Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

GRUPA PRACUJ: Wyniki za 3Q26 zbliżone do oczekiwań na poziomie operacyjnym, adj. EBITDA wyższa o 9% r/r, w tym w Polsce o 12%, niższa kontrybucja do zysku netto z Ukrainy [neutralne]
CYBER_FOLKS: Wyniki za 3Q26 powyżej oczekiwań, pozytywne zaskoczenie rentownością e-commerce, hosting zgodny z prognozą [pozytywne]
VERCOM: Wyniki za 3Q26 o kilka procent powyżej oczekiwań, adj. EBITDA wzrosła o 25% r/r [pozytywne]
BEST: Wyniki 3Q26: solidne KPIs, w tym przebicie krzywych księgowych, niska dynamika OPEX wsparły EPS
ONDE: Wyniki za 3Q26 [lekko pozytywne]
ERBUD: Wyniki 3Q26: powyżej oczekiwań, portfel +66% r./r., FCF na plusie [pozytywne]
MABION: Wyniki 3Q26: przychody poniżej oczekiwań, ale strata EBITDA wyraźnie niższa dzięki dyscyplinie kosztowej; płynność nadal głównym ryzykiem [negatywne]
EQUNICO SE: Wyniki za 3Q26: przychody PLN 80.3mln i zysk netto j.d. PLN 2.6mln
MOSTOSTAL ZABRZE: Szacunkowe wyniki za 3Q26: zysk netto PLN 8.2mln

FINANCIALS

UNICREDIT / COMMERZBANK / MBANK: UniCredit z bezwarunkową zgodą KE na przejęcie kontroli nad Commerzbankiem
GPW: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
RUMUŃSKIE BANKI: Trzy oddalone wnioski o zawieszenie decyzji w sprawie ROBOR
RUMUŃSKIE BANKI: NBR podnosi prognozę inflacji na koniec 2026 r. do 7.4%, a bank centralny dopuszcza obniżki stóp wiosną 2027 r.

OIL, GAS & CHEMICALS

PCC ROKITA: NWZ zatwierdziło emisję akcji za 266m PLN w zamian za aport aktywów MCAA

UTILITES & MINING

LUMINA METALS: Włączenie do indeksu Nasdaq Junior Silver Miners

CONSUMER

ZABKA GROUP: UOKiK wyraził zgodę na przejęcie Żabki przez ACT/Circle K
INFLACJA BAZOWA: Inflacja bazowa październik'26: +2.9% r/r, 0.0% m/m

TMT

PASSUS: Umowa wykonawcza z podmiotem Skarbu Państwa za PLN 24.13mln brutto

INDUSTRIALS

COGNOR: Podsumowanie konferencji wynikowej
CREOTECH QUANTUM: Udział w QIA-Phase2, 240,1 tys. EUR na rozwój technologii Internetu Kwantowego
ICEYE / AVIO / RYNEK SPACE: ICEYE oferuje 2,05 mld EUR za Avio, ~20% premii i plan delistingu - Reuters / Bloomberg
RYNEK DEFENCE / UKRAINA: UE przekazuje 1,71 mld EUR na zakup dronów, amunicji i systemów obrony powietrznej
RYNEK DEFENCE / HANWHA AEROSPACE / WB GROUP: Podsumowanie wywiadu z prezesem Hanwha Aerospace Billy Boo-Hwan Lee - Defence24
RYNEK DEFENCE: KE proponuje 131 mld EUR na obronność i space - Politico

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

MLP GROUP: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [pozytywne]
POLIMEX MOSTOSTAL: Mesko i Jelcz z grupy PGZ otrzymają blisko 700mln PLN dofinansowania na zwiększenie moce produkcyjne [pozytywne]
SKANSKA: Umowa na budowę kompleksu mieszkań na wynajem i akademika w Warszawie za EUR 44mln
SKANSKA: Sprzedaż projektu mieszkań na wynajem LibroPark w Uppsali do Folksam Group za ok. SEK 460mln
RYNEK INFRASTRUKTURY: Bechtel zainteresowany dużymi projektami infrastrukturalnymi i transportowymi w Polsce
RYNEK KOLEJOWY: PKP PLK szacuje plan inwestycyjny na FY27E na ok. 17 mld PLN

BIOTECH

GEDEON RICHTER: Przejęcie Mayne Pharma za AUD 604m – drogi headline, ale transakcja strategicznie wzmacniająca segment WHC poprzez gotowy dostęp produktów do rynku USA [lekko pozytywne]
DIAGNOSTYKA: Projekt platformy danych medycznych i AI wybrany do dofinansowania FENG [lekko pozytywne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

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

Wyniki za 3Q26 zbliżone do oczekiwań na poziomie operacyjnym, adj. EBITDA wyższa o 9% r/r, w tym w Polsce o 12%, niższa kontrybucja do zysku netto z Ukrainy [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**205**	**197**	**209**	**216**	**223**	9%	3%	**217**	**215**
Poland	143	138	151	158	157	10%	0%	158	
Ukraine	17	17	16	18	20	19%	7%	18	
Germany	46	41	42	40	45	-1%	14%	40	
EBITDA	**93**	**72**	**91**	**95**	**100**	8%	6%	**102**	92
EBITDA - Poland	78	60	80	82	86	11%	6%	87	
EBITDA - Ukraine	5	4	6	5	5	17%	13%	5	
EBITDA - Germany	10	8	5	8	9	-18%	3%	9	
adj. EBITDA	**97**	**81**	**98**	**103**	**106**	9%	3%	**107**	**-**
adj. EBITDA - Poland	82	70	87	89	92	12%	3%	92	
EBIT	83	61	80	83	87	5%	6%	91	82
Net profit	65	54	63	66	69	7%	5%	75	70
adj. Net profit	65	54	69	66	69	7%	5%	75	
Recr. projects in Poland (k)	129	114	130	135	135	5%	0%	134	
y/y	1%	1%	0%	5%	5%			5%	
Avg. price of recr. project	934	966	993	986	964	3%	-2%	981	
y/y	2%	1%	4%	5%	3%			4%	
e-Recruiter clients	2,270	2,332	2,381	2,411	2,430	7%	1%	2,408	
Softgarden clients	1,878	1,889	1,875	1,897	1,886	0%	-1%	1,871	
adj. P/E 12M trailing	15.6	15.6	15.3	15.1	14.9				
EV/EBITDA 12M trailing	10.9	10.8	10.6	10.3	10.5				
Net debt	27	-10	-118	-180	-46				
OCF	86	59	114	80	82				
Revenues y/y	6%	5%	2%	6%	9%				
EBITDA margin	45%	36%	43%	44%	45%				
EBIT margin	40%	31%	38%	38%	39%				
Net profit margin	32%	28%	30%	30%	31%				

Source: Company, Trigon

#Guidance na kolejne kwartały

- Niski dwucyfrowy wzrost przychodów w serwisach rekrutacyjnych (bez zmian);
- Średni jednocyfrowy wzrost MRR w HR Software (bez zmian);
- Utrzymanie 45% marży adj. EBITDA (bez zmian);

#Akwizycje

- Wyniki No Fluff Jobs są konsolidowane od sierpnia, ale raportowane KPI projektów rekrutacyjnych i średniej ceny nie obejmują jeszcze przejętej spółki;
- W październiku eRecruiter przejął 100% akcji Elevato za 2,3mln PLN;
- Elevato to polski system ATS mający 220 klientów i 155 tys. PLN MRR;

#Zadłużenie netto

- Gotówka netto po wypłacie dywidendy (207mln PLN) oraz akwizycji w lipcu (11mln PLN) spadła do 46mln PLN;

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	161,968	0.1%	1%	46%
WIG20	4,302	0.1%	1%	46%
mWIG40	10,924	0.2%	1%	36%
sWIG80	29,407	-0.3%	-5%	0%
PX (Prague)	2,665	0.5%	0%	9%
BUX (Budapest)	146,908	0.5%	1%	37%
BET (Bucharest)	34,744	0.7%	0%	48%
BIST30 (Istanbul)	14,822	0.0%	2%	28%
DAX	26,599	-0.6%	4%	13%
FTSE 100	10,882	-0.2%	0%	12%
STOXX Europe 600	662	-0.3%	3%	16%
S&P 500	7,417	-1.9%	-3%	11%
NASDAQ 100	27,197	-2.7%	-7%	10%
Nikkei 225	58,860	-2.4%	-10%	17%
Shanghai Comp	3,579	-0.9%	-4%	-10%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.8%	0.1	-8.4	105.8
PL 10Y bond yield	6.3%	0.3	1.4	98.4
CZ 10Y bond yield	5.2%	0.9	-5.3	63.0
HU 10Y bond yield	5.5%	-2.0	16.0	-152.0
RO 10Y bond yield	7.1%	1.9	10.6	23.2
WIBOR 3M	3.9%	1.0	2.0	-37.0
EURIBOR 3M	2.8%	0.9	14.1	71.1

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	4.00	-0.1%	2.5%	9%
EUR/PLN	4.40	0.0%	0.7%	3.8%
EUR/USD	1.10	0.1%	-1.9%	-5.1%
GBP/PLN	5.27	0.1%	-1.7%	-8.9%
CZK/PLN	0.18	0.1%	-0.3%	-2.8%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.2%	-8.9%
RON/PLN	0.82	0.1%	-0.3%	1.2%
CNY/PLN	0.60	0.1%	-2.7%	-14.4%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,881	0.7%	-7%	-5%
Silver (USD/toz)	47.6	1%	-17%	-5%
Copper (USD/t)	13,256	-1.1%	-8%	22%
Zinc (USD/t)	3,698	-0.3%	0%	22%
Molybdenum (USD/lb)	34.5	0.9%	4%	56%
Iron ore (USD/t)	90	-0.5%	-1%	-14%
HCC (USD/t)	252	0.0%	-5%	13%
HRC EU (EUR/t)	775	2.0%	4%	29%
Brent crude oil (USD/bbl.)	91.5	-1.0%	-17%	43%
CO2 (EUR/t)	87.0	-0.3%	2%	6%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	84.0	-6%	-4%	170%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	144	-1.4%	-2%	62%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	571	0.2%	-1%	27%
Shanghai Freight Index	3,572	-1.7%	-3%	139%

CYBER_FOLKS (CBF PW; BUY; TP PLN 230)

Wyniki za 3Q26 powyżej oczekiwań, pozytywne zaskoczenie rentownością e-commerce, hosting zgodny z prognozą [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	216	237	243	269	280	30%	4%	276	275
Hosting	46	47	49	47	49	6%	3%	48	
Vercom	116	129	123	133	139	20%	5%	136	
eCommerce	54	60	71	89	92	72%	3%	92	
EBITDA	70	78	79	60	92	31%	52%	84	86
Adj. EBITDA	76	82	83	88	98	30%	11%	91	
Hosting	22	23	26	24	25	11%	2%	24	
Vercom	35	39	35	39	44	25%	13%	43	
eCommerce	20	23	24	27	32	64%	19%	26	
other, elim.	-1	-2	-2	-2	-2	-	-	-2	
EBIT	52	61	63	40	72	38%	78%	63	66
Net profit	13	24	23	-6	25	85%	-	17	20
Adj. net profit	13	24	23	24	26	95%	10%	19	
P/E12M trailing	61.6	58.4	50.8	67.2	55.6				
adj. P/E 12M trailing	94.8	58.4	50.8	43.8	38.1				
EV/EBITDA 12M trailing	23.5	20.4	19.6	17.2	16.1				
adj. EBITDA margin	35.0%	34.8%	34.2%	32.8%	35.1%				
EBIT margin	24.1%	25.9%	25.9%	15.1%	25.7%				
Net profit margin	6.2%	10.2%	9.4%	-	8.9%				

Source: Company, Trigon

#OCF

- Przepływy operacyjne wyniosły 70,8mln PLN (+8% r/r), a po wyłączeniu 12,6mln PLN wydatków restrukturyzacyjnych Presty 83,4mln PLN (+28% r/r);

#One-offy

- Wycena nowego programu ESOP (słabszy kurs w październiku) z mniejszym wpływem niż pierwotnie oczekiwane, około 4,4mln PLN kosztów rozpoznanych w 3Q w CBF;
- Koszt programu w Vercom 1,3mln PLN;
- Restrukturyzacja 0,9mln PLN;
- W kolejnych kwartałach łączne koszty kwartalne ESOP razem z Vercomem po około 2mln PLN, to jest mniej niż 5mln PLN w 3Q26;
- Pełna konsolidacja Shopera od września, w 4Q26 większy pozytywny wpływ na zysk netto dzięki konsolidacji 100% udziałów;

#AI, rozwój produktu

- robo_Folks obsługuje ponad połowę chatów, spadek chatów zespołu wsparcia o 17% r/r;
- Sklepy merchantów pojawiają się już w odpowiedziach AI, często jako najtańszy produkt;
- Ruch z AI search do sklepów Shopera wzrósł 2,4x r/r w 1-3Q26, a wartość sprzedaży z tego źródła 4,3x, ale spółka nie podaje udziału w całkowitej sprzedaży;
- robo_Folks jest już podpięty do Google Analystics, co pozwala klientowi zintegrować kluczowe dane biznesowe;
- We Francji uruchomiono dedykowany hosting dla PrestaShop (premiera kilka dni temu)
- Produkt uruchomiony w modelu AI-first, robo_Folks jest pierwszą linią wsparcia dla klienta, bez zatrudnienia lokalnego zespołu supportu, hosting oparty na lokalnej infrastrukturze zlokalizowanej we Francji;
- PrestaShop Payments, rozwijane z PayPalem, uruchomiono w październiku dla pierwszych sklepów, a pełne wdrożenie dla bazy około 230 tys. merchantów zaplanowano na 1Q27.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2644	2495.5	2567.7	2508.4	103%
WIG20	2220.5	2079.1	2108.3	2082.9	105%
WIG40	341.8	392.4	405.7	373.7	84%
sWIG80	51.3	55.3	58.8	59.7	87%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	476	XTB	57.7	COG	7.4
PKO	251.7	ASB	31.5	DIG	5.0
KGH	240.6	BFT	24.8	LWB	2.3
PEO	123.6	MIL	22.3	CRQ	2.1
PKN	116.7	OPL	21.3	GNS	1.8
LPP	108.4	ACP	17.7	DAT	1.7
CDR	91.7	GPW	13.3	GRX	1.5
PZU	80.7	ATT	11.9	VGO	1.4
DNP	73.0	CRI	11.0	BMC	1.3
PGE	54.9	PXM	10.7	CLN	1.3

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ALE	155%	PXM	248%	SVE	532%
CDR	135%	ASE	244%	TAR	326%
PGE	124%	ATT	194%	VGO	322%
KGH	106%	VRC	167%	COG	284%
KRU	102%	GPW	149%	CLN	208%
LPP	92%	CRI	148%	OND	195%
BDX	89%	MUR	129%	BOS	190%
PEO	80%	MRB	129%	BRS	188%
PZU	80%	EAT	127%	GRX	187%
ALR	78%	RBW	116%	ATC	186%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20		Worst
PEO	271	1.6%	KGH	267	-3%
LPP	29,000	1.0%	MDV	110	-2.2%
CDR	281	0.9%	PGE	16	-2.2%
EBP	806	0.8%	KRU	330	-2.1%
MBK	1,742	0.7%	KTY	1,316	-1.6%
Best			mWIG40		Worst
GPW	104.4	5.5%	ATT	15.4	-5%
VRC	123.4	2.7%	ASB	156.9	-4.3%
ASE	73.6	2.4%	PXM	6.9	-2.8%
CAR	1,094.0	1.9%	SNT	328.0	-2.6%
BHW	128.6	1.7%	RBW	120.6	-2.3%
Best			sWIG80		Worst
SVE	2.8	7.2%	ICE	46.6	-7%
DAT	102.4	4.5%	CRQ	187.4	-4.8%
UNI	14.6	3.6%	CTX	52.0	-4.2%
REX	11.7	2.6%	SLV	17.3	-4.0%
CMP	101.8	2.4%	S2B	61.8	-3.4%

VERCOM (VRC PW; BUY; TP PLN 156)

Wyniki za 3Q26 o kilka procent powyżej oczekiwań, adj. EBITDA wzrosła o 25% r/r [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	117	130	123	133	140	20%	5%	136	136
EBITDA	31	35	34	37	43	36%	15%	41	41
Adj. EBITDA	35	39	35	39	44	25%	13%	43	-
EBIT	28	31	30	33	39	40%	16%	37	37
Net profit	20	25	24	27	31	57%	15%	30	29
OCF	29	45	30	31	46				
Net debt	12	-25	-48	-13	-53				
P/E12M trailing	31.1	30.2	29.8	28.3	25.3				
EV/adj. EBITDA 12M trailing	21.4	19.9	18.8	18.3	17.0				
adj. EBITDA margin	30.2%	29.7%	28.5%	29.3%	31.5%				
adj. EBITDA y/y	22.9%	24.7%	21.5%	18.9%	25.0%				
Net profit margin	17.1%	19.1%	19.5%	20.4%	22.4%				
Net profit y/y	2.7%	10.7%	6.4%	20.3%	57.1%				

Source: Company, Trigon

- Wzrost liczby klientów o 14 tys. do 154,6 tys. (+39% r/r, +10% q/q);
- Szacowny wzrost przychodów w wyniku aktualizacji cennika MailerLite w 2027 to ponad 20mln PLN;
- Odpływ klientów w 3Q26 utrzymał się na poziomie średniej z ostatnich 12 miesięcy, mimo aktualizacji cennika;
- W 4Q spółka prezentuje produkt OWNROOT w obszarze cyberbezpieczeństwa pierwszym firmom i wkrótce ma zacząć pilotaże z przedstawicielami kilku branż;
- Testy komercyjne i pierwsze przychody z OWNROOT planowane są na pierwszą połowę 2027, a szersze wyjście na rynek w drugim półroczu;
- Przyspieszenie dynamiki zysku brutto do +24% r/r o 6p.p. szybciej niż w 1H. Nominalnie wynik brutto poprawił się o 15,5mln PLN i osiągnął 79,4mln PLN, szybszy wzrost niż o 11mln PLN r/r w pierwszych dwóch kwartałach roku.

BEST (BST PW)

Wyniki 3Q26: solidne KPIs, w tym przebicie krzywych księgowych, niska dynamika OPEX wsparły EPS

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Cash collections	211.6	211.0	221.2	249.6	236.5	11.7%	-5.2%
Revenues	156.3	171.3	160.6	188.2	185.7	18.8%	-1.3%
Poland	119.0	153.0	126.0	163.4	141.2	18.7%	-13.6%
Romania	16.7	14.8	16.1	24.8	19.9	19.2%	-19.7%
Italy	18.6	-0.1	15.2	-4.7	18.7	0.7%	+
Bulgaria	2.2	4.1	3.5	4.5	5.9	166.5%	30.3%
o/w revaluations	2.3	14.4	0.3	5.9	13.1	472.7%	121.5%
o/w dev. of recoveries	17.0	17.0	15.8	22.4	23.4	37.4%	4.3%
Cash EBITDA	**117.8**	**121.8**	**129.6**	**162.4**	**138.1**	**17.2%**	**-15.0%**
EBITDA	58.6	76.9	67.9	85.0	87.3	48.9%	2.7%
EBIT	55.0	73.3	64.3	81.4	83.7	52.4%	2.9%
Poland	38.0	77.0	54.0	86.7	66.4	74.7%	-23.4%
Romania	7.2	5.3	4.9	10.9	8.3	15.3%	-23.8%
Italy	9.8	-10.4	4.8	-16.6	7.3	-26.0%	+
Bulgaria	-0.1	1.5	0.2	0.7	1.8	+	161.0%
EBT	22.2	41.0	39.8	49.6	58.2	161.7%	17.3%
Net profit	20.9	52.8	37.8	46.0	53.0	153.5%	15.2%
EBIT margin	35.2%	42.8%	40.0%	43.2%	45.1%	10p.p.	2p.p.
Net profit margin	13.4%	30.8%	23.5%	24.5%	28.6%	15p.p.	4p.p.
ERC (PLN bn)	5.2	6.0	6.0	6.2	6.5	24.3%	3.8%
ROE (LTM)	8.8%	9.6%	12.6%	13.7%	15.9%	7p.p.	2p.p.
ND/BV	1.0	1.3	1.2	1.2	1.1	0.1	0.0
ND/cash EBITDA	3.1	3.1	2.9	2.8	2.7	-0.4	-0.1
P/E (x)	10.6	9.2	6.8	5.6	4.7		
EV/cash EBITDA (x)	5.5	5.4	4.6	4.4	4.3		

Source: company data, Trigon

ONDE (OND PW; HOLD; TP PLN 9.0)

Wyniki za 3Q26 [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**268**	**223**	**99**	**193**	**277**	3%	44%	**275**	**277**
Gross profit on sales	33	34	12	14	22	-33%	60%	21	
RES	34	37	11	17	25	-27%	42%	23	
Roads	-1	-2	1	-3	-2	-	-	-2	
Others/Olmex	1	-1	0	0	0	-	-	0	
Selling costs	-2	-4	-3	-3	-3	-	-	-4	
General & administrative cos	-13	-16	-14	-11	-13	-	-	-13	
Other operating items, net	1	-3.5	1.6	-1.5	11.3	702%	-	12.0	
Others	0	-5.6	-0.9	3	1.9	639%	-41%	2.0	
EBITDA	**23.4**	**10.3**	**0.2**	**6.4**	**24.1**	3%	277%	**22.6**	**22.0**
RES	24.2	17.1	2.4	10.1	24.8	3%	147%	24.6	
Roads	-2.0	-6.3	-2.6	-3.9	-1.6	-	-	-2.5	
Others/Olmex	1.2	-0.5	0.5	0.3	0.9	-26%	203%	0.5	
EBITDA adj.	**23.4**	**10.3**	**0.2**	**6.4**	**13.5**	-42%	111%	**10.6**	
EBIT	19.4	5.8	-4.4	1.9	19.5	1%	918%	18.1	17.5
Financials	-2.0	-3.0	-1.6	-0.7	-0.1	-	-	-0.7	
EBT	17.3	2.9	-6.1	0.8	19.3	12%	2323%	17.0	
Income tax	-4.2	-2.0	-1.6	-0.9	-7.1	-	-	-4.3	
Net profit	**13.1**	**0.9**	**-4.5**	**-0.1**	**12.3**	-6%	-	**12.8**	**11.5**
OCF	36.2	9.3	-71.2	-27.9	99.7	175%	-	88.8	
Capex	-2.8	-1.8	-0.6	-1.2	-0.1	-	-	-3.0	
Net debt (reported)	36.3	16.0	92.3	145.5	62.8	73%	-57%	59.7	
ND/EBITDA LTM	0.6	0.3	1.7	3.6	1.5			1.5	
Gross profit on sales margin	12.4%	15.3%	11.9%	7.2%	8.0%			7.5%	-
EBITDA margin	8.7%	4.6%	-	3.3%	8.7%			8.2%	7.9%
EBIT margin	7.2%	2.6%	-	1.0%	7.0%			6.6%	6.3%
Net profit margin	4.9%	0.4%	-	-	4.4%			4.6%	4.1%
P/E12M trailing	17.6	25.1	23.8	51.0	55.9				
EV/EBITDA 12M trailing	8.9	9.3	10.5	15.4	13.1				
EV/EBITDA adj. 12M trailing*	7.1	7.4	8.8	12.2	15.4				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

** incl. RES portfolio valuation in ND adj. and exluding other operating acitivity at EBITDA level*

- EBITDA w 3Q26 wyniosła 24.1m PLN, 7% powyżej naszej prognozy i 10% więcej od konsensusu. Wynik uwzględnia pozytywny wpływ sprzedaży udziałów w projektach OZE (+10.6m vs. zakładane przez nas 8m ze sprzedaży udziałów w Kazimierz Biskupi i 4m z earn-outów z poprzednich realizacji sprzedaży – których w wynikach nie skomentowano). EBITDA adj. skorygowana o tę sprzedaż wyniosłaby 13.5m PLN (zakładaliśmy 10.6m EBITDA adj.). Spółka odwróciła też wynik na oczekiwanych stratach kredytowych (+1.9m wpływu na wynik operacyjny). Stopa podatkowa wyniosła 37% (zakładaliśmy 25%), a zysk netto 12.3m (blisko oczekiwań).
- Marża brutto na sprzedaży wyniosła 8% (vs. 7.2% w 2Q26), z czego w OZE (IPP + EPC) 10% (vs. 10.5% w 2Q).
- OCF wyniósł 99.7m PLN (+83m na zmianie kapitału obrotowego; odwrócenie negatywnego efektu z poprzednich dwóch kwartałów) – zakładaliśmy 89m. Dług netto spadł o 83m q/q do 63m PLN (ND/EBITDA LTM spadł z 3.6x w 2Q do 1.5x) – zakładaliśmy spadek do 60m. Wskaźnik kowenantowy dług/EBITDA wyniósł -0.85x (vs. 1.47x w 2Q26), przy limicie 2.5x. W pozycji aktywów (akcje i udziały) wykazano 38m PLN z tyt. zakupu Olmex (wpływ zakupu na cash flow w 4Q).
- EBITDA w OZE (IPP+EPC) wyniosła 24.8m (zakładaliśmy 24.6m), a po skorygowaniu o efekt sprzedaży projektu OZE, 14.2m.
- EBITDA w drogach wyniosła -1.6m PLN (szacowaliśmy -2.5m).
- Backlog: 1.32 mld PLN (vs. 0.89 mld w 2Q), +0.4 mld w PV/BESS (EPC na Solar Kazimierz Biskupi).

ERBUD (ERB PW; BUY; TP PLN 30)

Wyniki 3Q26: powyżej oczekiwań, portfel +66% r./r., FCF na plusie [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	866	859	539	716	679	-22%	-5%	696	677
Gross Profit	75.9	74.6	44.3	58.5	66.0	-13%	13%	67.5	
Other operating items, net	5.5	-11.2	3.7	1.6	15.0	174%	827%	7.0	
EBITDA	49.1	-4.7	14.4	28.5	45.5	-7%	59%	39.8	38.9
Onde	23.4	10.4	0.2	6.4	24.1	3%	277%		
General construction	11.0	7.7	7.8	6.7	9.3	-16%	38%		
Industrial construction	11.9	17.2	5.2	10.5	11.1	-7%	6%		
Other	2.8	-39.9	1.2	5.0	1.0	-63%	-79%		
EBIT	36.0	-18.4	0.6	14.7	33.6	-7%	128%	26.3	25.4
Net profit	-8.5	-39.8	-18.5	-263.4	18.5	-	-	14.9	10.9
adj. Net profit	**15.7**	**-39.8**	**-2.4**	**7.0**	**18.0**	**15%**	**155%**	**14.9**	
Discontinued operations	-24.2	0.0	-16.0	-270.4	0.6			0.0	
Backlog	2,167	2,344	2,719	2,595	3,602	66%	39%		
OCF	6	92	-144	-47	54	+	-		
FCF	-5	93	-141	-52	73	-	-		
Net Debt	241	116	274	304	278				
adj. P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	7.7	6.6	7.4	8.9	9.0				
Gross Margin	8.8%	8.7%	8.2%	8.2%	9.7%	1.0pp	1.5pp		
EBITDA margin	5.7%	-	2.7%	4.0%	6.7%	1.0pp	2.7pp	5.7%	5.7%
EBIT margin	4.2%	-	0.1%	2.1%	4.9%	0.8pp	2.9pp	3.8%	3.8%
Net profit margin	-	-	-	-	2.7%	-	-	2.1%	1.6%

Source: Company, Trigon, 4Q25 not restated for discontinued operations.

MABION (MAB PW; Under Review)

Wyniki 3Q26: przychody poniżej oczekiwań, ale strata EBITDA wyraźnie niższa dzięki dyscyplinie kosztowej; płynność nadal głównym ryzykiem [negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**4.1**	**5.7**	**4.6**	**3.3**	**3.0**	**-27%**	**-8%**	5.0	n.a.
CDMO activity	5.5	12.7	3.8	2.8	2.5	-55%	-9%	5.0	
Other revenues	-2.2	-7.0	0.8	0.5	0.5	-	-2%	0.0	
Operating costs	-7.9	-15.7	-6.6	-6.9	-6.9	-	-	-11.7	
Profit from sales	-3.8	-10.0	-2.0	-3.6	-3.6	-	-	-6.7	
EBITDA	**-8.4**	**-18.2**	**-7.0**	**-11.7**	**-7.8**	**-**	**-**	-12.5	n.a.
EBIT	-10.7	-20.1	-9.2	-13.8	-9.9	-	-	-14.5	n.a.
Net profit	**-10.8**	**-21.2**	**-9.7**	**-14.9**	**-10.9**	**-**	**-**	-15.7	n.a.
OCF	-5.7	-9.3	-12.1	-6.6	-4.0				
Net cash	4.6	6.4	6.6	5.8	0.3				
P/E12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-				
Gross margin	-	-	-	-	-				
EBITDA margin	-	-	-	-	-				
EBIT margin	-	-	-	-	-				
Net profit margin	-	-	-	-	-				

Source: Company, Trigon DM

- Przychody: PLN 3.0m (-27% r/r; -9% q/q, ok. 40% poniżej prognozy TDM). Przychody z podstawowej działalności CDMO wyniosły tylko PLN 2.5m (-32% r/r; -10% q/q), a pozostałe PLN 0.5m stanowiło rozliczenie zakupionych materiałów i usług. W 9M26 przychody osiągnęły PLN 10.8m wobec PLN 10.1m rok wcześniej, co potwierdza, że mimo poszerzania pipeline'u kontraktów konwersja nowych projektów na materialne revenues pozostaje bardzo niska

- **Koszty:** PLN 12.9m, -15.6% r/r, w tym wynagrodzenia PLN 5.5m, świadczenia pracownicze PLN 1.0m, usługi obce PLN 2.2m oraz materiały i energia PLN 1.1m. Szczególnie mocno spadły usługi obce, podczas gdy łączne koszty 9M26 obniżyły się o ok. 19% r/r do PLN 40.4m.

- Rentowność / EBITDA: strata brutto na sprzedaży wyniosła PLN -3.6m wobec PLN -3.3m w 3Q25. Ujemna marża nadal wynika przede wszystkim z bardzo niskiego wykorzystania infrastruktury CDMO i konieczności utrzymywania gotowości produkcyjnej. Wyższy poziom EBITDA w kwartale wynikał z niższych kosztów, a nie z poprawy komercjalizacji. Amortyzacja w kwartale wyniosła PLN 2.1m.

- Pozycja gotówkowa: na koniec 09.2026 spółka posiadała PLN 0.3m gotówki, przy PLN 14.3m kredytów i pożyczek, co oznacza ok. PLN 14.0m długu netto. Zarząd wprost wskazuje, że obecnie podpisane kontrakty nie zapewniają wystarczających wpływów do utrzymania płynności przez kolejne 12 miesięcy i konieczne jest dalsze finansowanie.

- Finansowanie: w 3Q26 Mabion skonwertował na akcje ok. PLN 17.1m wierzytelności Twiti i ACRX, istotnie redukując wcześniejsze zadłużenie wobec tych podmiotów. Po dniu bilansowym MAB zawarł jednak kolejne PLN 2.7m z linii Twiti; na dzień publikacji pozostawało PLN 15.3m niewykorzystanego limitu Twiti, dodatkowo dostępne jest PLN 6m finansowania ACRX.
- CDMO / Novavax: w 3Q26 przychody pochodziły głównie ze współpracy z Novavax. Po przedłużeniu umowy do końca 2029 r. Mabion rozszerzył zakres współpracy o SOW#12, obejmujący transfer i walidację metod oraz analitykę projektów z early-stage pipeline NVAX..
- Pozostały pipeline CDMO: Mabion kontynuował prace dla IBMP, Novalgen i WPD. W projekcie IBMP trwa rozwój linii komórkowej i procesu, a dla Novalgen badania stabilności DS/DP zostały rozszerzone do 2027 r.
- MabionCD20: w 10.2026 Mabion i Oddifact odbyły spotkanie Pre-IND Type B z FDA dotyczące rozwoju MabionCD20 w ITP. Omówiono strategię kliniczną, pakiet CMC i ścieżkę regulacyjną; kolejne etapy wymagają ustalenia zakresu i finansowania współpracy z Oddifact.
- FDA i feedback dla zakładu MAB: w 11.2026 zakończyła się inspekcja FDA bez wydania Form 483. Ustne podsumowanie wskazuje na NAI (No Action Indicated); Mabion oczekuje jeszcze na formalny EIR.

EQUNICO SE

Wyniki za 3Q26: przychody PLN 80.3mln i zysk netto j.d. PLN 2.6mln
- Przychody wyniosły PLN 80.3mln wobec PLN 16.7mln w 3Q25;
- EBIT wyniósł PLN 6.7mln wobec PLN 2.8mln straty rok wcześniej;
- Zysk netto j.d. wyniósł PLN 2.6mln wobec PLN 0.6mln straty w 3Q25.

MOSTOSTAL ZABRZE

Szacunkowe wyniki za 3Q26: zysk netto PLN 8.2mln
- Przychody wyniosły PLN 331.1mln, a zysk brutto PLN 12.0mln;
- Skonsolidowany zysk netto wyniósł PLN 8.2mln;
- Portfel zakontraktowanych robót na koniec października wynosił PLN 1 394.6mln, a wartość kontraktów do podpisania na podstawie aktualnych ofert PLN 247.9mln;
- Publikację raportu za 3Q26 zaplanowano na 19 listopada.

FINANCIALS

UNICREDIT / COMMERZBANK / MBANK (MBK PW; SELL; TP PLN 1,200)

UniCredit z bezwarunkową zgodą KE na przejęcie kontroli nad Commerzbankiem
- KE bezwarunkowo zatwierdziła przejęcie przez UniCredit kontroli nad Commerzbankiem w ramach oferty wymiany, co spełnia warunek oferty dotyczący zgody antymonopolowej UE - wcześniej tego samego dnia zgodę ogłosiła Rezerwa Federalna;
- Do zamknięcia oferty brakuje zgody regulacyjnej polskiego nadzoru na pośrednie przejęcie kontroli nad mBankiem;
- Po zamknięciu oferty, w której złożono 17.6% kapitału Commerzbanku, UniCredit będzie miał ok. 50% głosów i przejmie kontrolę nad bankiem;
- UniCredit wskazywał wcześniej, że przekroczenie 50% głosów w Commerzbanku oznaczałoby obowiązek wezwania na wszystkie akcje mBanku, w którym Commerzbank ma 69.1%.

GPW (GPW PW; SELL; TP PLN 84.5)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26
#Guidance
- Zarząd podtrzymał, że 4Q26 będzie kosztowo bardzo trudny – dynamika OPEX ma być istotnie wyższa r/r, głównie przez skokowy wzrost amortyzacji po starcie WATS i przeniesienie do P&L części dotychczas kapitalizowanych kosztów;
- W 2027 wyższe koszty WATS mają być częściowo kompensowane przez koniec opłat za wsparcie UTP od stycznia i stopniowe przenoszenie działalności z trzech centrów danych do jednego;
- Skumulowany wpływ WATS na wynik ma być w 2027 lekko negatywny, a w 2028 neutralny lub lekko pozytywny;
- Koszty systemu transakcyjnego i infrastruktury transferu danych będą w 2027 nieco wyższe niż w 2026 – dojdą amortyzacja i koszty osobowe, a wyjście z podwójnej infrastruktury rozłoży się na cały rok; w 2028 mają spaść poniżej poziomu z 2026;
- CAPEX w 4Q26 ma być zbliżony do 3Q26 (PLN 25.3mln) – niższe wydatki na WATS zrównoważą inne projekty i dwukrotnie wyższy r/r koszt sprzętu IT - w 2027 CAPEX ma spaść r/r;
- Poza WATS w 4Q dojdą koszty nowej kampanii marketingowej ETF, natomiast premie są rezerwowane liniowo w ciągu roku, więc 4Q przyniesie tylko ich ostateczne rozliczenie;
- Obroty akcjami w 4Q nadal rosną dwucyfrowo – w październiku o 33.6% r/r, a w pierwszych dniach listopada (do 12.11) o 88.2% r/r.
#WATS
- Skapitalizowane PLN 152mln z budżetu WATS (PLN 173mln) będzie amortyzowane przez 14 lat, a dotacja NCBiR rozliczana proporcjonalnie do amortyzacji;
- Pierwszego dnia działania WATS członkiem giełdy został czeski broker Patria, a w najbliższych miesiącach GPW liczy na kilku kolejnych.
#Koszty i opłata KNF
- Niski wzrost OPEX w 3Q (o 4.9% r/r) to w dużej mierze efekt opłaty KNF – na przełomie sierpnia i września KNF ustalił stawkę wyraźnie niższą niż w 2025, więc GPW rozwiązała rezerwę budowaną od początku roku - opłata za cały 2026 ma wynieść PLN 12.9mln wobec PLN 16.8mln w 2025;
- Po wyłączeniu opłaty KNF, niższej amortyzacji i oszczędności w spółkach non-core bazowy wzrost OPEX wyniósł 8.8% r/r – w odróżnieniu od poprzednich kwartałów raportowana dynamika była niższa od bazowej;
- Koszty IT wzrosły o 48.6% r/r głównie przez przejście z modelu licencyjnego na SaaS, co ma charakter trwały, a jednorazowe są koszty końcowych prac i certyfikacji WATS;
- Niższa opłata KNF podniosła udział GPW w zysku KDPW o mniej niż PLN 1mln, więc wzrost udziału w zyskach stowarzyszonych (o 27.3% r/r) był w większości organiczny.
#Opłaty
- W 2027 zmienią się tylko opłaty za wprowadzenie do obrotu (IPO i SPO), więc wpływ na przychody ma być niewielki, a większego efektu zarząd oczekuje od 2028 po zmianie opłat za notowanie dla szerokiego rynku;
- Nowy model ma podnieść udział przychodów z listingu, który według zarządu jest niski na tle innych giełd, a dzięki wyższym opłatom GPW chce od 2028 zwiększyć budżet programu wsparcia analitycznego;

- Cennik transakcyjny nie zmieni się istotnie po wdrożeniu WATS, ale GPW rozszerza promocje celowane – w pilotażu wprowadzi znaczące rabaty dla brokerów z najwyższym udziałem w obrotach detalicznych na NewConnect, a w kolejnym okresie rozważy podobne zachęty na rynku głównym.

#OKI i ETF

- Zarząd oczekuje, że na starcie OKI najwięcej nowych aktywów trafi na lokaty – objęte sublimitem zwolnienia PLN 25tys. w ramach łącznego limitu PLN 100tys. – a z czasem banki będą przesuwać klientów do produktów o wyższej marży;
- Według oczekiwań przytoczonych przez zarząd ok. 15% z szacowanych przez MF PLN 100mld aktywów OKI po trzech latach ma trafić do akcji notowanych na GPW;
- W 2027 GPW zwiększy budżet marketingowy, m.in. pod OKI, nieco szybciej niż koszty ogółem, ale skupi się na edukacji i ETF-ach, zostawiając kampanie produktowe dużym instytucjom finansowym;
- Zarząd liczy na debiut kilku ETF-ów na polskie akcje w najbliższych tygodniach, w tym przygotowanych pod OKI, a w 2027 GPW chce wprowadzić ETF-y na krajowe indeksy na kolejne giełdy zagraniczne, również w głównych centrach finansowych.

#TGE

- TGE nie widzi ryzyka trwałego odpływu obrotu gazem z giełdy – obligo wynosi 55% i od kilku kwartałów jest realizowane z nadwyżką, a według TGE projekty legislacyjne zakładają jego podniesienie nawet do 85%;
- Podział obrotu gazem między rynek spot i terminowy zależy od cen – po przeczekaniu okresu wysokich cen TGE oczekuje powrotu odbiorców do zabezpieczania dostaw kontraktami terminowymi; w listopadzie (do 12.11) obroty gazem wzrosły o 40.9% r/r po spadku o 58.2% r/r w październiku;
- Ewentualna przegrana IRGiT w sporze o VAT oznaczałaby koszt rzędu wysokich kilkuset tysięcy złotych, maksymalnie PLN 1mln – rezerwa zakłada dziś scenariusz optymistyczny, potwierdzony wyrokiem sądu UE, ale toczy się procedura odwoławcza.

#Dywidenda i M&A

- Zarząd nie rozważa zmiany polityki dywidendowej (wypłata od 60% do 80% skonsolidowanego zysku z ambicją wzrostu DPS) i chce ją utrzymać niezależnie od projektów inwestycyjnych;
- GPW rozważa różne scenariusze akwizycji na rynkach zagranicznych, ale nie prowadzi obecnie zaawansowanych rozmów.

RUMUŃSKIE BANKI

Trzy oddalone wnioski o zawieszenie decyzji w sprawie ROBOR

- Prezes urzędu ochrony konkurencji Bogdan Chiriţoiu poinformował o trzech wygranych postępowaniach dotyczących wniosków banków o zawieszenie decyzji;
- Według prezesa urzędu banki objęte tymi rozstrzygnięciami mają zapłacić kary i przedstawić do końca listopada plany zmiany sposobu kwotowania ROBOR;
- Rozstrzygnięcia dotyczą zabezpieczenia, a nie ostatecznego rozpoznania zasadności kar; wszystkie banki zaskarżyły decyzję także co do istoty sprawy.

RUMUŃSKIE BANKI

NBR podnosi prognozę inflacji na koniec 2026 r. do 7.4%, a bank centralny dopuszcza obniżki stóp wiosną 2027 r.

- Prognoza CPI na koniec 2026 r. podniesiona do 7.4% z 6.1%, a na koniec 2027 r. do 3.7% z 3.4%; powrót do pasma celu przesunięty na 1Q28;
- Ok. 80% rewizji przypada na paliwa i energię. NBR założył Brent ok. USD 100/bbl w 4Q26 wobec USD 76 w sierpniu, a od tego czasu ropa potaniała do ok. USD 90;
- Inflacja bazowa też wyżej, 6.1% na koniec 2026 r., przez opóźnione przenoszenie kosztów energii i słabszego leja;
- Stopy bez zmian, referencyjna na 6.50%. Isărescu dopuszcza obniżki wiosną 2027 r. w najbardziej optymistycznym scenariuszu, ale NBR chce poczekać, aż spadek inflacji się utrwali. Przy głęboko ujemnej luce popytowej nie widzi też podstaw do podwyżki;
- W średnim terminie ryzyka dla inflacji są przechylone w górę. Chodzi o czas trwania szoku energetycznego, konsolidację fiskalną, wykorzystanie środków UE po wygaśnięciu NRRP i ewentualną liberalizację cen gazu od kwietnia 2027 r.

OIL, GAS & CHEMICALS

PCC ROKITA (PCR PW; BUY; TP PLN 77.8)

NWZ zatwierdziło emisję akcji za 266m PLN w zamian za aport aktywów MCAA

NWZ zatwierdziło emisję 4.03m nowych akcji serii E (19.9% obecnej liczby akcji) po cenie 66.11 PLN/akcję, o łącznej wartości 266.2m PLN, z wyłączeniem prawa poboru. Akcje obejmie PCC SE w zamian za aport 62.64% udziałów PCC MCAA oraz 100% akcji MCAA SE. OFE PZU głosował przeciw uchwale i zgłosił sprzeciw.

UTILITES & MINING

LUMINA METALS (LMCU CN; BUY; TP CAD 14.32)

Włączenie do indeksu Nasdaq Junior Silver Miners

Spółka dołączyła do The Silver Institute, międzynarodowej organizacji branży srebra, a jej akcje zostały włączone do indeksu Nasdaq Junior Silver Miners, stanowiącego benchmark dla ETF Amplify Junior Silver Miners (NYSE: SILJ).

CONSUMER

ZABKA GROUP (ZAB PW; HOLD; TP PLN 33)

UOKiK wyraził zgodę na przejęcie Żabki przez ACT/Circle K

- UOKiK opublikował wczoraj wydaną 13 listopada decyzję DKK-250/2026, wyrażając zgodę na przejęcie wyłącznej kontroli nad Żabka Group przez Circle K Polska, spółkę zależną Alimentation Couche-Tard;
- Zgoda dotyczy transakcji realizowanej w ramach dobrowolnego wezwania ogłoszonego 26 sierpnia 2026 po cenie 32 PLN za akcję; termin przyjmowania zapisów został wcześniej przedłużony do 2 grudnia.

INFLACJA BAZOWA

Inflacja bazowa październik'26: +2.9% r/r, 0.0% m/m

	Oct 25	Nov 25	Dec 25	Jan 26	Feb 26	Mar 26	Apr 26	May 26	Jun 26	Jul 26	Aug 26	Sep 26	Oct 26
y/y													
Inflation excluding food and energy prices	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	2.7%	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%	3.3%	3.1%	2.9%
Inflation excluding administered prices	2.3%	2.0%	1.8%	1.6%	1.6%	2.7%	2.9%	2.8%	2.1%	2.8%	3.3%	4.1%	3.5%
Total - CPI	2.8%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	3.0%	3.2%	3.1%	2.5%	3.0%	3.4%	4.1%	3.5%
m/m													
Inflation excluding food and energy prices	0.1%	-0.1%	0.0%	0.4%	0.3%	0.5%	0.9%	-0.1%	0.3%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%
Inflation excluding administered prices	0.1%	0.1%	-0.1%	0.4%	0.4%	1.3%	0.6%	-0.4%	-0.6%	0.9%	0.4%	0.8%	-0.5%
Total - CPI	0.1%	0.1%	0.0%	0.7%	0.3%	1.1%	0.6%	-0.3%	-0.5%	0.8%	0.3%	0.7%	-0.4%

Source: NBP calculations based on Statistics Poland data, PAP, Trigon

TMT

PASSUS

Umowa wykonawcza z podmiotem Skarbu Państwa za PLN 24.13mln brutto

- Umowa z 16 listopada na rozwiązanie do zarządzania zdarzeniami i informacjami bezpieczeństwa ma wartość PLN 24.13mln brutto i termin realizacji pięciu dni roboczych.

INDUSTRIALS

COGNOR (Restricted)

Podsumowanie konferencji wynikowej

- Walcownia w Siemianowicach Śląskich: wykorzystanie mocy produkcyjnych w 3Q wyniosło 21%, wobec 25% w 2Q, przez część lipca i sierpnia w zakładzie trwał postój
- Koszty postojów obciążyły wyniki 3Q26 kwotą 8,5mln PLN wyższą niż w ub.r.
- Safeguard/CBAM: w ramach nowe Safeguardu kontyngenty na pręt żebrowany z Turcji spadły z 94 do 60 tys. ton kwartalnie, limit dla Ukrainy wynosi 17 tys. ton, przy 15 tys. ton wykorzystanych w 3Q i 2 tys. ton wykorzystanych dotychczas w 4Q
- Bardzo dobre wyniki notują Szopienice (wyroby ze stopów brązu) oraz JAP na części asortymentu
- Outlook: Zarząd zwraca uwagę na wyższe ceny i spready w 4Q i spodziewa się znacząco lepszych wyników w 4Q, w tym zysku netto
- W przyszłym roku spodziewane jest dojście do 50% obłożenia mocy produkcyjnych zakładu w Siemianowicach Śląskich, co ma nastąpić w połowie roku, Zarząd podkreśla, że największy efekt rozwodnienia kosztów jednostkowych zakładu jest obserwowany pomiędzy zwiększeniem produkcji z 25% (500 PLN/t dodatkowego kosztu jednostkowego) do 50% (250 PLN/t)
- Poprawa przyszłorocznej sprzedaży z Siemianowic ma być wsparta lepszą polityką handlową z dystrybutorami, z którymi będą zawierane umowy roczne uwzględniające bonusy od zrealizowanych wolumenów, czego nie było w br.
- Wsparcie dla przemysłu energochłonnego: nowa propozycja wsparcia zakłada mechanizm mrożenia ceny na poziomie 50 EUR/MWh, dla 50% rzeczywistego zużycia. Różnica w cenach wynikających z mechanizmu a cenach na TGE, będzie przemnożona przez wolumen zużycia i korygowana o dotychczas otrzymywane rekomepnsaty, które w przypadku COG wynoszą ok. 85mln PLN, w przypadku nadwyżki spółce będzie wypłacana subwencja, której 50% będzie musiało być przeznaczone na inwestycje w OZE
- Zarząd nie precyzuje jaka może być skala rzeczywistej subwencji za okres kwi-gru'26
- Na przyszły rok zabezpieczenie energii elektrycznej obejmuje 1/3 prognozowanego wolumenu po cenie 500 PLN/MWh i rozłożone jest równomiernie pomiędzy kwartałami, brak zabezpieczeń na gazie
- Spółka jest na etapie wyboru ofert dotyczących realizacji inwestycji w HSJ, co ma nastąpić do końca br.

CREOTECH QUANTUM (CRQ PW; No recommendation)

Udział w QIA-Phase2, 240,1 tys. EUR na rozwój technologii Internetu Kwantowego

- 16 listopada spółka podpisała umowę udziału w QIA-Phase2, projekcie rozwoju Internetu Kwantowego realizowanym na zlecenie Komisji Europejskiej;
- Budżet projektu wynosi ~47,5 mln EUR, z czego 240,1 tys. EUR przypada na Creotech Quantum, przewidywany okres realizacji to 42 miesiące;
- Program koordynowany przez Uniwersytet Techniczny w Delft ma stworzyć pełny prototyp szkieletowej sieci Internetu Kwantowego oraz europejski komercyjny łańcuch dostaw;
- Creotech Quantum opracuje elektronikę sterującą węzłem sieci Internetu Kwantowego opartym na uwięzionych jonach;
- Według zarządu opracowana technologia może stać się nowym produktem spółki, umożliwiającym wejście na rynek Internetu Kwantowego.

ICEYE / AVIO / RYNEK SPACE

ICEYE oferuje 2,05 mld EUR za Avio, ~20% premii i plan delistingu - Reuters / Bloomberg

- Avio otrzymało ofertę od Iris 2, pośrednio w całości kontrolowanej przez ICEYE, na wszystkie akcje zwykłe po 41 EUR w gotówce;
- Oferta wycenia 100% akcji Avio na ~2,05 mld EUR według obliczeń Bloomberga, implikując ~20% premii do poniedziałkowego zamknięcia;
- Celem wezwania jest przejęcie wszystkich akcji zwykłych i wycofanie Avio z segmentu STAR giełdy Euronext Milan;
- Realizacja oferty zależy od spełnienia warunków zawieszających; rada dyrektorów Avio zapowiedziała rozpoczęcie oceny propozycji;
- Avio to włoski producent rakiet nośnych Vega C oraz systemów napędowych dla rakiet Ariane 6 i pocisków rakietowych, obsługujący sektor kosmiczny i obronny.

RYNEK DEFENCE / UKRAINA

UE przekazuje 1,71 mld EUR na zakup dronów, amunicji i systemów obrony powietrznej

- Komisja Europejska poinformowała 16 listopada o wypłacie 1,71 mld EUR w ramach pożyczki Ukraine Support Loan o łącznej wartości 90 mld EUR;
- Środki będą przeznaczone na zakupy dronów, amunicji, systemów obrony przeciwlotniczej, w tym radarów wczesnego ostrzegania i pocisków przechwytujących;
- Około 40% najnowszej transzy, czyli ~684mln EUR, ma sfinansować kontrakty z producentami z UE, pozostałe zamówienia będą realizowane m.in. przez ukraiński przemysł obronny;
- Jest to ósma wypłata w ramach komponentu obronnego programu, a nie nowa pula finansowania ponad wcześniejsze zobowiązania UE;
- Nie ujawniono konkretnych dostawców, wartości poszczególnych kontraktów ani terminów dostaw.

RYNEK DEFENCE / HANWHA AEROSPACE / WB GROUP

Podsumowanie wywiadu z prezesem Hanwha Aerospace Billy Boo-Hwan Lee - Defence24

- Najbliższym priorytetem Hanwha jest uruchomienie w Polsce lokalnych zdolności produkcyjnych pocisków kierowanych CGR-080 o zasięgu 80 km;
- Powstająca w Polsce pierwsza europejska fabryka systemów rakietowych koncernu ma w przyszłości zaopatrywać również inne kraje Europy;
- Hanwha chce współpracować z WB Group i PGZ przy rozwoju rakiet o zwiększonym zasięgu oraz różnych typów głowic bojowych;
- Kolejne potencjalne obszary współpracy obejmują pociski dla Chunmoo o zasięgu 160 km, 290 km i większym, zależnie od polskich wymagań;
- Lokalizacja produkcji pocisków o zasięgu ~500 km pozostaje na wczesnym etapie rozważań i wymagałaby odpowiednich zgód rządu Korei Południowej;
- Koncern widzi również potencjał oferowania Polsce systemów obrony powietrznej i przeciwrakietowej M-SAM oraz L-SAM poprzez partnerstwa przemysłowe i lokalizację produkcji.

RYNEK DEFENCE

KE proponuje 131 mld EUR na obronność i space - Politico

- KE proponuje przeznaczenie 131mld EUR na obronność i sektor kosmiczny w budżecie 2028-2034, wobec ~25mld EUR obecnie;
- Budżet pozostaje przedmiotem negocjacji, ostateczna kwota może być niższa ze względu na presję m.in. Niemiec i Holandii na ograniczenie wydatków;
- Według prezesa Patrii wieloletnie finansowanie zwiększyłoby przewidywalność inwestycji, obecne zamówienia obejmują zwykle około dwóch lat, utrudniając długoterminową rozbudowę mocy;
- Obecne instrumenty mają ograniczony horyzont: EDIP o wartości 1,5mld EUR działa do 2027, a wypłaty i realizacja projektów SAFE sięgają 2030.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

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

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [pozytywne]

#Przegląd opcji

- Przegląd opcji ma na celu próbę znalezienia sposobu na przyspieszenie wzrostu w Europie.
- Jednocześnie Zarząd wskazuje, że obecnie NAV per share wynosi ok. 140 PLN i przy obecnej wycenie emisja akcji nie jest rozważana.

#Wskaźniki operacyjne

- Zarząd wskazuje, że NAV na akcję wynosi ok. PLN 140, a wyceny portfela pozostały stabilne, cześć projektów została zrewaluowana w górę.
- Czynsze like-for-like przy odnawianych umowach rosną średnio o 15% r./r. ponad inflację, a retencja najemców wynosi ok. 99%.

#Portfel

- Umowy podpisane od początku roku dodadzą ok. 10 mln EUR czynszu, a FY26E ma być rekordowy pod względem nowego czynszu.
- Spółka finalizuje negocjacje kilku umów, a 4Q26 ma być rekordowym kwartałem najmu w Polsce i za granicą.
- Spółka podpisała z Auto Partnerem największą od lat umowę na ok. 42 tys. m2 oraz umowę z Inter Cars w Wiedniu.

#Rynki zagraniczne

- W przyszłym tygodniu ruszy budowa magazynu w Monachium, którego koszty będą o kilkanaście procent niższe od zakładanych, a Zarząd oczekuje jego pełnego wynajęcia już na starcie.
- Kolejnymi projektami w Niemczech będą Hamburg i Frankfurt, a Spółka kupuje też działkę pod Düsseldorfem.
- Udział Polski w wartości portfela spadł z 82% w FY23 do ok. 70%, a do FY28E ma się zrównać z udziałem rynków zagranicznych.
- Popyt na magazyny w Niemczech wzrósł w tym roku o 28% r./r., a w Zagłębiu Ruhry o 35%.

#Outlook

- Na obecnym etapie wzrostu, FFO nie jest kluczowym czynnikiem ze względu na skokowy wzrost uruchomianych projektów. W całym FY26E FFO powinno być płaskie.
- Zarząd oczekuje wzrostu popytu na głównych rynkach w niskim dwucyfrowym tempie, napędzanego m.in. przez klientów z Azji, przenoszenie produkcji do Niemiec i sektor obronny.
- Grunty pod rozwój są zabezpieczone do 2028 r., a pipeline pozwala na wzrost biznesu o ok. 30% rocznie.
- Udział mniejszych magazynów miejskich (SBU, last mile) w portfelu wzrósł do 17% w 3Q26 i ma osiągnąć ok. 30% w FY28E.
- Spółka chce podnieść rating inwestycyjny o 1-2 stopnie, co obniżyłoby koszt finansowania o ok. 75-100 pb.
- ND/run rate EBITDA powinien spaść do poziomu <10x vs. obecne 11x.
- Spółka nie spodziewa się kompresji yieldów w najbliższym czasie, jednocześnie Zarząd nie widzi ryzyka wzrostu stóp kapitalizacji dla portfela MLP.

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

Mesko i Jelcz z grupy PGZ otrzymają blisko 700mln PLN dofinansowania na zwiększenie moce produkcyjne [pozytywne]

- PGZ i Ministerstwo Aktywów Państwowych podpisały umowy inwestycyjne oraz umowy objęcia akcji, na mocy których spółki Mesko i Jelcz otrzymają dofinansowanie z Funduszu Inwestycji Kapitałowych.
- Mesko otrzyma 368.75 mln PLN na zwiększenie mocy produkcyjnych zestawów rakietowych, w tym Piorun i Piorun 2, przy łącznej wartości projektu 400.35 mln PLN, z czego 31.6 mln PLN stanowi wkład własny spółki.
- Projekt Mesko ma zostać zakończony w grudniu 2028 r. i zwiększy moce produkcyjne do ok. 2,500 sztuk rocznie, a w przyszłości na tej samej linii może być produkowana nowa wersja PPZR Piorun.
- Jelcz otrzyma 300 mln PLN na utworzenie nowego oddziału produkcyjnego w Raciborzu w oparciu o majątek nabyty od Rafako, który ma umożliwić produkcję ok. 700 pojazdów rocznie.
- Łączne nakłady na projekt Jelcza wyniosą 578.6 mln PLN, z czego 278.6 mln PLN będzie pochodzić ze środków własnych (m.in. dokapitalizowanie przez PGZ, leasing, sprzedaż nieruchomości i kredyt inwestycyjny), a zakończenie inwestycji zaplanowano na grudzień 2029 r.
- Według PGZ w ciągu ok. 7 miesięcy ma się rozpocząć budowa nowej fabryki Jelcza w Miłoszycach, która ma produkować ok. 1,600 pojazdów rocznie.

SKANSKA

Umowa na budowę kompleksu mieszkań na wynajem i akademika w Warszawie za EUR 44mln

- Skanska podpisała z White Stone Development (WSD SPV 6 Sp. z o.o.) umowę na budowę kompleksu mieszkaniowego i akademika w Warszawie o wartości EUR 44mln (ok. SEK 480mln), która zostanie ujęta w portfelu zamówień segmentu europejskiego w 4Q26.
- Projekt obejmuje dwa budynki z łącznie 825 w pełni wykończonymi lokalami mieszkalnymi i 6 lokalami usługowymi, tj. budynek PRS (9 kondygnacji nadziemnych i 1 podziemna) z 377 mieszkaniami oraz akademik (14 kondygnacji nadziemnych i 1 podziemna) z 448 jednostkami.
- Budowa ma rozpocząć się w listopadzie 2026, a jej zakończenie zaplanowano na 2028.

SKANSKA

Sprzedaż projektu mieszkań na wynajem LibroPark w Uppsali do Folksam Group za ok. SEK 460mln

- Transakcja zostanie rozpoznana w 4Q26, w 70% w segmencie Commercial Property Development i w 30% w segmencie Residential Development, natomiast jej zamknięcie nastąpi po ukończeniu projektu, planowanym na 1Q29E.
- Projekt obejmuje 143 mieszkania o łącznej powierzchni najmu ok. 8,200 m2 oraz ok. 200 m2 powierzchni komercyjnej w budynkach o wysokości od 5 do 7 kondygnacji z garażem podziemnym.
- Prace przygotowawcze już się rozpoczęły, a start budowy zaplanowano na 4Q26.

RYNEK INFRASTRUKTURY

Bechtel zainteresowany dużymi projektami infrastrukturalnymi i transportowymi w Polsce

- Amerykański Bechtel poza sektorem jądrowym jest szczególnie zainteresowany sektorem kolejowym i lotniczym.
- Największym projektem realizowanym obecnie przez Bechtel w Polsce jest budowa pierwszej elektrowni jądrowej w lokalizacji Lubiatowo-Kopalino, w której spółka jest generalnym wykonawcą w konsorcjum z Westinghouse, a inwestorem są Polskie Elektrownie Jądrowe.
- W ramach inwestycji mają powstać trzy reaktory AP1000, a Bechtel odpowiada za prace inżynieryjne, zaopatrzenie w zakresie wyspy turbinowej i pozostałych elementów elektrowni oraz wszystkie prace budowlane.
- Bechtel realizował wcześniej projekty o skali porównywalnej z programem Port Polska, w tym lotniska przy dużych miastach (m.in. Sydney, Londyn, Dubaj, Hongkong), linie kolejowe i sieci metra.
- Według Bechtela kluczowe dla powodzenia projektu są wykorzystanie krajowego potencjału wykonawczego i łańcucha dostaw, wczesne zaangażowanie doświadczonych zespołów, odpowiednie przygotowanie projektu i podział ryzyk w kontraktach oraz ciągłość finansowania.

RYNEK KOLEJOWY

PKP PLK szacuje plan inwestycyjny na FY27E na ok. 17 mld PLN

- PKP PLK szacuje, że w FY26E zrealizuje plan inwestycyjny na poziomie ok. 15 mld PLN, co będzie rekordową wartością w historii spółki mimo intensywnej zimy na początku roku.
- W FY27E wartość planu inwestycyjnego ma wzrosnąć do ok. 17 mld PLN.
- Wartość podpisanych umów i trwających przetargów wyniosła na koniec ubiegłego miesiąca 52.5 mld PLN i zostanie skonsumowana przez rynek w ciągu najbliższych 3-4 lat.
- Portfel projektów na kolejne miesiące jest w zasadzie gotowy, jednak FY27E będzie okresem przejściowym między kończącym się programem unijnym a kolejną perspektywą finansową.
- Nowej perspektywy jeszcze nie widać, a ze względu na kalendarz wyborczy w Europie w 2027 r. nie wiadomo, czy KE zdąży zakończyć prace nad nowymi ramami finansowymi.

BIOTECH

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

Przejęcie Mayne Pharma za AUD 604m – drogi headline, ale transakcja strategicznie wzmacniająca segment WHC poprzez gotowy dostęp produktów do rynku USA [lekko pozytywne]

- Richter przejmie 100% Mayne Pharma po AUD 6,40/akcję, co implikuje equity value ok. AUD 604m i premię 99% do ostatniego kursu oraz 124% do 30-dniowego VWAP. Transakcja będzie finansowana z własnej gotówki i powinna zostać zamknięta w marcu 2027 r.

DIAGNOSTYKA (DIA PW; HOLD; TP PLN 181)

Projekt platformy danych medycznych i AI wybrany do dofinansowania FENG [lekko pozytywne]

- Projekt Diagnostyki dotyczący budowy wielkoskalowej, multimodalnej platformy danych medycznych i AI został wybrany do dofinansowania w ramach FENG.
- Wartość projektu wynosi PLN 102.9m, z czego maksymalna dotacja może sięgnąć PLN 51.3m, co ogranicza efektywny wkład własny DIA do ok. PLN 51–52m. Realizacja planowana jest na 2Q27–4Q28.

OTHER INFORMATION

JRH ASI: Negocjacje umowy o współpracy
- Spółka negocjuje współpracę z podmiotem związanym z Mykhailo Fedorovem; strony dążą do zakończenia rozmów 17 listopada, ale istotne warunki nie zostały uzgodnione i nie ma pewności zawarcia umowy.

POLSKA: Deficyt budżetu po październiku wyniósł PLN 195.2mld
- Deficyt osiągnął PLN 195.2mld, czyli 71.8% planu;
- Dochody wyniosły PLN 501.7mld, o 6.4% więcej r/r, a wydatki PLN 696.9mld, o 0.3% mniej r/r.

INSIDER TRADING

PGE
PKO Bank Polski, podmiot blisko związany z członkiem rady nadzorczej PGE, nabył i sprzedał po 6 000 akcji 13 listopada, odpowiednio @ PLN 16.135 i @ PLN 16.155.

POLIMEX MOSTOSTAL
Enea sprzedała łącznie 100 000 akcji 12–13 listopada po średniej cenie około PLN 7.12; powiadomienie opublikowano 16 listopada.

ARLEN
Podmiot związany z prezesem zarządu nabył łącznie 23 574 akcje po średniej cenie około PLN 21.53.

LOKUM DEWELOPER
Kuźniar Fundacja Rodzinna, podmiot związany z prezesem zarządu, nabyła 6 788 akcji 16 listopada po średniej cenie PLN 24.86.

SHARE BUYBACK PROGRAM

PEPCO GROUP N.V.
Nabycie 786 117 akcji @ PLN 49.30 za PLN 38.76mln; ponadto skuteczne stało się umorzenie 51 153 590 akcji własnych skupionych w sierpniowym wezwaniu.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

ALIOR BANK
Rada nadzorcza ponownie powołała Piotra Żabskiego na prezesa zarządu ze skutkiem od 1 stycznia 2027.

ENEA
NWZA powołało Marka Gajdzińskiego do rady nadzorczej XII kadencji ze skutkiem od 16 listopada.

PCC ROKITA
NWZA odwołało p. Mariusza Dopierałę z rady nadzorczej i powołało do niej p. Grzegorza Warzochę; przyczyn odwołania nie ujawniono.

BONDS

DEVELIA: Podwyższenie programu obligacji do PLN 1.05mld
- Limit programu wzrósł z PLN 850mln do PLN 1.05mld;
- Spółka rozważa emisję do końca 4Q26 obligacji niezabezpieczonych, o zmiennym oprocentowaniu i zapadalności do czterech lat; ostatecznych parametrów nie ustalono.

BLOCK TRADES

4MASS
16 listopada 2026 zawarto transakcję pakietową na 90 605 akcji (0.38% kapitału) po PLN 3.72, tj. 39.31% poniżej kursu sesyjnego PLN 6.13; wartość transakcji wyniosła PLN 337 051.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

PGE: NWZA 14 grudnia 2026
- Porządek obrad obejmuje zmianę regulaminu WZA, zgodę na sposób głosowania w sprawie statutu PGE Systemy i politykę równowagi płci w organach spółki.

BNP PARIBAS BANK POLSKA: NWZA 15 grudnia 2026
- Projekty przewidują program motywacyjny i upoważnienie do nabycia do 354 033 akcji własnych w latach 2027–2031;
- Budżet skupu ma wynieść do PLN 66.2mln, przy cenie od PLN 50 do PLN 300 za akcję i wymaganej zgodzie KNF;
- Pozostałe punkty dotyczą m.in. rady nadzorczej, polityk wewnętrznych i statutu.

CYFROWY POLSAT: NWZA 14 grudnia 2026
- Porządek obejmuje liczebność i zmiany w radzie nadzorczej, zmiany statutu oraz politykę równowagi płci;
- Reddev Investments zgłosił Bartosza Krużewskiego jako kandydata do rady nadzorczej.

PCC ROKITA: NWZA zatwierdziło emisję akcji serii E za aport
- NWZA uchwaliło emisję 4 027 312 akcji @ PLN 66.11 dla PCC SE, z wyłączeniem prawa poboru;
- Wartość emisyjna wynosi PLN 266.25mln, a aport obejmuje udziały w PCC MCAA i akcje MCAA SE.

MARVIPOL DEVELOPMENT: NWZA 17 grudnia 2026
- Projekty obejmują połączenie ze spółkami zależnymi, przyjęcie polityki wynagrodzeń i zmianę statutu.

SYNTHAVERSE: NWZA zatwierdziło emisję 9 mln akcji serii X @ PLN 2.25
- Emisja dla VALUE FIZ ma przynieść PLN 20.25mln, z wyłączeniem prawa poboru.

FINANCIAL RESULTS

NOVEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
02-06			MCOVB	**DNP**, **PKO**, **PKN**, ASB, BHW, BNP, ATC, MTGB, RHM	ICE, MOL
09-13	TEN	RICHT	ART., OTP	CEZ, WIZZ	MLG, STP
16-20	CBF, GPW, ERB, OND, SHO	CAR, WPL, ANR, DAD, INPST, MAB, OPN	**KGH**, CPS, ENA, TPE, CLN, UNT	**PZU,** APR, ATT, BFT, DOM, DVL, EUR, GPP, MBR, NEU, PEP, CTX, FRO, MFO, MGT, RVU, SLV	NWG, XTB, AMC, CMP, SEL, TLV
23-27	GTC, PXM	**CDR, PGE**, HUG, JSW, ARH, ARL, BLO, CRJ	11B, MUR, SKA, XTP	ACP, DIA, MRB, RBW, VOX, 1AT, CIG, CRI, ECH, ENT, FAB, PCF, VRG, WLT, WTN	**MDV**, ACG, BCX, PLW, RWL, TOR, VGO
30	LBW, DIG, GEA, PBX, SCP				

DECEMBER	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01-04			ITX		
07-11					
14-18					
21-25					
28-31					

JANUARY	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
01					
04-08				AB	
11-15				**PCO**	
18-22					
25-29				HMB, WIZZ	

Order: **WIG20** / mWIG40 / Trigon DM Coverage

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			P/BV			ROE			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
Alior	ALR	Buy	165.0	147.7	12%	19,276	11.7	9.2	8.9	1.4	1.4	1.3	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	37.4	12%	46,660	12.1	9.0	8.5	1.9	1.7	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	188.8	3%	27,933	12.5	9.7	8.8	1.5	1.4	1.3	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	32.4	-1%	22,580	18.0	11.7	11.1	2.0	1.8	1.7	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	117.1	10%	48,071	11.6	10.2	10.0	1.8	1.7	1.6	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	129	-2%	16,803	12.5	12.2	11.5	1.7	1.6	1.6	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	485.0	-13%	63,099	15.6	13.4	11.7	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	1,742.0	-31%	74,119	18.8	14.7	13.6	2.9	2.5	2.3	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	24	-20%	29,333	19.4	11.9	11.1	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	41,850.0	19%	11,718	10.3	8.6	8.2	1.9	1.7	1.6	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	271.3	6%	71,208	12.0	9.7	9.3	2.0	1.8	1.7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	120.3	2%	150,400	13.8	10.4	9.7	2.4	2.2	2.1	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	806.0	-3%	82,365	15.0	12.2	10.9	2.3	2.1	2.0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	329.6	43%	6,442	6.6	5.9	5.6	1.1	1.0	0.9	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	76.0	-1%	65,593	10.6	10.1	9.7	1.7	1.6	1.6	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	110.6	23%	267	---	---	14.5	5.2	42.0	4.8	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	136.0	32%	2,380	8.6	9.2	9.6	6.0	6.3	6.3	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	16.1	28%	200	9.9	9.0	8.0	6.0	5.2	4.5	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	66.6	-2%	67,817	32.8	24.7	20.2	17.5	14.4	12.2	2%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	17.9	17%	451	9.7	9.9	9.1	4.5	4.2	4.0	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	9.1	-7%	2,007	29.7	18.0	15.7	4.9	4.9	4.8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	23.5	26%	447	15.5	10.9	8.6	7.1	6.2	5.4	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65.0	55.0	18%	3,217	7.8	7.2	6.4	7.4	6.9	6.1	5%	6%	9%	---
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.0	19.9	36%	240	13.2	11.8	7.3	8.7	4.2	3.1	0%	0%	9%	---
Asbis	ASB	Buy	180.0	156.9	15%	8,708	11.5	9.6	8.1	7.6	6.7	6.1	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	171.5	14%	3,657	23.9	20.1	17.9	11.9	10.2	8.9	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	85.6	10%	2,861	17.8	16.5	14.7	12.8	11.8	10.7	4%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230.0	232.8	-1%	19,322	22.8	21.2	19.9	---	---	---	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81.0	73.6	10%	3,819	17.3	14.6	13.2	9.6	8.5	7.6	3%	3%	3%	---
Atal	1AT	Buy	80.0	60.7	32%	2,626	6.0	5.9	5.5	7.8	6.9	6.3	7%	13%	14%	---
Auto Partner	APR	Buy	34.5	29.1	19%	3,795	13.2	11.4	10.5	9.2	8.0	7.3	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	---	15.4	---	1,527	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	6,250.0	6%	20,632	20.9	17.0	16.3	12.5	10.4	9.1	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	69	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	20.6	85%	397	---	7.1	3.2	12.7	3.4	1.5	0%	0%	11%	---
Budimex	BDX	Buy	900.0	766.4	17%	19,566	26.2	22.5	19.0	15.6	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	280.8	16%	28,055	43.7	29.0	8.8	37.9	23.5	5.9	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	15.8	146%	852	8.4	86.0	29.2	133.3	13.1	9.4	---	---	---	---
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	-4%	535	153.2	8.1	7.1	21.6	3.1	3.0	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	364	23%	261	6.7	15.7	66.5	3.4	5.6	8.9	11%	14%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	710.0	32%	2,488	116.2	45.8	31.8	46.7	23.3	15.6	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	20.4	18%	4,547	49.1	26.1	12.6	7.3	6.6	5.1	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	101.8	8%	2,003	25.2	14.5	12.2	12.8	8.8	7.5	4%	4%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	10.0	119%	10,044	8.8	7.3	6.3	6.2	5.0	4.1	0%	2%	6%	88

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
CTP	CTPNV	Buy	18.5	13.0	43%	6,505	14.6	5.6	4.7	16.6	8.8	8.0	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	199.0	16%	3,687	56.4	23.8	18.1	17.5	12.4	10.0	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.8	13.2	43%	8,410	15.1	15.0	11.9	6.0	5.9	5.5	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	91.9	11%	1,084	39.4	28.5	20.2	20.7	16.1	11.9	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10.0	8.3	21%	3,873	8.5	7.8	7.7	7.9	7.5	7.3	9%	9%	10%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	153.6	18%	5,185	19.8	16.3	14.1	9.8	8.5	7.5	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	290.0	29%	1,324	21.2	15.7	12.3	9.9	8.0	6.7	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	38.6	5%	37,853	23.2	17.4	14.0	14.0	10.8	8.6	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	250.5	14%	6,463	9.3	8.5	7.8	7.9	6.9	6.1	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.6	25%	2,319	14.4	7.1	4.8	8.6	6.4	5.3	14%	14%	14%	---
Erbud	ERB	Buy	30.0	24.3	23%	290	---	10.0	10.5	5.0	5.2	4.2	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	21.7	19%	11,485	4.8	4.7	5.5	4.0	4.1	4.7	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	49.7	47%	871	62.3	14.7	13.5	4.0	3.9	3.9	6%	7%	7%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.8	---	664	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.6	13%	74	12.3	10.1	9.3	6.9	5.9	5.3	9%	9%	9%	---
Ferro	FRO	Buy	35	29	20%	620	9.5	8.7	8.0	6.4	6.2	5.7	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,474	13,700	-2%	2,553,680	11.8	9.2	8.2	5.7	5.8	4.7	3%	7%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	104.4	-19%	4,382	17.3	16.2	15.5	14.2	12.7	11.9	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	2.2	35%	1,275	---	45.9	17.2	45.8	23.3	19.9	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	24.9	29%	703	2.8	3.1	3.7	1.6	2.0	2.5	68%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	180.0	-32%	287,797	22.6	21.8	20.8	8.6	8.6	8.5	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	60.3	-2%	187,934	27.4	24.9	22.7	15.0	13.6	12.5	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,094.0	13%	15,500	14.4	12.2	10.6	10.1	8.8	7.6	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	20.0	5%	12,586	20.1	15.0	13.7	6.6	5.9	5.6	4%	3%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	26.1	---	3,067	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,316.0	6%	12,976	18.9	16.4	12.9	12.3	10.9	9.3	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	267.0	31%	53,400	5.5	7.1	8.0	3.9	4.3	4.4	1%	1%	1%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	29,000	-3%	53,903	17.9	16.9	15.0	9.0	8.1	7.1	3%	3%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	7	105%	2,176	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	10	---	192	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	260.5	25%	486	0.8	3.9	2.7	1.3	2.9	2.2	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	46.6	35%	487	12.1	6.2	---	8.7	4.1	---	37%	99%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	11.1	22%	1,222	9.7	9.6	8.3	6.3	6.5	5.3	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	95.8	36%	2,299	8.8	5.8	4.4	10.7	9.0	7.5	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	423.0	1%	1,486	13.9	13.0	12.5	9.4	8.8	8.4	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	110.0	-22%	8,473	---	32.7	21.0	14.1	7.8	6.5	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	4,928.0	9%	3,704	5.6	6.1	7.4	3.2	3.2	3.3	7%	8%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	5.5	106%	137	---	1.5	---	---	0.6	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	39	34%	1,595	5.9	5.5	5.7	6.4	6.0	6.0	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	104.5	67%	12,487	21.8	14.2	11.4	5.4	4.4	3.4	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	708.0	14%	3,287	15.7	13.7	12.4	8.4	7.5	6.7	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	8.7	3%	476	35.1	18.0	15.1	10.1	7.7	6.7	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	102.2	57%	1,154	13.5	11.7	10.4	8.3	7.6	6.9	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	17.0	12%	22,317	19.2	16.9	14.3	5.9	5.8	5.3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	131.7	32%	152,919	5.1	5.5	6.3	2.8	2.9	3.3	6%	8%	8%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	61.8	26%	1,252	9.9	10.6	8.9	5.0	4.4	3.9	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3.1	---	144	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	163.3	---	81,650	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.3	---	206	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	51.1	-1%	26,883	16.7	15.0	13.7	7.6	7.0	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	15.7	20%	35,215	5.4	5.9	6.8	3.9	4.5	4.7	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	241.0	66%	1,607	10.7	8.4	8.3	6.6	4.8	4.7	7%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	65.7	51.7	27%	3,992	36.0	30.4	37.5	11.8	10.7	10.9	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.9	68%	1,802	13.6	12.2	10.7	4.9	3.9	3.1	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	19.0	92%	112	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Porr	POS	Buy	40.0	33.2	20%	1,302	9.5	8.7	8.0	2.0	1.9	1.8	3%	4%	5%	88
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	120.6	49%	1,755	9.2	8.9	8.1	6.3	5.9	5.0	7%	6%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	768.7	98%	35,967	23.5	15.6	11.7	12.8	8.7	6.6	1%	2%	3%	75
Robyg	ROB	Buy	40.0	28.3	41%	3,071	7.7	6.3	5.6	7.4	6.6	5.9	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.7	17.6	91%	407	---	12.6	43.3	---	6.5	13.1	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	626.1	20%	340,212	40.0	27.7	22.4	22.2	16.2	13.2	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	206	145.0	42%	459	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35.0	17.3	103%	327	---	42.6	21.1	8.3	7.3	5.4	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	83.4	20%	1,052	13.2	10.6	10.4	7.7	6.5	6.2	---	---	---	---
Strabag	STR	Buy	145.0	106.0	37%	12,237	12.1	10.8	10.1	4.3	3.8	3.5	3%	3%	3%	68
Synektik	SNT	Hold	378	328.0	15%	2,798	15.8	13.6	12.4	10.8	8.9	7.9	3%	4%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	9.2	26%	16,166	6.9	6.5	6.8	5.6	5.5	5.6	2%	2%	2%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102.4	86.7	18%	561	12.3	9.4	6.6	7.5	5.8	3.9	11%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	56.3	51%	1,293	13.3	10.1	6.7	6.1	3.9	2.1	6%	4%	5%	---
Toya	TOA	Buy	12.5	13.3	-6%	982	10.4	9.7	8.7	8.1	7.7	6.9	---	---	---	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	324.5	---	447,810	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	152.0	20%	1,193	7.2	11.6	9.6	6.2	6.5	6.1	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	123.4	26%	2,742	23.6	18.4	14.9	16.9	13.2	10.5	2%	3%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	508.0	46%	511	43.3	23.9	13.4	16.2	12.8	7.9	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	152.2	19%	1,598	14.8	15.0	13.0	8.3	8.4	7.4	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.3	25%	1,238	10.4	9.0	8.2	5.1	4.7	4.4	1%	4%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	55.8	16%	1,661	11.1	15.0	13.2	5.9	5.2	4.9	18%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	11.0	-32%	202	18.3	15.8	15.6	4.2	4.6	4.4	0%	0%	4%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	11.5	---	1,189	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155.7	139.7	11%	16,427	10.7	11.6	10.0	7.1	7.3	6.0	3%	7%	6%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	69.3	---	204	---	---	---	---	---	---	---	---	---	
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.