodatkowy czynnik wzrostu poza tymi założeniami
- Capital Products i PC&V mają rosnąć nieco szybciej niż grupa, CSS w tempie zbliżonym do 6-7%, a Service nieco wolniej, orientacyjnie ok. 5%, z uwagi na selektywne podejście do niskomarżowych usług
- W Q&A zarząd potwierdził, że wzrost przychodów powinien przyspieszać w kolejnych latach, ponieważ większa część dostaw nowych projektów przypadnie na 2028-2029, a od pozyskania zamówienia do rozpoznania sprzedaży mogą upłynąć 2-3 lata
- Spółka chce zwiększyć liczbę obsługiwanych kopalń z ok. 500 do 1000 w ciągu 3-5 lat, wykorzystując istniejącą sieć 32 lokalizacji serwisowych i nowe inwestycje w pobliżu wybranych klientów
- Kluczowym ograniczeniem tempa ekspansji jest dostępność odpowiednio wykwalifikowanych handlowców i inżynierów serwisu, a zarząd wskazał rekrutację oraz niepewność terminów inwestycji górniczych jako dwa najważniejsze ryzyka realizacji strategii
- Polityka dywidendowa pozostaje na poziomie 30-50% zysku netto, skup akcji ma być kontynuowany, ale może zostać ograniczony na rzecz atrakcyjnych przejęć

OTHER INFORMATION

JRH ASI: Podpisane memorandum z Mission Defense
- Porozumienie zakłada współpracę w cyfrowych technologiach obronnych; JRH ma ułatwiać Mission Defense współpracę z europejskimi podmiotami, wykorzystując ekosystem ORBITEO. Pozostałych warunków nie ujawniono ze względu na bezpieczeństwo i obronność.

INSIDER TRADING

PGE
Podmiot związany nabył 15 tys. akcji @ 16.121 PLN i sprzedał 6 tys. akcji @ 16.0225 PLN. Ponadto nabył 3 i sprzedał 12 kontraktów terminowych.

SHARE BUYBACK PROGRAM

ŻABKA GROUP
Spółka zakończyła nabywanie akcji na potrzeby przyspieszonego rozliczenia LTIP 2025–2027, pozyskując wymagane 7 112 357 akcji. Łącznie posiada 7 190 000 akcji własnych, stanowiących ok. 0.72% kapitału i głosów. Akcje uczestnikom programu zostaną wydane przed końcem zapisów w wezwaniu Couche-Tard, tj. przed 2 grudnia 2026 r. Warunki wynikowe PSU zostaną rozliczone przy założeniu realizacji celów w 100%; w przypadku Tomasza Suchańskiego i Jolanty Bańczerowskiej rozliczenie obejmie również PSU za 2027 r.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

HANDLOWY
Fabio Lisanti złożył rezygnację z funkcji członka Rady Nadzorczej banku ze skutkiem na 31 grudnia 2026 r.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

POLTREG
Fundusze zarządzane przez Quercus TFI zwiększyły udział w głosach z 9.97% do 10.01%. Po transakcji posiadają 640 713 akcji, stanowiących 10.83% kapitału zakładowego. Zakup 2 000 akcji zawarto 12 listopada i rozliczono 16 listopada.

BLOCK TRADES

BIOCELTIX
Wolumen: 4.89 tys. @ 62.30 PLN
% kapitału: 0.09%

VINDEXUS
Wolumen 98 tys. @ 15.20 PLN
% kapitału: 0.84%

BONDS

ECHO INVESTMENT
Spółka zdecydowała o wcześniejszym całkowitym wykupie obligacji serii 5I/2024 o łącznej wartości nominalnej PLN 100mln. Wykup w ramach opcji call nastąpi 13 maja 2027 r.; emitent zamierza wystąpić do GPW o zawieszenie obrotu obligacjami.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

ALIOR BANK

PZU zgłosił Edytę Szostak jako kandydatkę do Rady Nadzorczej banku na NWZA zwołane na 24 listopada. Kandydatka wyraziła zgodę; według oceny PZU spełnia wymogi odpowiedniości i kryteria niezależności.

MARVIPOL DEVELOPMENT: Korekta dokumentów NWZA zwołanego na 17 grudnia

- Termin zgłaszania żądań uzupełnienia porządku obrad skorygowano na 26 listopada, a termin ogłoszenia zmian przez zarząd na 29 listopada;
- Usunięto dwa kody PKD błędnie wskazane w projektach zmian statutu; termin NWZA i pozostała treść raportu nie zmieniły się.

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	146.0	13%	19,061	11.6	9.1	8.8	1.4	1.3	1.3	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	37.4	12%	46,635	12.0	9.0	8.5	1.9	1.7	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	185.0	5%	27,371	12.2	9.5	8.7	1.5	1.4	1.3	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	32.0	0%	22,301	17.8	11.5	10.9	2.0	1.8	1.6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	115.0	12%	47,209	11.4	10.1	9.8	1.8	1.6	1.5	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	125	1%	16,359	12.1	11.8	11.2	1.6	1.6	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	480.6	-13%	62,526	15.4	13.3	11.6	2.9	2.7	2.5	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	1,012.0	12%	192,330	10.9	10.4	10.0	1.5	1.5	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,723.5	-30%	73,332	18.6	14.6	13.5	2.9	2.5	2.3	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	24	-19%	28,933	19.1	11.7	11.0	2.4	2.1	1.9	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	185.9	4%	94,995	13.1	12.2	11.8	2.6	2.5	2.5	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	40,810.0	22%	11,427	10.0	8.4	8.0	1.9	1.7	1.5	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	266.7	8%	70,001	11.8	9.5	9.1	1.9	1.8	1.7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	119.0	3%	148,750	13.6	10.2	9.6	2.4	2.2	2.1	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	795.4	-1%	81,281	14.8	12.1	10.8	2.3	2.1	2.0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	324.5	45%	6,342	6.5	5.8	5.5	1.1	1.0	0.9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	75.0	0%	64,764	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	107.9	26%	261	---	---	14.1	5.0	40.7	4.7	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	131.6	37%	2,303	8.3	8.9	9.3	5.8	6.1	6.1	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	16.8	22%	209	10.3	9.4	8.3	6.1	5.3	4.6	4%	4%	4%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	67.4	-4%	68,611	33.2	25.0	20.5	17.7	14.6	12.4	2%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	17.8	18%	449	9.7	9.8	9.0	4.5	4.2	3.9	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	9.0	-6%	1,980	29.3	17.7	15.5	4.9	4.9	4.8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	23.5	26%	448	15.5	10.9	8.6	7.1	6.2	5.4	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	19.1	41%	231	12.7	11.4	7.0	8.4	4.0	2.9	0%	0%	9%	---
Asbis	ASB	Buy	180.0	153.2	17%	8,503	11.2	9.3	7.9	7.4	6.6	5.9	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	168.6	16%	3,583	23.4	19.7	17.5	11.7	10.0	8.7	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	84.4	11%	2,820	17.5	16.3	14.5	12.6	11.6	10.6	4%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230.0	224.4	2%	18,625	22.0	20.5	19.2	---	---	---	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81.0	76.4	6%	3,965	17.9	15.2	13.7	9.9	8.9	7.9	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	---	14.9	---	1,473	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	6,075.0	9%	20,054	20.3	16.5	15.8	12.2	10.1	8.9	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	67	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	20.2	88%	390	---	6.9	3.1	12.5	3.4	1.5	0%	0%	12%	---
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	52.0	112%	330	---	7.7	---	---	4.6	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	264.8	23%	26,456	41.2	27.4	8.3	35.6	22.1	5.5	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	15.4	152%	830	8.2	83.8	28.5	130.4	12.8	9.2	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1,385	1,336	4%	718,754	19.8	20.2	22.6	8.2	8.0	8.3	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.34	2.4	-1%	520	148.8	7.9	6.9	21.1	3.0	2.9	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	363	23%	261	6.7	15.6	66.4	3.4	5.6	8.9	11%	14%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	700.0	34%	2,453	114.6	45.2	31.3	45.9	22.9	15.3	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	20.6	17%	4,606	49.7	26.5	12.7	7.4	6.7	5.2	5%	6%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	98.0	12%	1,928	24.3	13.9	11.7	12.3	8.4	7.2	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	9.2	140%	9,175	8.1	6.7	5.7	5.8	4.6	3.8	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	12.8	45%	6,425	14.4	5.5	4.7	16.5	8.8	8.0	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	213.2	8%	3,951	60.4	25.5	19.4	18.3	13.0	10.5	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.8	12.9	45%	8,279	14.9	14.7	11.7	6.0	5.9	5.5	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	91.6	11%	1,080	39.3	28.4	20.1	20.7	16.1	11.9	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10.0	8.2	22%	3,835	8.4	7.8	7.7	7.9	7.4	7.2	9%	9%	10%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	151.0	20%	5,097	19.5	16.0	13.8	9.7	8.4	7.4	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	279.0	34%	1,274	20.4	15.1	11.9	9.6	7.7	6.5	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	37.1	9%	36,373	22.3	16.7	13.5	13.5	10.3	8.3	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	5.6	25%	2,311	14.3	7.1	4.8	8.6	6.4	5.3	14%	14%	14%	---
Erbud	ERB	Buy	30.0	25.2	19%	301	---	10.4	10.9	5.0	5.3	4.2	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	21.3	21%	11,283	4.7	4.6	5.4	3.9	4.0	4.6	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	49.3	48%	864	61.8	14.6	13.4	4.0	3.9	3.9	6%	7%	7%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.8	---	662	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.5	13%	74	12.2	10.1	9.3	6.9	5.8	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	13,600	-1%	2,535,040	11.7	9.2	8.2	5.6	5.7	4.7	4%	7%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	101.2	-17%	4,248	16.8	15.7	15.1	13.7	12.2	11.5	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62.0	55.4	12%	3,817	14.2	12.7	11.9	9.9	8.7	7.9	5%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3.0	2.3	33%	1,292	---	46.5	17.5	45.9	23.3	19.9	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	24.9	29%	705	2.8	3.1	3.7	1.6	2.0	2.5	68%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	178.4	-31%	285,159	22.4	21.6	20.6	8.5	8.5	8.4	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	59.6	-1%	185,628	27.1	24.5	22.4	14.8	13.5	12.4	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,096.0	13%	15,528	14.4	12.2	10.7	10.1	8.8	7.6	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	19.4	8%	12,208	19.5	14.6	13.3	6.4	5.8	5.5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	25.8	---	3,034	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,298.0	8%	12,799	18.6	16.2	12.7	12.1	10.7	9.2	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	264.3	32%	52,860	5.4	7.0	7.9	3.8	4.2	4.3	1%	1%	2%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	28,500	-2%	52,973	17.6	16.6	14.7	8.8	8.0	7.0	3%	3%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	7	101%	2,224	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	9	---	175	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	258.0	26%	479	0.8	3.9	2.7	1.3	2.9	2.1	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	46.2	36%	483	12.0	6.2	---	8.6	4.0	---	37%	100%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	10.6	27%	1,167	9.3	9.2	7.9	6.1	6.2	5.0	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	94.4	38%	2,265	8.7	5.7	4.4	10.7	8.9	7.5	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	421.5	1%	1,481	13.9	13.0	12.5	9.4	8.8	8.4	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	108.6	-21%	8,365	---	32.3	20.8	14.0	7.8	6.4	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	4,936.0	9%	3,710	5.6	6.1	7.5	3.2	3.2	3.3	7%	8%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	5.5	108%	135	---	1.5	---	---	0.6	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	38	37%	1,569	5.8	5.5	5.6	6.4	5.9	6.0	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	104.8	67%	12,523	21.9	14.2	11.5	5.4	4.4	3.4	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	705.0	15%	3,273	15.7	13.7	12.3	8.3	7.5	6.7	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	8.4	7%	459	33.8	17.3	14.6	9.7	7.4	6.4	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	101.8	57%	1,150	13.4	11.7	10.4	8.3	7.5	6.8	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	16.8	13%	22,054	19.0	16.8	14.1	5.9	5.7	5.3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	129.3	35%	150,133	5.0	5.4	6.2	2.7	2.9	3.3	6%	9%	9%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	62.0	25%	1,256	10.0	10.6	9.0	5.0	4.4	3.9	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3.0	---	140	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	158.8	---	79,400	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.2	---	203	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	51.1	-1%	26,883	16.7	14.9	13.7	7.6	6.9	6.5	---	---	---	57

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
PGE	PGE	Hold	18.8	15.8	19%	35,518	5.4	6.0	6.9	4.0	4.5	4.8	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	249.0	61%	1,660	11.1	8.7	8.6	6.9	4.9	4.9	7%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	65.7	51.6	27%	3,984	36.0	30.4	37.5	11.8	10.6	10.9	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.6	73%	1,744	13.1	11.8	10.4	4.7	3.6	2.8	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	18.4	98%	109	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Porr	POS	Buy	40.0	33.1	21%	1,298	9.4	8.7	8.0	2.0	1.9	1.8	3%	4%	5%	88
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	119.2	51%	1,735	9.0	8.8	8.0	6.2	5.8	5.0	7%	6%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	758.7	100%	35,499	23.2	15.4	11.6	12.6	8.6	6.6	1%	2%	3%	75
Robyg	ROB	Buy	40.0	28.3	42%	3,066	7.6	6.3	5.6	7.4	6.6	5.9	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.7	16.9	100%	390	---	12.1	41.6	---	6.2	12.5	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	615.3	22%	334,344	39.4	27.2	22.0	21.8	15.9	13.0	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	206	142.0	45%	450	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35.0	16.9	108%	319	---	41.5	20.6	8.2	7.2	5.3	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	83.8	19%	1,057	13.3	10.7	10.5	7.7	6.5	6.2	---	---	---	---
Strabag	STR	Buy	145.0	104.6	39%	12,075	11.9	10.6	10.0	4.2	3.7	3.5	3%	3%	3%	68
Synektik	SNT	Hold	378	319.0	18%	2,721	15.3	13.2	12.1	10.4	8.6	7.6	3%	5%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	9.2	27%	16,088	6.8	6.5	6.7	5.5	5.5	5.6	2%	2%	2%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102.4	84.6	21%	548	12.0	9.2	6.5	7.3	5.6	3.8	12%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	55.3	54%	1,270	13.1	10.0	6.6	6.0	3.8	2.0	6%	4%	5%	---
Toya	TOA	Buy	17.5	12.7	38%	937	9.3	8.3	6.6	8.0	7.3	5.9	11%	0%	14%	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	322.3	---	444,705	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	148.4	23%	1,165	7.0	11.4	9.4	6.1	6.5	6.0	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	130.6	19%	2,902	25.0	19.5	15.8	17.9	14.0	11.1	2%	2%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	518.0	43%	521	44.2	24.4	13.7	16.5	13.1	8.1	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	149.0	21%	1,565	14.5	14.7	12.7	8.2	8.2	7.2	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.3	24%	1,247	10.5	9.1	8.3	5.1	4.7	4.4	1%	4%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	55.9	16%	1,664	11.2	15.0	13.2	5.9	5.2	4.9	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	10.8	-31%	199	18.0	15.5	15.3	4.2	4.5	4.3	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	11.3	---	1,168	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155.7	115.2	35%	13,549	8.8	9.6	8.2	5.5	5.7	4.6	4%	9%	8%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	67.6	---	199	---	---	---	---	---	---	---	---	---	
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.9	4%	31,955	26.3	19.4	15.8	8.9	7.6	6.7	---	---	---	

*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.