TRIGON

19 November 2026

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS
PZU: Wyniki za 3Q'26 zbliżone do konsensusu ale poniżej naszych prognoz [lekko negatywne]
KGHM: Wyniki za 3Q26 [lekko pozytywne]
TAURON: Wyniki za 3Q26 [neutralne]
ENEA: Wyniki za 3Q26 [neutralne]
CYFROWY POLSAT: Wyniki za 3Q26: adj. EBITDA wyższa o 10% r/r, 4% powyżej konsensusu, mocne media i cash flow, telekomunikacja wsparta zmianą rozliczeń energii, dynamika przychodów detalicznych spadła do +2% [lekko pozytywne]
DOM DEVELOPMENT: Wyniki 3Q26: zgodne z oczekiwaniami, erozja marży niższa od naszych założeń, świetny OCF [lekko pozytywne]
PORR: Wyniki 3Q26 [lekko pozytywne]
AUTO PARTNER: Wyniki 3Q26: zgodne ze wstępnymi, mocna marża brutto i przepływy [neutralne]
NEUCA: Wyniki za 3Q26: słabsza od oczekiwań kompozycja, delta na badaniach wsparta one-offem [lekko negatywne]
UNIMOT: Wyniki za 3Q26. Dobry OCF. [lekko pozytywne]
CELON PHARMA: Wyniki 3Q26: EBITDA powyżej oczekiwań dzięki poprawie sprzedaży leków i dyscyplinie kosztowej; pogorszenie płynności głównym ryzykiem [negatywne]
RYVU THERAPEUTICS: Wyniki 3Q26: poprawa bazowej EBITDA dzięki wyższym przychodom FTE i ograniczeniu kosztów R&D; niegotówkowa przecena Rezera obciąża wynik netto, cash burn rośnie q/q [neutralne]
POLTREG: Wyniki 3Q26: EBITDA poniżej oczekiwań mimo niższej bazy kosztowej; ograniczony cash runway kluczowym ryzykiem [lekko negatywne]
AGORA: Wyniki za 3Q26: EBITDA powyżej oczekiwań, mocne kina i poprawa cash flow operacyjnego, wzrost capexu [lekko pozytywne]
MANGATA: Wyniki 3Q26: słabszy headline EBITDA wynika głównie z one-offów przed rokiem [lekko negatywne]
MFO: Wyniki 3Q26: zgodne ze wstępnymi [neutralne]
CENTRUM MEDYCZNE ENEL-MED: Wyniki jednostkowe 3Q26: 3.8 mln PLN zysku netto
MANGATA HOLDING: Wyniki 3Q26: spadek EBITDA i zysku netto r/r
INTROL: Wyniki 3Q26: wzrost przychodów i spadek zysku operacyjnego
ATENDE: Wyniki 3Q26: wzrost przychodów, przy utrzymującej się stracie netto

FINANCIALS
ERSTE BANK POLSKA: Cena w wezwaniu podniesiona do 800 PLN za akcję

CONSUMER
ALLEGRO: UOKiK nałożył 54.7 mln PLN kar za komunikację dotyczącą sadzenia drzew
ALLEGRO: Allegro Pay dostępne bezpośrednio na eBilet
ŻABKA GROUP: Sprzedaż centrum logistycznego w Kątach Wrocławskich i najem na 15 lat
INTER CARS: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [lekko pozytywne]
MODIVO: Przedłużenie finansowania Modivo.com w PKO BP
ANSWEAR.COM: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [lekko pozytywne]
NEUCA: Odwołanie od decyzji UOKiK; spółka nie utworzy rezerwy
RYNEK ALKOHOLI: Prezydent podpisał podwyżkę akcyzy na alkohol od 2027, wzrost większości stawek o ~20,5% r/r

LOGISTICS & TRANSPORT
STALEXPORT AUTOSTRADY: Plan zwolnień grupowych w związku z końcem koncesji na A4

TMT
ORANGE POLSKA: Spółka technicznie gotowa do uruchomienia 5G Standalone
CYFROWY POLSAT: Nowa strategia GPP Refocused na lata 2027–2030+
WIRTUALNA POLSKA: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [negatywne]

GAMING
GAMING MARKET: GTA VI z fenomenalnym odbiorem wśród recenzentów 99/100 [pozytywne]

INDUSTRIALS
OHB: Porozumienie z SUAS Aerospace dotyczące rozwoju infrastruktury startowej w Irlandii
RYNEK OPAKOWAŃ GIĘTKICH / GRUPA KĘTY: KPS Capital Partners podpisał umowę przejęcia MM Packaging
ICEYE / RYNEK SPACE: Polska i Grecja planują wspólne zakupy satelitów SAR z wykorzystaniem SAFE
ICEYE / AVIO / LEONARDO: Chłodna reakcja włoskiego rządu na ofertę przejęcia Avio przez ICEYE – Reuters
ARES SHIELD AI / RYNEK SPACE: Pierwszy orbitalny test oprogramowania do wykrywania i identyfikacji obiektów - Space24
EUROPEAN DEFENCE / UKRAINA: KE proponuje dodatkowe 45 mld EUR dla Ukrainy na 2027, w tym 25 mld EUR na obronność
RYNEK DEEP TECH: TEEMA zapowiada planowanie pierwszych 50 ha parku technologicznego w Miękini - Rz

BIOTECH
DIAGNOSTYKA: Przejęcie dodatkowych 47,14% akcji Genomed za PLN20,6m – niewielka akwizycja zwiększająca kontrolę nad aktywem, bez istotnego wpływu na equity story [neutralne]
SYNEKTIK: Podsumowanie konferencji dot. FY2025/26– słabszy kwartał wynikiem spodziewanego końca inwestycji KPO; mocna konwersja pipeline'u i recurring revenues wspierają outlook na FY2026/27 [neutralne]
RYVU THERAPEUTICS: Nowe dane przedkliniczne dotyczące RVU602 jako ładunku dla koniugatów ADC
SYNTHAVERSE: Emisja akcji serii Y za 6.2 mln PLN

EUROPEAN COMPANIES
PFISTERER / ENERGY EQUIP.: Wyniki 3Q26: rozbudowa mocy skrac lead time i wspiera pozyskiwanie nowych zamówień [lekko pozytywne]
ALFA LAVAL / HVAC: Capital Market Day: data centers i backlog wspierają dalszy wzrost [pozytywne]

TRIGON DM COVERAGE
RECOMMENDATIONS
CORPORATE CALENDAR
FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

PZU (PZU PW; HOLD; TP PLN 75.0)

Wyniki za 3Q'26 zbliżone do konsensusu ale poniżej naszych prognoz [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Gross insurance revenue	7 903	7 753	7 776	7 876	8 250	4%	5%	8 170	8 061
Net insurance revenue	**7 390**	**7 229**	**7 319**	**7 386**	**7 755**	**5%**	**5%**	**7 651**	**7 581**
Gross claims and benefits	-4 342	-4 189	-4 442	-4 918	-5 111	18%	4%	-4 772	
Net claims and benefits	**-4 016**	**-4 114**	**-4 298**	**-4 293**	**-4 655**	**16%**	**8%**	**-4 535**	**-4 491**
Acquisition costs	-1 269	-1 265	-1 238	-1 287	-1 327	5%	3%	-1 318	-1 296
Administrative costs	-600	-709	-646	-653	-634	6%	-3%	-630	-651
Insurance service result	**1 505**	**1 141**	**1 137**	**1 153**	**1 139**	**-24%**	**-1%**	**1 168**	**1 132**
Investment income	**5 456**	**5 148**	**4 871**	**5 524**	**5 090**	**-7%**	**-8%**	**5 315**	**5 159**
PZU	957	902	650	1 168	758	-21%	-35%	962	694
Banks	4 499	4 246	4 221	4 356	4 332	-4%	-1%	4 353	4 465
Insurance finance income, net	-513	-514	-326	-616	-357	-30%	-42%	-609	-383
Fee and commission result	1 026	1 202	1 095	1 108	1 139	11%	3%	1 135	1 143
Costs not related to insurance	-2 647	-2 954	-3 332	-2 851	-2 929	11%	3%	-2 816	-2 986
Other operating income, net	292	188	300	273	258	-12%	-5%	272	296
Operating profit	**5 119**	**4 211**	**3 745**	**4 591**	**4 340**	**-15%**	**-5%**	**4 465**	**4 361**
Gross profit	**5 118**	**4 212**	**3 746**	**4 592**	**4 341**	**-15%**	**-5%**	**4 466**	
PZU	1 858	1 233	1 265	1 564	1 302	-30%	-17%	1 428	
Banks	3 260	2 979	2 481	3 028	3 039	-7%	0%	3 038	
Income tax	-1 163	-805	-1 129	-1 474	-1 355	17%	-8%	-1 385	
Minority interests	1 960	1 933	1 255	1 471	1 543	-21%	5%	1 518	1 480
Net profit	**1 995**	**1 474**	**1 362**	**1 647**	**1 443**	**-28%**	**-12%**	**1 563**	**1 464**
PZU	1 419	885	987	1 221	986	-31%	-19%	1 120	
Banks	576	589	375	426	457	-21%	7%	443	
CoR non-life Poland	81,8%	87,3%	86,8%	89,0%	94,3%			90,3%	89,8%
Group life insurance margin	27,6%	21,5%	21,7%	25,2%	29,2%			26,4%	26,6%
ROE 12M	21,3%	20,0%	18,3%	18,8%	16,8%			17,1%	16,9%
P/E12M trailing	9,5	9,7	10,4	10,1	11,0				
P/BV	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8				

Source: Company, Trigon

KGHM (KGH PW; HOLD; TP PLN 348.95)

Wyniki za 3Q26 [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**8 315**	**10 495**	**11 872**	**12 839**	**12 035**	45%	-6%	**11 893**	**12 319**
KGHM Poland	7 126	8 978	10 493	11 434	10 635	49%	-7%	11 000	
KGHM Int.	751	976	888	900	890	19%	-1%	900	
Others	438	541	491	505	510	16%	1%	500	
Sierra Gorda (55%)	1 059	1 533	1 124	1 439	1 481	40%	-3%	1 400	
Gross profit on sales	1 411	1 698	4 506	2 708	2 762	96%	2%		
EBITDA adj.	**2 340**	**3 073**	**5 464**	**3 734**	**3 996**	71%	7%	**3 678**	**3 563**
KGHM Poland	1 127	1 351	4 236	2 322	2 360	109%	2%	2 264	
KGHM Int.	389	561	422	360	417	7%	16%	390	
Sierra Gorda (55%)	723	1 090	707	952	1 080	49%	13%	914	
Others	101	71	99	100	139	38%	39%	110	
EBIT	980	3 120	4 883	3 182	2 932	199%	-8%	1 912	1 892
Financials	-56	50	-121	-36	-56	-	-		
Net profit	**433**	**2 675**	**3 529**	**2 050**	**1 937**	347%	-6%	**1 389**	**1 465**
OCF	864	1 353	680	1 876	1 942	125%	4%	2 211	
Capex	-1 231	-1 552	-1 147	-1 047	-1 292	5%	23%	-1 500	
C1 cash cost (USD/lb.)	*2.57*	*2.51*	*1.69*	*2.50*	*3.40*	32%	36%		
KGHM Poland	3.12	3.19	1.91	2.94	4.04	29%	37%		
KGHM Int.	1.18	1.01	0.70	1.81	1.74	47%	-4%		
Sierra Gorda (55%)	0.68	0.54	1.02	0.72	1.16	71%	61%		
Net debt (excl. SG)	5 512	5 406	5 754	4 681	3 752	-32%	-20%	4 270	
EBITDA adj. margin	25%	26%	42%	26%	30%				
EBIT margin	11.8%	29.7%	41.1%	24.8%	24.4%				
Net profit margin	5.2%	25.5%	29.7%	16.0%	16.1%				
P/E12M trailing	19.3	13.5	7.2	5.7	4.9				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	5.9	5.5	4.3	3.8	3.1				

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	158,756	-0.5%	0%	44%
WIG20	4,226	-0.6%	0%	43%
mWIG40	10,618	-0.1%	0%	34%
sWIG80	28,819	-0.6%	-6%	-1%
PX (Prague)	2,635	-1.1%	0%	6%
BUX (Budapest)	142,665	-1.7%	-1%	33%
BET (Bucharest)	34,284	-1.0%	-2%	48%
BIST30 (Istanbul)	14,413	-1.4%	1%	22%
DAX	25,736	-1.2%	2%	11%
FTSE 100	10,551	-1.3%	-2%	11%
STOXX Europe 600	644	-1.0%	1%	15%
S&P 500	7,324	-0.2%	-5%	10%
NASDAQ 100	27,116	0.4%	-8%	10%
Nikkei 225	59,542	0.3%	-8%	23%
Shanghai Comp	3,560	0.1%	-5%	-10%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.7%	-4.1	-12.7	101.9
PL 10Y bond yield	6.3%	-2.7	-1.3	95.2
CZ 10Y bond yield	5.3%	4.6	-0.2	67.0
HU 10Y bond yield	5.5%	3.0	18.0	-161.0
RO 10Y bond yield	7.2%	-0.1	13.4	26.8
WIBOR 3M	3.9%	-3.0	1.0	-37.0
EURIBOR 3M	2.8%	0.5	14.2	73.6

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	4.02	0.1%	3.1%	9%
EUR/PLN	4.41	0.0%	1.0%	4.2%
EUR/USD	1.10	-0.1%	-2.2%	-4.9%
GBP/PLN	5.29	0.0%	-1.9%	-9.5%
CZK/PLN	0.18	0.0%	-0.7%	-3.3%
HUF/PLN	0.012	0.0%	0.7%	-7.4%
RON/PLN	0.83	-0.1%	-0.6%	0.7%
CNY/PLN	0.60	-0.1%	-3.3%	-14.5%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,739	-0.1%	-10%	-8%
Silver (USD/toz)	45.4	1%	-21%	-12%
Copper (USD/t)	12,471	-5.7%	-13%	16%
Zinc (USD/t)	3,484	-5.2%	-6%	17%
Molybdenum (USD/lb)	34.7	-0.1%	4%	56%
Iron ore (USD/t)	90	0.3%	-1%	-14%
HCC (USD/t)	252	-0.2%	-5%	13%
HRC EU (EUR/t)	775	2.0%	4%	29%
Brent crude oil (USD/bbl.)	92.3	0.4%	-16%	45%
CO2 (EUR/t)	81.8	-6.4%	-4%	-2%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	81.1	-4%	-7%	157%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	142	-0.9%	-3%	57%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	565	-1.2%	-2%	25%
Shanghai Freight Index	3,572	-1.7%	-3%	139%

- EBITDA adj. wyniosła w 3Q26 blisko 4 mld PLN, 9% powyżej naszej prognozy i o 12% więcej od konsensusu. Zysk netto wyniósł 1.9 mld PLN, zakładaliśmy 1.4 mld, a konsensus 1.5 mld.
- OCF w 3Q wyniósł 1.9 mld, capex -1.3 mld, a dług netto spadł o 0.9 mld q/q do 3.75 mld PLN (zakładaliśmy 4.27 mld).

TAURON (TPE PW; BUY; TP PLN 11.7)

Wyniki za 3Q26 [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26P	3Q26E	Cons.
Revenues	7 819	9 240	9 507	7 755	8 624	10%	11%	8 624	7 805	7 595
EBITDA	**1 918**	**1 369**	**2 091**	**1 606**	**1 821**	-5%	13%	**1 821**	**1 510**	**1 560**
Generation	233	209	252	212	238	2%	12%	238	215	
Heat	-8	115	205	30	2	-	-93%	2	5	
RES	101	153	131	114	156	54%	37%	156	120	
Distribution	1 324	967	1 184	1 177	1 266	-4%	8%	1 266	1 115	
Trading	196	-111	279	-7	72	-63%	-	72	-15	-350
Others	72	36	40	80	87	21%	9%	87	70	
EBIT	1 266	832	1 413	915	1 115	-12%	22%	1 115	820	889
Financials	-189	-153	-161	-62	-139	-	-	-139	-180	
EBT	1 077	679	1 252	853	976	-9%	14%	976	640	
Tax	-233	-263	-273	-267	44	-	-	44	-122	
Net profit	**844**	**416**	**979**	**586**	**1 020**	21%	74%	**1 020**	**518**	**579**
OCF	1 328	2 706	2 108	2 659	-1 035	-	-		557	
Capex	-1 454	-1 895	-1 467	-1 276	-1 471	-	-		-1 700	
Capex (company)	-1 384	-1 974	-1 148	-1 275	-1 434	-	-	-1 434	-1 700	
ND/EBITDA (Company)	1.4	1.4	1.4	1.2	1.6			1.6	-	
Net debt (incl. leasing/hybrid)	13 782	12 629	11 830	10 399	13 112	-5%	26%	-	11 893	
Economic Net debt	16 496	16 804	17 373	16 850	17 957	9%	7%	-	18 344	
EBITDA margin	25%	15%	22%	21%	21%			21%	19%	21%
EBIT margin	16%	9%	15%	12%	13%			13%	11%	12%
Net profit margin	11%	5%	10%	8%	12%			12%	7%	8%
P/E12M trailing	4.8	4.9	5.1	5.7	5.4					
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.3	4.4	4.6	4.7	5.0					

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

KPI	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Net electricity gen. (TWh)	2.4	3.9	4.1	3.2	3.3	35%	1%
Conventional (TWh)	2.1	3.3	3.6	2.8	2.8	33%	-2%
RES (TWh)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	49%	27%
Distribution (TWh)	12.5	13.5	14.1	12.6	12.6	0%	0%
Retail sales of electr. (TWh)	5.5	6.9	7.7	6.1	6.0	8%	-2%
Heat generation (PJ)	0.8	4.3	5.1	1.7	0.7	-8%	-60%

Source: Company, Trigon DM

- Wyniki są zgodne z wcześniejszymi szacunkami. EBITDA wyniosła 1.82 mld PLN, a wynik netto 1.02 mld PLN.
- OCF w 3Q wyniósł -1 mld PLN, przy negatywnym efekcie na NWC na -2.5 mld PLN (wydatek na 2.8 mld PLN na zakup uprawnień CO2). Capex wyniósł -1.4 mld PLN, a ekonomiczny dług netto wzrósł o 1.1 mld q/q do 17.96 mld PLN (zakładaliśmy 18.3 mld). Ekonomiczny ND/EBITDA LTM wzrósł z 2.4x do 2.6x q/q.
- Wytwarzanie: 238m PLN EBITDA. Marża na cieple wzrosła o 19m PLN r/r.
- Ciepło: 2m PLN EBITDA. Poprawa r/r to efekt m.in. otrzymania darmowych 34 tys. uprawnień CO2 w 3Q26 i wzrostu taryfy na cieple.
- OZE: EBITDA wyniosła 156m PLN. Wpływ wyższego wolumenu produkcji w on-shore: +71m PLN r/r (lepsza wietrzność i oddanie mocy w FW Sieradz, Nowa Brzeźnica i Miejska Góra). Wpływ oddania nowych mocy w PV (Bałków i Postomino): +16m PLN r/r. Wpływ niższej marzy na energii (niższe ceny): -27m PLN r/r.
- Dystrybucja: EBITDA wyniosła 1.27 mld PLN. Negatywny efekt rozliczenia konta regulacyjnego: -111m PLN r/r. Zmiana WRA: +55m PLN r/r, zmiana WACC: -85m PLN r/r. Wpływ KPO: +15m PLN r/r.
- Trading: 72m PLN EBITDA. Spadek marży na sprzedaży: -115m PLN r/r, głównie przez niższy wynik na gospodarstwach domowych. Wpływ rekomensat za mrożenie cen energii: +45m PLN.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2444	2535.5	2582.6	2520.3	95%
WIG20	1631.9	2112.7	2113.5	2088.9	77%
WIG40	707.1	408.3	414.6	379.6	171%
sWIG80	56.5	55.2	59.3	59.6	95%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	668	XTB	340.1	DAD	4.7
KGH	336.8	BFT	49.2	DIG	3.6
PKO	307.2	ASB	43.5	COG	3.5
CDR	175.8	SNT	36.1	BMC	3.4
PKN	147.5	ACP	14.0	CRQ	3.4
DNP	115.4	MIL	13.2	LWB	3.3
ZAB	114.7	OPL	12.7	GRX	3.3
PEO	99.8	CAR	9.9	DAT	2.9
PZU	85.0	CPS	8.3	S2B	2.3
MDV	68.3	CRI	7.2	GNS	2.3

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
CDR	233%	SNT	378%	DAD	540%
ZAB	224%	XTB	340%	FTE	436%
ALE	211%	NWG	241%	OPN	417%
MDV	158%	CAR	172%	ANR	361%
KGH	149%	WPL	169%	GRX	330%
KTY	138%	RBW	160%	MCI	275%
PGE	127%	DOM	154%	BMC	266%
BDX	104%	PXM	133%	MNC	259%
KRU	102%	BFT	122%	S2B	255%
DNP	87%	DVL	117%	TAR	253%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			**WIG20**		**Worst**
CDR	283	6.8%	KGH	248	-6%
MDV	114	5.4%	BDX	751	-2.2%
PGE	16	2.2%	KTY	1,270	-2.2%
ALE	68	0.8%	MBK	1,689	-2.0%
DNP	37	0.6%	ALR	143	-2.0%
Best			**mWIG40**		**Worst**
DVL	8.6	5.3%	XTB	110.0	-5%
MRB	11.2	5.2%	ASE	73.6	-3.7%
TEN	87.0	2.8%	WPL	53.9	-3.6%
ASB	157.4	2.7%	RBW	115.7	-2.9%
APR	29.5	2.6%	SNT	312.0	-2.2%
Best			**sWIG80**		**Worst**
LWB	23.6	5.8%	DAD	84.7	-8%
OPN	105.8	3.9%	BMC	8.5	-6.9%
SGN	93.1	3.6%	IMC	19.4	-6.5%
KGN	90.7	3.2%	BRS	4.8	-6.3%
DAT	105.2	3.1%	CRQ	169.5	-5.6%

ENEA (ENA PW; BUY; TP PLN 25.8)

Wyniki za 3Q26 [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26P	3Q26E	Cons.
Revenues	6 589	7 099	7 198	5 639	6 074	-8%	8%	6 074	6 326	6 300
EBITDA	**1 271**	**967**	**1 548**	**1 204**	**1 139**	-10%	-5%	**1 139**	**1 165**	**1 165**
Generation	467	663	637	464	368	-21%	-21%	368	418	
Power Plants	427	524	438	397	291	-32%	-27%	291	345	
Heat	26	99	118	25	19	-25%	-23%	19	25	
RES	14	40	80	42	58	310%	37%	58	48	
Distribution	701	685	741	708	769	10%	9%	769	705	
Mining	-106	240	26	81	82	-	2%	82	82	
Trading	170	-403	71	25	-37	-	-	-37	10	
Others	40	-218	74	-74	-44	-	-	-43	-50	
EBIT	912	-727	1 189	811	739	-19%	-9%	-	775	800
Net profit	**747**	**-856**	**929**	**568**	**542**	-27%	-5%	**542**	**490**	**582**
OCF	2 619	-1 362	1 319	1 929	1 546	-41%	-20%	-	416	
Capex	-985	-2 063	-1 523	-1 682	-2 170	120%	29%	-	-2 800	
Capex (company)	-983	-1 774	-962	-2 196	-2 799	185%	27%	-2 525	-2 800	
Net debt (company)	-751	2 711	2 762	2 279	2 783	-	22%	2 770	5 257	504
ND/EBITDA (company)	-0.12	0.48	0.53	0.46	0.57			0.57		
Economic Net debt	2 065	3 360	3 440	3 575	5 097	147%	43%	-	6 553	2 979
EBITDA margin	19%	14%	22%	21%	19%			19%	18%	
EBIT margin	14%	-	17%	14%	12%			-	12%	
Net profit margin	11%	-	13%	10%	9%			9%	8%	
P/E12M trailing	14.6	6.6	7.0	8.6	10.1					
EV/EBITDA adj. 12M trailing	2.5	2.9	3.1	3.3	3.7					

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- Wyniki są zgodne z wcześniejszymi szacunkami Spółki. EBITDA wyniosła 1.14 mld PLN. Saldo finansowe wyniosło -90m, zyski na instrumentach pochodnych 57m, stopa podatkowa 23% a zysk netto 542m PLN.
- OCF w 3Q wyniósł 1.55 mld PLN, przy pozytywnym efekcie na NWC w kwocie +0.77 mld PLN (głównie na rezerwach na zobowiązania). Capex wyniósł -2.8 mld, a ekonomiczny dług netto wzrósł o 1.5 mld q/q do 5.1 mld PLN (zakładaliśmy w prognozie 6.5 mld, ale po wynikach wstępnych komentowaliśmy, że niski przyrost raportowanego długu netto q/q jest dobrą przesłanką).
- W dystrybucji wpływ zmiany WRA r/r wyniósł +25m PLN, zmiany WACC -76m PLN r/r, a na pozostałych czynnikach w ramach marży z działalności koncesjonowanej +111m PLN r/r.

CYFROWY POLSAT (CPS PW; BUY; TP PLN 18.8)

Wyniki za 3Q26: adj. EBITDA wyższa o 10% r/r, 4% powyżej konsensusu, mocne media i cash flow, telekomunikacja wsparta zmianą rozliczeń energii, dynamika przychodów detalicznych spadła do +2% [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**3,431**	**3,772**	**3,635**	**3,695**	**3,634**	6%	-2%	**3,542**	**3,612**
Adj. EBITDA	**766**	**718**	**847**	**853**	**839**	10%	-2%	**784**	**808**
TMT	694	624	742	775	785	13%	1%	719	
B2C (Telecom serv.)	625	497	622	617	678	8%	10%	645	
y/y	-6%	-5%	2%	2%	8%			3%	
Media	69	127	120	158	107	55%	-32%	74	
y/y	-52%	32%	-4%	12%	55%			6%	
Real estate	20	5	7	13	17	-18%	25%	12	
y/y	102%	-94%	-67%	13%	-18%			-40%	
Renewables	52	89	99	65	37	-28%	-43%	53	
y/y	-37%	13%	73%	0%	-28%			2%	
EBITDA	**766**	**637**	**847**	**863**	**844**	10%	-2%	**784**	
TMT	694	511	742	785	790	14%	1%	719	
B2C (Telecomm serv.)	625	384	622	621	682	9%	10%	645	
Media	69	127	120	164	107	55%	-35%	74	
Real estate	20	36	7	13	17	-18%	25%	12	
Renewables	52	89	99	65	37	-28%	-43%	53	
EBIT	337	-2,549	426	443	421	25%	-5%	368	392
Net profit	70	-2,817	128	200	148	113%	-26%	108	111
Net debt	12,112	12,000	12,219	12,232	11,901	-2%	-3%		
OCF	904	767	952	601	847	-6%	41%		
P/E 12M trailing	17.7	-	-	-	-				
EV/EBITDA adj. 12M trailing	4.5	5.9	5.9	5.8	5.6				
Revenues y/y	-4.1%	-1.5%	3.0%	2.9%	5.9%				
EBITDA margin	22%	17%	23%	23%	23%				
Net profit margin	2%	-	4%	5%	4%				

Source: Company, Trigon

- Poprawa dynamiki przychodów reklamowych po słabym 2Q (rynek -1% r/r wobec -6% r/r w 2Q, TV Polsat płasko r/r wobec -4% r/r w 2Q);
- Spółka rewiduje jednak guidance dla rynku reklamy w 2026 z płaskiego do niskiego jednocyfrowego spadku;
- ARPU kontraktowych klientów B2C wzrosło o 5,9% r/r do 85 PLN, przy spadku liczby klientów o 2,0% do 5,55mln i stabilnym churnie 7,4%;
- Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosło +20mln PLN, wzrost z +9mln PLN przed rokiem, co dodało 1,4pp do dynamiki EBITDA grupy;
- Na koniec września 40% klientów korzystało już z nowej oferty usług łączonych, a spółka oczekuje dalszego pozytywnego wpływu migracji na ARPU;
- Nowe podejście do rozliczeń wewnątrzgrupowych miało negatywny wpływ na wynik energetyki w kwocie 24mln PLN (w tym 15mln PLN dotyczyło rozliczeń za 1H);
- Po korekcie o wpływ rozliczeń z segmentem OZE wynik adj. EBITDA w telekomunikacji wzrósł o 5% r/r (vs. 8% raportowane);
- Koszty wynagrodzeń wzrosły o 3% r/r, a bardziej równomierne rozpoznawanie rezerw od tego roku powinno ograniczać ich koncentrację w 4Q (mniejszy oczekiwany wzrost kosztów).

DOM DEVELOPMENT (DOM PW; BUY; TP PLN 285)

Wyniki 3Q26: zgodne z oczekiwaniami, erozja marży niższa od naszych założeń, świetny OCF [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	707	1,255	961	600	961	36%	60%	938	971
Gross profit	229.2	436.6	301.8	180.8	300.1	31%	66%	285.9	
Other operating items, net	-2.3	-10.9	-5.4	-4.1	0.6	-	-	0.0	
EBITDA	160.6	352.0	229.7	104.1	226.7	41%	118%	217.9	226.6
EBIT	154.0	345.0	223.3	97.5	219.6	43%	125%	210.9	218.7
Net profit	128.6	279.9	180.0	78.5	174.8	36%	123%	168.8	176.6
Gross margin	32.4%	34.8%	31.4%	30.1%	31.2%	-1.2pp	1.1pp	30.5%	
Rev. per apartment (PLNk)	717	734	741	821	743	4%	-10%	750	
Handovers (apartments)	950	1,683	1,273	703	1,250	32%	78%		
Pre-sales (apartments)	1,183	1,232	1,161	1,221	1,251	6%	2%		
Net Debt	65	318	416	560	491				
OCF	87	-75	-63	-102	221	154%	-		
P/E 12M trailing	9.8	9.7	9.3	9.6	8.9				
EV/EBITDA 12M trailing	7.9	8.1	7.8	8.2	7.5				
EBITDA margin	22.7%	28.0%	23.9%	17.4%	23.6%	0.9pp	6.2pp	23.2%	23.3%
EBIT margin	21.8%	27.5%	23.2%	16.2%	22.8%	1.1pp	6.6pp	22.5%	22.5%
Net profit margin	18.2%	22.3%	18.7%	13.1%	18.2%	0.0pp	5.1pp	18.0%	18.2%

Source: Company, Trigon

PORR (POS AV; BUY; TP EUR 40)

Wyniki 3Q26 [lekko pozytywne]

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	Cons.
Production output	1,815	1,832	1,300	1,867	2,023	11%	8%	
AT / CH	837	816	515	856	962	15%	12%	
DE	333	382	314	350	379	14%	8%	
PL	272	289	214	301	317	17%	5%	
CEE	214	180	97	195	273	28%	40%	
Infra Intl	154	141	135	140	99	-36%	-29%	
Holding / Other	5	23	25	25	-7	-	-	
Revenues	1,658	1,679	1,246	1,680	1,882	14%	12%	1,774
Income from JVs	20	30	-	-	9	-53%	-	
Other operating items, net	-42	-39	-	-	-43	-	-	
EBITDA	116	140	67	104	121	4%	16%	123
EBIT	59	89	14	42	66	11%	57%	66.7
Net profit	35	61	-	-	45	29%	-	36.8
Backlog (EURbn)	9.6	9.5	10.0	9.8	10.0	4%	2%	
Order Intake	1,999	1,765	1,765	1,701	2,209			
OCF	54	425	-	-	164	206%	-	
FCF	8	421	-	-	116	+	-	
Net Debt	342	-51	-	521	308	-10%	-41%	
P/E12M trailing	12.8	10.9	-	-	-			
EV/EBITDA 12M trailing	4.1	3.0	-	4.2	3.6			
EBITDA margin	7.0%	8.3%	5.4%	6.2%	6.4%	-0.6pp	0.2pp	6.9%
EBIT margin	3.6%	5.3%	1.1%	2.5%	3.5%	-0.1pp	1.0pp	3.8%
Net profit margin	2.1%	3.6%	-	-	2.4%	0.3pp	-	2.1%

Source: Company, Trigon

AUTO PARTNER (APR WP; BUY; TP PLN 34.5)

Wyniki 3Q26: zgodne ze wstępnymi, mocna marża brutto i przepływy [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26P
Revenues	1,136	1,074	1,170	1,289	1,261	11%	-2%	1,261
o/w Poland	564	526	553	606	619	10%	2%	
o/w International	573	548	617	683	642	12%	-6%	
EBITDA	84	86	105	141	135	61%	-5%	135
EBIT	71	71	88	124	117	66%	-6%	117
Net profit	49	53	62	94	87	77%	-8%	87
Gross Margin	25.9%	28.1%	27.8%	29.3%	29.8%	3.9pp	0.5pp	29.8%
SG&A ratio	19.6%	21.3%	20.1%	19.5%	20.3%	0.6pp	0.7pp	
o/w warehousing costs	*7.1%*	*8.0%*	*7.4%*	*7.2%*	*7.0%*	-0.1pp	-0.1pp	
EBITDA margin	7.4%	8.0%	8.9%	10.9%	10.7%	3.3pp	-0.3pp	10.7%
EBIT margin	6.2%	6.6%	7.5%	9.6%	9.3%	3.1pp	-0.3pp	9.3%
Net profit margin	4.3%	4.9%	5.3%	7.3%	6.9%	2.6pp	-0.4pp	6.9%
Cash conversion cycle	135	147	151	143	139	4	-4	
OCF	-2	-85	158	93	96	-	3%	
FCF	-12	-94	155	80	95	-	19%	
Net debt	443	588	450	398	346	-22%	-13%	
ND/EBITDA	1.3	1.7	1.2	1.0	0.7	-0.5	-0.2	
P/E12M trailing	18.7	19.4	17.4	15.0	13.1			
EV/EBITDA 12M trailing	12.4	13.2	11.6	10.3	9.0			

Source: Company, Trigon

NEUCA (NEU PW; HOLD; TP PLN 810)

Wyniki za 3Q26: słabsza od oczekiwań kompozycja, delta na badaniach wsparta one-offem [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	3,489	3,521	3,557	3,571	3,682	6%	3%	3,630	3,703
Wholesale & manufacture	3,309	3,356	3,232	3,322	3,405	3%	3%		
Med operator & insurance	183	193	205	194	203	11%	4%		
Clinical trials (CRO/SMO)	119	118	120	145	166	39%	14%		
EBITDA	109	88	129	99	129	18%	30%	121	112
EBIT	78	54	97	66	95	21%	44%	88	79
Wholesale & manufacture	71	41	86	59	68	-4%	14%		
Med operator & insurance	13	6	14	13	10	-24%	-28%		
Clinical trials (CRO/SMO)	-5	7	-3	-6	18	-	-		
Net profit	60	30	67	37	58	-4%	56%	56	49
Gross Margin	11.5%	11.1%	12.0%	11.8%	11.6%	0.2pp	-0.2pp	12.0%	
SG&A ratio	9.1%	9.6%	9.2%	9.7%	9.2%	0.1pp	-0.5pp	9.5%	
EBITDA margin	3.1%	2.5%	3.6%	2.8%	3.5%	0.4pp	0.7pp	3.3%	3.0%
EBIT margin	2.2%	1.5%	2.7%	1.8%	2.6%	0.3pp	0.7pp	2.4%	2.1%
Wholesale & manufacture	2.1%	1.2%	2.7%	1.8%	2.0%	-0.1pp	0.2pp	1.4%	
Med operator & insurance	7.0%	3.1%	6.7%	6.8%	4.7%	-2.2pp	-2.1pp	6.9%	
Clinical trials (CRO/SMO)	-4.1%	6.0%	-2.7%	-4.4%	10.6%	15pp	15pp	-5.1%	
OCF	66	169	-5	147	-45	-	-		
CAPEX	-81	-61	-56	-59	-42	-	-		
FCF	-21	94	-74	76	-98	-	-		
ND/EBITDA	2.1	1.9	1.9	1.8	2.0	-0.1	0.2		
Net Debt	773	709	760	760	888				
P/E12M trailing	21.4	20.6	18.7	16.8	17.0				
EV/EBITDA 12M trailing	10.8	10.4	10.0	9.5	9.3				

Source: Company, Trigon

#One-off

- Wynik segmentu badań klinicznych zwiększony o 9,2mln PLN przez korektę wyceny płatności warunkowych z tyt. przejęcia;

#UOKiK

- W liście do akcjonariuszy CEO podtrzymał stanowisko, że działania NEU stanowiły legalny monitoring konkurencji, a nie niedozwolone porozumienie. Decyzja UOKiK, obejmująca kary dla grupy na łączną kwotę ok. 500mln PLN, jest nieprawomocna, spółka złożyła odwołanie i opierając się na ocenie prawnej, nie utworzyła rezerwy.

UNIMOT (UNT PW; BUY; TP PLN 182.2)

Wyniki za 3Q26. Dobry OCF. [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26P	3Q26E	Cons.
Revenues	3 719	3 887	3 529	4 368	6 068	63%	39%	6 000	4 126	4 657
EBITDA adj.	**88**	**111**	**105**	**146**	**136**	55%	-7%	**133**	**108**	**109**
Liquid fuel	18	26	43	39	34	91%	-11%	34	25	-
LPG	-14	2	2	1	-5	-	-	-	-5	-
Natural gas	0	13	18	7	-4	-	-	-	-4	-
Electricity	0	1	3	4	4	1262%	6%	-	2	-
Petrol stations	7	4	7	1	1	-80%	30%	-	6	-
PV/RES	1	-3	-1	-3	-2	-	-	-	-1	-
Bitumen	50	31	-1	67	73	47%	9%	72	62	-
Infrastructure	32	33	37	38	45	41%	19%	43	34	-
Solid fuel	2	1	5	1	0	-92%	-69%	-	0	-
Others	-8	3	-8	-8	-11	-	-	-	-11	-
EBITDA	**75**	**83**	**299**	**-50**	**293**	292%	-	**290**	**108**	**109**
EBIT	36	41	253	-96	247	579%	-	-	62	62
Net profit	**17**	**21**	**182**	**-77**	**180**	948%	-	**-**	**39**	**33**
OCF	-68	261	-101	-205	282	-	-	-	-124	-
Capex	-10	-1	-23	-67	9	-	-	-	-45	-
Net debt	976	880	1 074	1 379	1 258	29%	-9%	-	1 601	-
ND/EBITDA adj.	3.0	2.5	2.6	3.1	2.5			-	3.4	-
Equity/Assets	28%	29%	30%	29%	28%			-	29%	-
EBITDA adj. margin	2.4%	2.9%	3.0%	3.3%	2.2%			2.2%	2.6%	2.3%
EBIT margin	1.0%	1.0%	7.2%	-	4.1%			-	1.5%	1.3%
Net profit margin	0.5%	0.6%	5.1%	-	3.0%			-	1.0%	0.7%
P/E12M trailing	12.9	120.9	6.0	8.4	3.9					
EV/EBITDA adj. 12M trailing	6.8	5.9	5.5	5.8	5.0					

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- **EBITDA adj. w 3Q26 wyniosła 136m PLN, 3% więcej od wyników wstępnych**, które ocenialiśmy pozytywnie (przebicie konsensusu o 25%). EBITDA raportowana wyniosła 293m, z czego 146m wyniósł pozytywny efekt korekty wyceny księgowej zapasów obowiązkowych, a 12m korekta wyceny instrumentów pochodnych. Saldo finansowe wyniosło -23.2m, stopa podatkowa 19%, a **zysk netto 180m PLN.**
- **OCF** w 3Q wyniósł aż 282m PLN. Zmiana stanu kapitału obrotowego (zapasy, należności, zobowiązania z tyt. dostaw i usług i pozostałe) wyniosła -395m, ale pozytywny wpływ na OCF miała **zmiana stanu zobowiązań z tyt. umów z klientami na sprzedaż diesla** (+315m PLN) i wynik na instrumentach pochodnych (+76m PLN). Dług netto spadł o 121m q/q do 1.26 mld PLN (zakładaliśmy 1.6 mld na koniec 3Q i 1.54 mld na koniec 2026r.). Pełny ND/EBITDA adj. LTM spadł z 3.1x do 2.5x q/q (a kowenantowy z 1.8x do 0.7x q/q).
- EBITDA adj. w **paliwach ciekłych** wyniosła 34m PLN. Obserwowana jest stabilizacja premii lądowej na dieslu od lipca na poziomie ok. 670 PLN/m3 i poprawę na premii lądowej na benzynie (z ok. 640 PLN/m3 średnio w 3Q) do 700 PLN w listopadzie. Backwardation znajduje się na zbliżonym poziomie do średniej z 3Q (~115 USD/t). Wolumen sprzedaży paliw ciekłych spadł o 9% r/r do 545 tys. m3. Unimot częściowo zastępował sprzedaż krajową eksportem do Ukrainy, gdzie osiągał satysfakcjonujące marże. Spółka zwraca uwagę na istotną kontrybucję biopaliw do wyników (uruchomienie produkcji biokomponentów), dalszy brak opłacalności importu diesla do Polski, nadal silne backwardation i utrzymującą się presję na koszty finansowania zapasów obowiązkowych i NWC. Ryzykiem są wspominane wcześniej potencjalne podatki windfall tax ze sprzedaży paliw, wyższy CIT, opłaty koncesyjne i koszty realizacji NCW.
- W **LPG** EBITDA adj. wyniosła -5m. Zwraca uwagę spadek konkurencyjności LPG. Negatywny wpływ na wyniki ma m.in. brak objęcia LPG maksymalnymi cenami detalicznymi.
- W **obrocie gazem** (negatywny wpływ transakcji tradingowych na wyniki 3Q) **i energią elektryczną** EBITDA adj. wyniosła kolejno -4m i +4m PLN.
- W **bitumenach** EBITDA adj. wyniosła 73m PLN, przy sprzyjających warunkach pogodowych, rozwoju tradingu i zwiększaniu eksportu, szczególnie do Ukrainy, Rumunii i Europy Południowej. Spółka rozwija własną logistykę i zwiększyła flotę samochodową do 26 pojazdów.
- W **infrastrukturze** (logistyka i ciepłownictwo) EBITDA adj. wyniosła 45m PLN. Obserwowany wzrost rynku kolejowych przewozów towarowych (praca przewozowa +7% r/r). Wyniki segmentu wspierają kontrakty magazynowe take-or-pay, działalność związana z zapasami obowiązkowymi oraz rozwój międzynarodowych przewozów kolejowych, w tym integracja RBP GmbH.
- Conference call: dziś o godz. 11:00

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

Wyniki 3Q26: EBITDA powyżej oczekiwań dzięki poprawie sprzedaży leków i dyscyplinie kosztowej; pogorszenie płynności głównym ryzykiem [negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**74.1**	**64.3**	**61.9**	**60.1**	**63.2**	**-15%**	**5%**	**62.7**	**64.7**
Drug sales	51.7	52.2	52.7	49.1	54.7	6%	11%	51.2	
Other revenues	22.3	12.2	9.1	11.0	8.6	-62%	-22%	11.5	
Operating costs	66.1	61.1	67.8	69.6	64.6	-2%	-7%	71.2	
Gross profit	**8.0**	**3.3**	**-5.9**	**-9.6**	**-1.3**	**-**	**-**	**-8.5**	
Other revenues / costs	0.3	0.1	0.9	0.5	-1.2	-	-	0.5	
EBITDA	**19.1**	**13.6**	**5.2**	**0.7**	**7.3**	**-62%**	**991%**	**1.8**	**5.5**
adj. EBITDA	**19.1**	**13.6**	**5.2**	**0.7**	**7.3**	**-62%**	**991%**	**1.8**	
D&A	11.0	10.8	11.1	10.1	9.8	-11%	-3%	10.8	
EBIT	**8.1**	**2.8**	**-6.0**	**-9.5**	**-2.5**	**-**	**-**	**-9.0**	**-4.9**
Net financial costs	-10.8	-8.5	166.3	2.1	-1.0	-	-	-0.8	
Income tax	-6.4	18.3	-2.3	27.2	0.0	-	-100%	2.7	
Net profit	**3.7**	**-24.0**	**162.6**	**-34.6**	**-3.5**	**-**	**-**	**-7.1**	**-3.5**
adj. Net profit	**3.7**	**-24.0**	**-4.5**	**-12.0**	**-3.5**	**-**	**-**	**-7.1**	
OCF	-4.9	34.8	-4.8	0.3	9.1	-	2683%		
Net cash	20.6	19.3	8.3	33.6	2.9				
P/E12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-				
EBITDA margin	25.8%	21.1%	8.3%	1.1%	11.6%				
EBIT margin	10.9%	4.4%	-	-	-				
Net profit margin	5.0%	-	262.8%	-	-				

Source: Company, Trigon, PAP for consensus

- Przychody: PLN 63.2m (-15% r/r; +5% q/q), +1% vs prognozy Trigon i -2% vs konsensus: **1)** Sprzedaż leków: PLN 54.7m (+6% r/r; +11% q/q); **2)** Przychody z dotacji: PLN 4.6m (-76% r/r; -29% q/q); **3)** Pozostałe przychody: PLN 4.0m (+37% r/r), obejmujące głównie usługi dla Novohale. Spadek przychodów CLN r/r wynika przede wszystkim z niższego rozpoznania dotacji, a nie ze spadku sprzedaży leków.

- Koszty/EBITDA: Największą poprawę q/q widać w usługach obcych (-30%) oraz kosztach pracowniczych (-6%), częściowo kompensowaną wzrostem zużycia materiałów (+13%).

- EBITDA wyniosła PLN 7.3m (-62% r/r; vs PLN0.7m w 2Q26). Marża EBITDA wzrosła do 11.6% (+10.5pp q/q), natomiast EBIT wyniósł PLN-2.5m. Pozostały wynik operacyjny PLN-1.2m dodatkowo obciążył wynik kwartału.

- Segmenty: Dla 9M26 egment generyczny wygenerował PLN 48.0m EBITDA (-10% r/r), przy marży 30.3% (-4.7pp r/r), mimo wzrostu przychodów o 4%. Negatywny wpływ miała przede wszystkim niższa sprzedaż eksportowa (PLN32.2m; -9% r/r).

- Segment innowacyjny ograniczył stratę EBITDA, głównie dzięki wyższym przychodom za prace realizowane dla Novohale (PLN11.2m vs PLN3.2m w 9M25). Poprawa skonsolidowanej EBITDA częściowo odzwierciedla zatem monetyzację usług R&D, a nie wyłącznie wzrost rentowności produkcji leków.

- Cash / finansowanie: CAPEX: PLN 96.8m, FCF przed finansowaniem PLN -92m, dług netto: PLN 129.9m. Spółka deklaruje PLN13.7m dostępnej płynności, uwzględniając niewykorzystane linie kredytowe i płynne aktywa finansowe. Wzrost zadłużenia wynika głównie z inwestycji w zakład GLP-1 na Słowacji, finansowanej m.in. kredytem EBOR do EUR23m, z czego uruchomiono EUR18m.

- R&D / kluczowe projekty: CPL'36 (alofropodekt): Po pozytywnych wynikach fazy II w schizofrenii i PD-LID głównymi katalizatorami pozostają przygotowania do fazy III oraz ewentualny partnering. Raport nie dostarcza nowych danych klinicznych ani timeline dalszego rozwoju projektu.

- Reduzek (semaglutyd): Po pozytywnym badaniu biorównoważności i opinii dotyczącej wstrzykiwacza CLN złożył w październiku 2026 wnioski rejestracyjne w ramach dwóch procedur DCP w UE.

- Umowa z Pharmalink obejmująca sześć rynków GCC zakłada minimalną wartość USD29m w pierwszych trzech pełnych latach sprzedaży komercyjnej, obejmującą milestones i dostawy. Kluczowe pozostają uzyskanie rejestracji, termin uruchomienia zakładu oraz konwersja kontraktów na przychody.

- Granty: W listopadzie podpisano umowę dofinansowania projektu JARVIS na PLN33.9m. Dodatkowo dwa projekty leków biologicznych SimOn 2.0 i SABINA uzyskały rekomendację finansowania z ABM na łącznie PLN29.9m.

RYVU THERAPEUTICS (RVU PW; BUY; TP PLN 33.9)

Wyniki 3Q26: poprawa bazowej EBITDA dzięki wyższym przychodom FTE i ograniczeniu kosztów R&D; niegotówkowa przecena Rezera obciąża wynik netto, cash burn rośnie q/q [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**19.5**	**25.8**	**21.7**	**17.0**	**20.5**	**0.1**	**0.2**	**19.0**	**19.4**
Operating costs	-44.6	-42.5	-34.1	-33.7	-31.2	-	-	-34.4	
Gross profit	**-25.1**	**-16.7**	**-12.4**	**-16.7**	**-10.7**	**-**	**-**	**-15.5**	
Other profits / costs net	-0.3	0.0	0.0	0.0	-4.2	-	-	0.0	
EBITDA	**-22.5**	**-15.0**	**-10.0**	**-14.7**	**-13.1**	**-**	**-**	**-13.5**	**-10.5**
adj. EBITDA	**-21.9**	**-14.8**	**-9.9**	**-14.6**	**-8.9**	**-**	**-**	**-11.5**	
D&A	2.9	1.9	2.1	2.0	2.0	-0.3	0.0	2.0	
EBIT	**-25.4**	**-16.8**	**-12.2**	**-16.7**	**-14.9**	**-**	**-**	**-15.5**	**-12.4**
Net financial costs	0.7	-0.7	-0.3	3.8	-4.1	-	-	0.8	
Income tax	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-	-	-0.9	
Net profit	**-24.7**	**-17.6**	**-12.6**	**-13.1**	**-19.1**	**-**	**-**	**-15.6**	**-15.1**
OCF	-17.4	-28.1	-22.8	-9.6	-16.6	-	-		
Net cash	89.1	59.6	49.7	50.7	38.5	-57%	-24%		
P/E12M trailing	-	-	-	-					
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-					
R&D revenues	14.9	18.0	17.0	12.0	15.8				
Grants	4.6	7.8	4.8	5.0	4.6				
External services	-23.1	-28.7	-14.9	-13.6	-16.0				
Payroll	-13.2	-6.1	-11.7	-13.1	-9.7				

Source: Company, Trigon, PAP for consensus; EBITDA adj.- EBITDA excluding non-cash share-based compensation and fair-value changes in the Rezera (formerly NodThera) stake.

- Przychody ze sprzedaży wyniosły PLN15.8m (+6% r/r; +32% q/q), w tym PLN 12.9m z umów FTE (+13% r/r; +42% q/q) oraz PLN 2.9m ze sprzedaży projektów R&D (-16% r/r). Przychody z dotacji wyniosły PLN4.6m (+1% r/r; -7% q/q). Odbicie przychodów FTE potwierdza stabilizację działalności kontraktowej po słabszym 2Q26.

- Koszty/EBITDA: Usługi obce wyniosły PLN 16.0m (-31% r/r; +18% q/q), a koszty pracownicze PLN 9.7m (-27% r/r; -26% q/q). - Adj. EBITDA wyniosła PLN-8.9m, po wyłączeniu PLN4.2m niegotówkowej przeceny udziałów Rezera i kosztów programu motywacyjnego. Poprawa bazowej EBITDA odzwierciedla efekty priorytetyzacji pipeline'u i niższą bazę kosztową R&D.

- Wynik netto / Rezera: Na wynik wpłynęła aktualizacja wyceny udziałów Rezera (dawniej NodThera) o PLN-4.2m oraz ujemny wynik finansowy netto PLN-4.1m, w tym PLN-1.2m z aktualizacji zobowiązania z tytułu opcji EBI.

- Udziały Ryvu w Rezera wyceniono na PLN2.5m. Potencjalne IPO Rezera na Nasdaq może stanowić opcję monetyzacji inwestycji, jednak jego znaczenie dla wyceny RVU pozostaje ograniczone ze względu na mały udział w spółce.

- OCF / płynność: OCF wyniósł PLN-16.6m wobec PLN-9.6m w 2Q26. Na koniec września Ryvu posiadało PLN 38.5m gotówki oraz PLN 19.1m płynnych aktywów finansowych, tj. łącznie PLN 57.6m wobec PLN 74.8m na koniec czerwca.

- Na 13 listopada dostępne środki wzrosły do PLN 61.6m, głównie dzięki wpływowi płatności za usługi R&D.

- Aktualny status R&D: RVU120 / RIVER-81: Ryvu koncentruje rozwój romacyklibu na R/R AML. W 08.2026 rozpoczęto rekrutację do kohorty rozszerzającej obejmującej około 30 pacjentów.

-Abstrakt ASH 2026 obejmuje 58 pacjentów, w tym 9 odpowiedzi CR/CRh/CRi i 2 częściowe remisje. Dane te zasadniczo nie zmieniają obrazu skuteczności względem EHA 2026.

- Kluczowym katalizatorem pozostają zaktualizowane dane na ASH w grudniu 2026 r., a w dalszej perspektywie wyniki kohorty ekspansyjnej, które mogą otworzyć drogę do partneringu.

- Dapolsertib / Menarini: W badaniu JASPIS-01 u 15 pacjentów z agresywnym B-NHL korzyść kliniczną odnotowano u 4 pacjentów, w tym jedną całkowitą remisję utrzymującą się przez blisko 12 miesięcy.

- Menarini rozszerza program o badanie fazy II SPHENE-01 w mielofibrozie, planowane od 1Q27, przy pełnym własnym finansowaniu.

- Early pipeline / partnering: RVU305 (PRMT5) zakończył kluczowe badania toksykologiczne GLP i produkcję API/IMP, natomiast dalszy rozwój kliniczny pozostaje uzależniony od pozyskania partnera.

- Dane przedkliniczne RVU602 potwierdzają potencjał nowej klasy payloadów ADC, w tym aktywność w modelach oporności na TOPO1.

- Nowe finansowanie PANACEA-NOVO (PLN105.6m) i rekomendacja grantu DUALIS (PLN22.2m) ograniczają przyszłe zapotrzebowanie na środki własne. Dodatkowym źródłem przychodów może być uruchomiony w sierpniu biznes usługowy Keelira.

POLTREG (PTG PW; BUY TP PLN 36.5)

Wyniki 3Q26: EBITDA poniżej oczekiwań mimo niższej bazy kosztowej; ograniczony cash runway kluczowym ryzykiem [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.2**	**0.1**	-	-1	**1.2**	**1.0**
Partnerings / ATMP	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	-	-1	0.2	
Other revenues	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	1.0	
Operating costs	-8.2	-9.1	-9.1	-8.1	-8.1	-2%	0%	-10.0	
Gross profit	**-8.2**	**-9.1**	**-9.1**	**-7.9**	**-7.9**	-5%	0%	-8.9	
Other operating income	2.2	3.4	2.6	2.4	1.5	-31%	-37%	2.4	
Other operating costs	0.0	-0.3	0.0	-0.1	0.0	-	-	-0.1	
EBITDA	**-3.1**	**-2.8**	**-5.1**	**-4.1**	**-5.0**	63%	21%	**-4.1**	**-4.6**
EBITDA adj.	**-3.1**	**-2.8**	**-5.1**	**-4.1**	**-5.0**	63%	21%	-4.1	
D&A	-3.0	-3.1	-1.4	-1.4	-1.4	-53%	-1%	-1.4	
EBIT	**-6.1**	**-6.0**	**-6.5**	**-5.6**	**-6.4**	6%	15%	**-6.5**	**-6.0**
Financial income/costs net	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-	-	-0.1	
EBT	**-6.1**	**-6.0**	**-6.8**	**-5.6**	**-6.6**	9%	17%	-6.6	
Tax	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Net profit	**-6.1**	**-6.0**	**-6.8**	**-5.6**	**-6.6**	9%	17%	**-6.6**	**-5.6**
Net profit adj.	**-6.1**	**-6.0**	**-6.8**	**-5.6**	**-6.6**	9%	17%	-6.6	-5.6
OCF	-7.6	-6.3	-8.4	-6.3	-5.6				
Net cash	24.7	17.8	9.1	22.6	17.7				
TREG ATMP sales	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1				
Partnerings	0.0	0.0	0.0	0.0	#N/D				
External services costs	-2.3	-2.0	-3.4	-2.6	-2.3				
Payroll	-1.3	-1.5	-2.5	-2.3	-2.1				
P/E12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-				

Source: Company, Trigon DM

- Przychody: PLN 0.1m, w całości związane ze sprzedażą TREG/ATMP, po przywróceniu możliwości komercyjnych podań preparatów TREG przez GIF. Rozpoznanie przychodów z dotacji: PLN 1.3m (-37% r/r; -45% q/q).

- Koszty/EBITDA: Największe pozycje stanowiły usługi obce PLN2.3m (-24% r/r; -12% q/q), wynagrodzenia PLN2.1m (-8% r/r; -8% q/q) oraz materiały PLN1.2m. Istotny wzrost dotyczył opłat patentowych (PLN0.79m vs PLN0.06m rok wcześniej). - EBITDA wyniosła PLN-5.0m, wobec PLN-4.1m. Niższe koszty częściowo skompensowały brak zakładanych przychodów i niższe rozpoznanie dotacji.

- Cash burn / finansowanie: OCF wyniósł PLN-5.6m wobec PLN-6.3m w 2Q26 i PLN-7.6m w 3Q25, potwierdzając stopniowe ograniczenie zużycia gotówki. Na koniec września Spółka posiadała PLN 17.7m gotówki wobec PLN 22.6m na koniec 2Q26.

- Zarząd wskazuje na konieczność kolejnej emisji akcji, aby sfinansować pełny program R&D, w tym przygotowanie rejestracji PTG-007.

- Status pipeline: PTG-007 / objawowa cukrzyca typu 1: Spółka kontynuuje przygotowania do centralnej procedury rejestracyjnej EMA. Spotkanie pre-submission planowane jest w 4Q26, a złożenie dokumentacji MAA w 1Q27. PTGt wskazuje na standardowy czas oceny wynoszący 12–18 miesięcy i potencjalną decyzję rejestracyjną w 2028 r. Eligibility letter pozwala przejść do przygotowania wniosku, ale nie przesądza o skuteczności danych w procesie rejestracyjnym ani o uzyskaniu MA.

- PreTREG / przedobjawowa cukrzyca typu 1: Badanie fazy II jest realizowane w 9 otwartych ośrodkach. Spółka raportuje ponad 140 zrekrutowanych pacjentów, z których 14 zostało zrandomizowanych i otrzymało preparat. Kluczowym KPI pozostaje tempo randomizacji i podawania terapii, determinujące termin analizy interim oczekiwanej w 2027 r.

- CAR-TREG / PTG-021: Zakończono badania na zwierzętach i wytworzono pierwsze serie techniczne w standardzie GMP. Spółka przygotowuje się do inspekcji GIF oraz złożenia dokumentacji klinicznej dla badania fazy I w PPMS, ALS i MOGAD.

- Immuthera / USA: Spółka zależna pozostaje na etapie poszukiwania inwestora finansowego.

AGORA

Wyniki za 3Q26: EBITDA powyżej oczekiwań, mocne kina i poprawa cash flow operacyjnego, wzrost capexu [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	LTM
Revenues	**369**	**509**	**365**	**391**	**392**	**6%**	**0%**	**404**	**1,657**
Radio	92	137	97	104	93	1%	-10%	94	431
Cinema (-Books fr. 1Q26)	150	213	147	118	156	4%	32%	167	634
Outdoor	52	80	56	92	69	34%	-25%	67	297
Press (+Books from 1Q26)	48	47	43	52	54	13%	4%	51	196
Internet	30	39	26	31	27	-11%	-14%	28	122
Eliminations, other	-4	-6	-4	-6	-7	-	-	-4	-24
EBITDA ex-IFRS 16	**28**	**69**	**14**	**41**	**43**	**56%**	**5%**	**33**	**167**
EBITDA	58	102	54	81	82	42%	2%	73	319
EBIT	13	49	-1	27	22	66%	-17%	17	96
Radio	14	37	17	17	13	-4%	-24%	14	84
Cinema	17	29	14	7	27	56%	294%	24	78
Outdoor	7	11	-4	23	5	-27%	-77%	3	36
Press	-5	-5	-5	-2	-1	-	-	-3	-13
Internet	-4	-1	-6	-6	-5	-	-	-5	-19
Eliminations, other	-16	-23	-16	-13	-17	-	-	-16	-69
Net profit	**-6**	**42**	**-9**	**10**	**0**	**-**	**-**	**-1**	**42**
adj. Net profit	-4	39	-14	4	7	-	76%	4	36
Operating cash flow	53	138	41	12	109				
Invesment cash flow	-19	-27	-16	-40	-49				
Capex	-20	-42	-32	-28	-49				
Lease payments	-22	-26	-32	-32	-32				
Interest paid	-12	-12	-13	-13	-12				
OCF+Capex+Lease+Interest	-2	59	-36	-61	16				
Net debt ex-IFRS16	169	118	132	213	199				
P/E 12M trailing	35.6	26.6	26.9	16.6	14.4				
EV/EBITDA 12M trailing	4.6	4.8	4.8	4.7	4.3				
EBITDA margin	7.5%	13.6%	3.8%	10.5%	11.0%				
EBIT margin	3.6%	9.6%	-	6.8%	5.7%				
Net profit margin	-	8.2%	-	2.6%	-				

Source: Company, Trigon

#Rynek reklamy w 3Q26

- Szacowana przez Agorę dynamika rynku w 3Q wyniosła +6,5% r/r wobec +4,1% r/r w 2Q, w tym outdoor +11%, a radio +1,5%, reklama w kinach +25%, dzienniki -3%, magazyny +10%, internet +7%;

#Outlook rynek reklamy w 2026

- Agora nie zmienia oczekiwań co do tempa wzrostu całego rynku reklamy, podtrzymuje przedział oczekiwań +5,5% do +7,0%, ale wskazuje na oczekiwany wzrost bliżej dolnego końca przedziału;
- Obniżono prognozę dynamik w TV z +2-4% do -2-0%, podwyższono dla reklamy w kinach z +5-10% do +15-20% i reklamy wideo online z +15-17% do +16-18%;
- W radio oczekiwany wzrost 4-7%, w outdoor o 4-9%, w prasie spadek o -2-1%;

#One-offy

- Rezerwa na potencjalne zobowiązanie podatkowe Eurozetu za 2021 rok obciążyła wynik kwotą 7,5mln PLN, w tym podatek 4,6mln PLN oraz koszty finansowe o 2,9mln PLN z tytułu odsetek za zwłokę;
- Wynik segmentu Film wsparło rozwiązanie nadwyżki rezerw na koszty projektów filmowych, którego wartości nie ujawniono;
- Uwzględniając przeniesienie wydawnictwa dynamiki przychodów w kinach i prasie wyniosły odpowiednio +11% i -6% r/r;

#Zadłużenie

- Dług netto bez MSSF 16 wyniósł 199mln PLN, w tym 175mln PLN bez zobowiązań z opcji put, wobec odpowiednio 213mln PLN i 189mln PLN na koniec czerwca;

MANGATA

Wyniki 3Q26: słabszy headline EBITDA wynika głównie z one-offów przed rokiem [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	2025	LTM
Revenues	199	173	206	207	197	-1%	-5%	769	782
Automotive&components	103.6	94.4	110.9	112.6	111.0	7%	-1%	409.5	428.8
Fittings and Industrial Auto	45.7	41.8	46.5	47.2	42.7	-7%	-10%	179.1	178.1
Fasteners	49.7	36.3	48.3	46.6	43.1	-13%	-8%	179.1	174.3
Gross profit	42.7	31.7	37.1	44.9	42.1	-1%	-6%	154.1	155.9
Automotive&components	18.6	12.8	16.4	19.1	20.5	10%	7%	64.6	68.8
Fittings and Industrial Auto	13.3	11.1	12.7	15.0	13.2	0%	-12%	51.8	52.1
Fasteners	10.7	8.0	8.1	10.7	8.3	-22%	-22%	37.7	35.0
Other operating items, net	8.9	0.9	0.2	0.3	0.3	-97%	-8%	13.2	1.7
EBITDA	34.9	12.2	18.2	25.2	23.1	-34%	-8%	97.1	78.7
adj. EBITDA	26.0	11.4	18.0	24.9	22.8	-12%	-8%	83.9	77.1
EBIT	23.2	1.4	7.6	14.3	12.2	-47%	-15%	51.3	35.6
Net financial costs	-1.7	-2.6	-0.2	-1.6	-1.3	-	-	-9.6	-5.8
EBT	21.5	-1.2	7.4	12.7	10.9	-50%	-14%	41.7	29.7
Net profit	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	0%	0%	33.5	33.5
Gross Margin	21.4%	18.4%	18.0%	21.7%	21.4%	-0.1pp	-0.4pp	20.0%	19.9%
Automotive&components	18.0%	13.5%	14.8%	17.0%	18.5%	0.5pp	1.5pp	15.8%	16.1%
Fittings and Industrial Auto	29.1%	26.5%	27.4%	31.9%	31.0%	1.9pp	-0.9pp	28.9%	29.2%
Fasteners	21.6%	22.0%	16.7%	22.9%	19.3%	-2.3pp	-3.6pp	21.0%	20.1%
EBITDA margin	17.5%	7.1%	8.9%	12.2%	11.7%	-5.8pp	-0.5pp	12.6%	10.1%
EBIT margin	11.7%	0.8%	3.7%	6.9%	6.2%	-5.5pp	-0.7pp	6.7%	4.5%
Net profit margin	4.2%	4.8%	4.1%	4.1%	4.3%	0.0pp	0.2pp	4.4%	4.3%
OCF	35	41	-1	20	9	-75%	-55%		
Net debt	163	133	148	167	172	5%	3%		
P/E 12M trailing	10.3	12.4	12.4	12.4	12.4				
EV/EBITDA 12M trailing	5.6	5.6	6.1	6.4	7.4				

Source: Company, Trigon

MFO

Wyniki 3Q26: zgodne ze wstępnymi [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	3Q26P
Revenues	178	168	173	217	181	2%	-17%	190	181
Gross profit	19.9	18.0	19.4	28.7	20.8	5%	-28%	23.0	-
Other operating items, net	0.5	1.0	0.8	0.1	0.4	-16%	566%	0.0	-
EBITDA	8.1	4.4	6.9	12.4	8.1	0%	-35%	9.1	7.9
adj. EBITDA	8.1	4.4	6.9	12.4	8.1	0%	-35%	9.1	-
EBIT	5.4	1.5	3.9	9.1	4.6	-14%	-49%	5.6	4.6
Net financial costs	-1.5	-2.6	-0.8	-2.0	-1.2	-	-	-2.2	-
EBT	3.9	-1.1	3.1	7.1	3.5	-9%	-50%	3.5	-
Net profit	3.3	-1.0	2.4	6.4	2.7	-16%	-57%	2.8	2.7
Gross margin	11.2%	10.7%	11.2%	13.2%	11.5%	0.3pp	-1.8pp	11.7%	-
EBITDA margin	4.6%	2.6%	4.0%	5.7%	4.5%	-0.1pp	-1.2pp	3.8%	4.4%
EBIT margin	3.0%	0.9%	2.2%	4.2%	2.6%	-0.5pp	-1.6pp	2.1%	2.6%
Net profit margin	1.8%	-0.6%	1.4%	3.0%	1.5%	-0.3pp	-1.4pp	0.8%	1.5%
OCF	27	-12	20	34	4	-87%	-89%	-31	n/a
Net debt	75	105	103	93	96	28%	3%	139	n/a
P/E 12M trailing	13.3	16.4	18.3	14.9	15.6				
EV/EBITDA 12M trailing	8.3	9.1	9.5	8.1	8.2				

Source: Company, Trigon

CENTRUM MEDYCZNE ENEL-MED

Wyniki jednostkowe 3Q26: 3.8 mln PLN zysku netto

- Przychody wyniosły 245.1 mln PLN wobec 215.2 mln PLN rok wcześniej;
- Zysk operacyjny wyniósł 11.8 mln PLN wobec 12.0 mln PLN rok wcześniej;
- Zysk netto wyniósł 3.8 mln PLN wobec 7.3 mln PLN rok wcześniej.

MANGATA HOLDING

Wyniki 3Q26: spadek EBITDA i zysku netto r/r

- Przychody wyniosły 197.0 mln PLN wobec konsensusu 206.1 mln PLN;
- EBITDA spadła o 34% r/r do 23.1 mln PLN, przy konsensusie 24.8 mln PLN;

- Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej spadł o 55% r/r do 9.2 mln PLN, wobec konsensusu 9.7 mln PLN.

INTROL
Wyniki 3Q26: wzrost przychodów i spadek zysku operacyjnego
- Przychody wyniosły 163.0 mln PLN wobec 157.3 mln PLN rok wcześniej;
- Zysk operacyjny wyniósł 10.9 mln PLN wobec 12.6 mln PLN rok wcześniej;
- Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 7.0 mln PLN wobec 8.4 mln PLN rok wcześniej.

ATENDE
Wyniki 3Q26: wzrost przychodów, przy utrzymującej się stracie netto
- Przychody wyniosły 91.7 mln PLN wobec 63.9 mln PLN rok wcześniej;
- EBITDA wyniosła 2.1 mln PLN wobec 2.5 mln PLN rok wcześniej;
- Strata netto przypisana akcjonariuszom jednostki dominującej wyniosła 1.1 mln PLN wobec 1.3 mln PLN rok wcześniej.

FINANCIALS

ERSTE BANK POLSKA (EBP PW; HOLD; TP PLN 785.0)
Cena w wezwaniu podniesiona do 800 PLN za akcję
- Cena w wezwaniu wzrosła z 713.6 PLN do 800 PLN za akcję, ze skutkiem od 19 listopada;
- Zapisy potrwają do 2 grudnia; zawarcie transakcji zaplanowano na 7 grudnia, a rozliczenie na 9 grudnia;
- Wezwanie obejmuje 52 113 041 akcji, stanowiących ok. 51% kapitału.

CONSUMER

ALLEGRO (ALE PW; BUY; TP PLN 65.0)
UOKiK nałożył 54.7 mln PLN kar za komunikację dotyczącą sadzenia drzew
- Urząd zakwestionował sugerowanie, że każde 10 przesyłek Allegro One oznacza posadzenie nowego drzewa, oraz niedostateczne informowanie o dodatkowym warunku złożenia dedykacji;
- Kary za te praktyki wynoszą odpowiednio 29.852 mln PLN i 24.876 mln PLN;
- Według ustaleń urzędu część drzew posadzono wcześniej, a części nie posadzono. Kwota dotyczy decyzji regulatora; nie potwierdzono w wykorzystanych źródłach jej prawomocności ani ujęcia kosztu w wynikach spółki.

ALLEGRO (ALE PW; BUY; TP PLN 65.0)
Allegro Pay dostępne bezpośrednio na eBilet
- eBilet jest pierwszym serwisem poza platformą Allegro z bezpośrednią integracją płatności Allegro Pay;
- Klienci mogą odroczyć płatność o 30 dni lub rozłożyć zakupy od 200 PLN na raty. Usługa Allegro Pay ma ponad 2 mln użytkowników;
- Kolejnym etapem mają być integracje ze sprzedawcami spoza grupy. Dotychczas korzystanie z Allegro Pay poza platformą było możliwe za pośrednictwem karty Visa.

ŻABKA GROUP (ZAB PW; HOLD; TP PLN 33.0)
Sprzedaż centrum logistycznego w Kątach Wrocławskich i najem na 15 lat
- Spółka zależna Kalestico zawarła przyrzeczoną umowę sprzedaży obiektu na rzecz Unicorn (PL) z grupy LCN Capital Partners;
- Centrum ma ok. 35 tys. m² powierzchni, z możliwością rozbudowy o ok. 6.5 tys. m²;
- Żabka będzie nadal korzystać z obiektu na podstawie umowy najmu na 15 lat; proces dotyczący centrum w Rzgowie jest kontynuowany.

INTER CARS (CAR PW; BUY; TP PLN 1240)
Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [lekko pozytywne]
#3Q26 / ekspansja
- Po 9M przychody grupy wzrosły o 14% r/r do 17,7mld PLN, a w 3Q o 16,2% r/r; zarząd wskazuje, że spółka nadal rośnie szybciej od większości europejskich konkurentów;
- Dynamika sprzedaży w sztukach jest o ok. 4p.p. niższa od dynamiki wartościowej przychodów;
- Sprzedaż bezpośrednia Inter Cars do odbiorców zagranicznych spadła o 13% r/r, głównie w związku z przekazaniem części klientów do lokalnych spółek grupy, m.in. w Niemczech i Austrii;
- Zarząd wskazał na mocne wolumeny opon w listopadzie po przesunięciu szczytu sezonu z października na listopad;
- Podstawą ekspansji pozostaje wzrost organiczny, a przejęcia są rozważane w przypadku projektów z wyraźnymi synergiami.
#Marża brutto / pricing
- Zarząd podtrzymał ocenę, że poprawa rentowności ma charakter strukturalny i wynika m.in. ze wzrostu skali, zmian miksu produktowego, lepszego pricingu oraz korzystniejszych warunków zakupowych;
- Sytuacja różni się między kategoriami: w oponach widoczna jest większa konkurencja cenowa, w częściach do aut osobowych jest ona mniejsza, natomiast w olejach spółka notuje wzrost zarówno marży, jak i wolumenów;
- Spółka co do zasady korzysta osłabieniu złotego, jednocześnie otwarta pozycja walutowa na EUR powinna się obniżać;
#Negatywny one-off w Grecji
- Dokonane korekty obniżyły wynik 3Q o 47mln PLN, z czego 6mln PLN ujęto w marży brutto, a 41mln PLN w kosztach operacyjnych, ponadto ok. 33mln PLN dotyczyło działań, które zawyżyły wyniki 2025, pozostała część dotyczyła błędnie księgowanych operacji w 1H26;
- Korekta dotyczyła kapitalizacji kosztów w zapasach oraz ujęcia bonusów; zarząd wskazał, że była efektem celowego niezastosowania zasad rachunkowości grupy przez osoby zarządzające grecką spółką;
- Od września rozwiązano umowę z country managerem, powołano nowy zarząd oraz wzmocniono finanse i controlling;
#Zapasy / BS & CF
- Rotacja zapasów na koniec września wyniosła ok. 130 dni i była zbliżona r/r; zarząd traktuje szerokość oferty jako źródło przewagi konkurencyjnej i przygotowuje zapas na wysoką dynamikę sprzedaży;

- Udział produktów nisko rotujących w ofercie nie przekracza 2%; rozwój asortymentu do samochodów chińskich nie powoduje obecnie istotnego wzrostu zapasów;
- Dług netto / EBITDA spadł do 1,97x z 2,2x w 3Q25, pozostając poniżej progu 2,6x uruchamiającego obowiązek ustanowienia zabezpieczeń;

#CAPEX / logistyka

- Zakończenie inwestycji w Stęszewie planowane jest na koniec 1Q27, bez wskazywanych obecnie opóźnień; magazyn ma wspierać ekspansję na zachodzie i wzrost sprzedaży w Polsce;
- Łączny CAPEX Stęszewa ma wynieść 685mln PLN, z czego narastająco poniesiono 445mln PLN, w tym 260mln PLN YTD;
- Na kolejne dwa lata zarząd zakłada średni roczny CAPEX grupy na poziomie ok. 450mln PLN, w kolejnych latach planowany jest również rozwój magazynu w Sosnowcu.

MODIVO (MDV PW; SELL; TP PLN 86.0)

Przedłużenie finansowania Modivo.com w PKO BP

- Termin dostępności wielocelowego limitu kredytowego w wysokości 180 mln PLN przedłużono do 31 lipca 2027 r;
- Pozostałe warunki finansowania pozostają bez zmian.

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

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [lekko pozytywne]

#Trading update / guidance

- Zarząd oczekuje w 4Q dynamiki sprzedaży wyższej niż w 3Q oraz dalszego wzrostu marży brutto r/r, pozytywnie ocenił tendencje obserwowane w wynikach QTD;
- CEO podtrzymał, że cel ESOP na 2026 na poziomie 90mln PLN EBITDA jest osiągalny, który po 9M implikuje osiągnięcie co najmniej 40mln PLN EBITDA w 4Q vs. 11mln PLN przed rokiem;
- W 2027 zarząd zakłada kilkunastoprocentowy wzrost sprzedaży oraz dalszą poprawę marży brutto i rentowności, co ma wspierać realizację podtrzymanego celu 120mln PLN EBITDA;
- Powrót Nike powinien zdaniem zarządu dołożyć kilka p.p. do dynamiki sprzedaży, marka będzie obecna zarówno na platformie Answear, PRM oraz w obu salonach, z ofertą dostosowaną do pozycjonowania poszczególnych kanałów;

#KPIs / marketing

- W 3Q AOV wzrosło o 5% r/r wobec wzrostu o ok. 2% w 1H, zarząd oczekuje kontynuacji tej tendencji, wskazując na miks oferty oraz bardziej precyzyjne kierowanie kampanii do klientów o potencjalnie wyższych koszykach;
- Poprawa konwersji pozostaje jednym z priorytetów zarządu, choć szybkie zwiększanie ruchu utrudnia równoczesną poprawę tego wskaźnika;
- Zarząd podtrzymał oczekiwanie oszczędności w marketingu w całym 2026 r/r, wyższy r/r wskaźnik kosztów w 3Q wynikał m.in. z bardziej równomiernego rozłożenia wydatków w tym roku wobec koncentracji kampanii TV głównie w 4Q25;
- Spółka obserwuje mniejszą aktywność marketingową chińskich platform, ale ocenia, że ich presja miała ograniczony wpływ na jej biznes;

#Marża / zapasy

- Spółka kontynuuje optymalizację oferty i głębsze zatowarowanie wybranych modeli, sprzedaż na model-kolor wzrosła o 20% r/r, co wspiera sprzedaż w pierwszej cenie, ogranicza przeceny oraz obniża jednostkowy koszt przygotowania kontentu;
- Zapasy na koniec września były niższe o 2% r/r, a ich rotacja po 9M poprawiła się o 29 dni r/r, zarząd wskazuje jednocześnie na większy udział świeżej kolekcji AW26 w zapasie i dobre przygotowanie do sezonowo najważniejszego 4Q;
- Na 2027 spółka zakłada zrównoważoną politykę zakupową, z dynamiką wzrostu zapasu niższą od planowanego wzrostu sprzedaży oraz dalszą poprawą rotacji;
- Ok. 70–80% kolekcji SS27 jest już zakontraktowane, zarząd nie oczekuje istotnego wzrostu cen zakupu r/r w PLN, presję na marżę mają ograniczać lepsza rotacja i niższy mark-down;

#Geografia / PRM

- W walucie lokalnej sprzedaż w Ukrainie była stabilna r/r, ciążyło natomiast osłabienie hrywny, zarząd potwierdził natomiast utrzymującą się presję na konsumenta w Rumunii;
- Sprzedaż PRM po 9M była zbliżona r/r, priorytetem pozostaje poprawa rentowności i stopniowe skalowanie biznesu;
- CEO widzi większe braki w portfolio marek PRM niż Answear.com, podkreślał, że pozyskiwanie marek luxury jest trudne i następuje powoli;
- Udział odzieży i akcesoriów w sprzedaży PRM wzrósł do ok. 50% wobec dominującej wcześniej pozycji obuwia, docelowo odzież i akcesoria mają odpowiadać za ok. 60% sprzedaży;

#BS & CF / inwestycje

- Spółka kończy projekt automatyzacji magazynu, którego realizacja ma rozpocząć się w 2027, inwestycja ma zwiększyć pojemność i wydajność obiektu oraz przygotować go na wzrost skali działalności w kolejnych latach (1,5 roku, +80mln PLN);

NEUCA (NEU PW; HOLD; TP PLN 810.0)

Odwołanie od decyzji UOKiK; spółka nie utworzy rezerwy

- Spółka złożyła do Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów odwołanie od decyzji UOKiK dotyczącej porozumienia ograniczającego konkurencję;
- Neuca zdecydowała o nieutworzeniu rezerwy finansowej związanej z tą decyzją.

RYNEK ALKOHOLI

Prezydent podpisał podwyżkę akcyzy na alkohol od 2027, wzrost większości stawek o ~20,5% r/r

- Prezydent podpisał 18 listopada ustawę podnoszącą akcyzę na alkohol, nowe stawki zaczną obowiązywać 1 stycznia 2027;
- Wzrost większości stawek wyniesie ~20,5% r/r, podawane w mediach „prawie 15%" oznacza podwyżkę względem stawek wcześniej zaplanowanych na 2027;
- Stawka dla cydru i perry do 5% alkoholu wzrośnie z 97 do 116,40 PLN/hl, czyli o 20%;
- Akcyza na alkohol etylowy wyniesie 10 109 PLN/hl czystego alkoholu, a na piwo 13,82 PLN/hl za każdy stopień Plato;
- Dodatkowe wpływy mają zasilać NFZ, w latach 2027-2028 jego dotacja zostanie zwiększona o 1,4 mld PLN rocznie.

LOGISTICS & TRANSPORT

STALEXPORT AUTOSTRADY

Plan zwolnień grupowych w związku z końcem koncesji na A4

- Zarząd Stalexport Autostrada Małopolska zdecydował o zamiarze przeprowadzenia zwolnień grupowych obejmujących wszystkich pracowników poza członkami zarządu;
- Plan wiąże się z wygaśnięciem 15 marca 2027 r. koncesji na eksploatację odcinka autostrady A4 Katowice–Kraków.

TMT

ORANGE POLSKA (OPL PW; BUY; TP PLN 19.0)

Spółka technicznie gotowa do uruchomienia 5G Standalone

- Termin komercyjnego startu zależy m.in. od certyfikacji telefonów oraz uzasadnienia biznesowego;
- Na koniec 2026 r. Orange zakłada ok. 5.7 tys. stacji w paśmie C oraz 2.6 tys. stacji w paśmie 700 MHz;
- W 2027 r. priorytetem ma być dalsza rozbudowa zasięgu 700 MHz; tempo rozbudowy sieci w paśmie C będzie niższe.

CYFROWY POLSAT (CPS PW; BUY; TP PLN 18.8)

Nowa strategia GPP Refocused na lata 2027–2030+

- Grupa zamierza skoncentrować działalność na telekomunikacji i mediach;
- Strategia zakłada przegląd opcji strategicznych dla aktywów energetycznych i nieruchomościowych.

WIRTUALNA POLSKA (WPL PW; HOLD; PLN 65)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [negatywne]

#Turystyka

- W international travel spowolnienie wzrostu wartości sprzedanych wycieczek do +10% r/r w październiku, i jeszcze większe w listopadzie kiedy zdarzały się dni z ujemną dynamiką TTV;
- Według zarządu wzrost cen paliwa lotniczego, istotnie powyżej ceny ropy naftowej, zwiększa cenę wycieczek zagranicznych, szczególnie na długodystansowych lotach popularnych zimą, co zmniejsza popyt na wyjazdy;
- W sezonie 2027 akcenty mogą przesunąć się na last minute, oferty operatorów mogą zostać ograniczone na przyszły rok, ryzyko słabszego popytu;
- Pierwsze półrocze 2027 powinno być dobre dla segmentu ze względu na niską bazę, natomiast pojawia się ryzyko słabszego 3Q27 jeśli operatorzy będą ograniczać ofertę;
- Część biur na rynkach Invii w słabszej kondycji może kontraktować mniej na kolejny rok; dużo odnośnie wielkości oferty wyjaśni się w marcu 2027 (duże targi turystyczne B2B w Niemczech);
- Udziały Invia w Niemczech spadły w ostatnich latach, natomiast ostatnio realizowana strategia wzrostu wolumenów ma ponownie zaznaczyć obecność grupy na rynku, poprawić postrzeganie gracza u klientów;
- W Niemczech spółka ma jeszcze starsze zobowiązanie do wydania 2mln EUR na marketing w TV, co obniży marżę (nie sprecyzowano dokładnego terminu);
- Obecnie spółka zwiększa udziały w rynku niemieckim;
- Wakacje.pl sprzedaje standardowe pakiety po cenach organizatorów, natomiast w Niemczech pośrednicy konkurują również rabatami obniżającym efektywny koszt wyjazdu;

#Media

- Rynek reklamy pozostaje wzrostowy, jednak spółka była dotknięta ubytkiem przychodów m.in. od Temu (ograniczenie wydatków od 3Q26) i zmianami w polityce monetyzacji Google;
- Ograniczenie wydatków azjatyckich platform mogło mieć w drugim półroczu negatywny wpływ rzędu 3pp do 6pp (jeśli uwzględnić pośrednictwo Google) na dynamikę sprzedaży reklam grupy;
- Zarząd nie będzie kontynuował wzrostu inwestycji w mediach w dotychczasowym tempie z uwagi na słabość rynku;
- Capex w mediach i subskrypcjach wynosi obecnie około 100mln PLN rocznie;
- Około 60% capexu segmentu odzwierciedla dynamikę wynagrodzeń, która ma zostać zamrożona, a więc w przyszłym roku ta część nie powinna rosnąć;
- Planowane zamrożenie kosztów niebezpośrednich w roku 2027;
- Decyzja co do akcji własnych zapadnie do czasu przyszłorocznego Walnego Zgromadzenia, najprawdopodobniej zostaną umorzone;
- W subskrypcjach na razie nie widać negatywnego wpływu ze strony Spotify czy Youtube zwiększających treści (m.in. oferta audiobooków w Spotify);
- Większym ryzykiem dla Audioteki w krótkim okresie mogą być koszty dostępu do treści;

#Akwizycje, dezinwestycje, dywidenda

- Spółka nie jest szczególnie aktywna akwizycyjnie, raczej nie należy oczekiwać ruchów w tym obszarze, chyba że pojawi się jakiś wyjątkowo dobry cel;
- Na przyszły rok intencją zarządu jest sprzedaż części aktywów poza segmentami turystyki i mediów;
- Przy obecnym poziomie zadłużenia większym priorytetem jest zmniejszenie zadłużenia niż wzrost dywidendy.

GAMING

GAMING MARKET

GTA VI z fenomenalnym odbiorem wśród recenzentów 99/100 [pozytywne]

- Na taki wynik składa się 150 recenzji na PS i 14 na XB;
- Oceny graczy na PS Store to na tę chwilę 4.87/5.

INDUSTRIALS

OHB (OHB GR; No Recommendation)

Porozumienie z SUAS Aerospace dotyczące rozwoju infrastruktury startowej w Irlandii

- OHB i irlandzki deweloper portów kosmicznych SUAS Aerospace podpisały 18 listopada porozumienie wspierające przygotowanie infrastruktury startowej w Irlandii;
- TESC, spółka zależna OHB specjalizująca się w infrastrukturze startowej, oceni przydatność lokalizacji na zachodnim wybrzeżu Irlandii;
- Prace obejmą planowanie infrastruktury oraz określenie kluczowych wymagań technicznych i operacyjnych, przygotowując podstawy kolejnych etapów projektu;
- TESC prowadzi również rozmowy z partnerami w innych krajach Europy, dążąc do rozwoju sieci lokalizacji startowych i dywersyfikacji dostępu do orbity;
- Nie ujawniono wartości porozumienia, planowanych nakładów inwestycyjnych ani harmonogramu uruchomienia infrastruktury;

RYNEK OPAKOWAŃ GIĘTKICH / GRUPA KĘTY (KTY PW; BUY; PLN 1,400)

KPS Capital Partners podpisał umowę przejęcia MM Packaging

#Strony transakcji

KPS Capital Partners (tj. fundusz PE sprzedający Kętom Grupę METRA) podpisał umowę przejęcia MM Packaging, globalnego lidera rynku opakowań wtórnych.

#Warunki transakcji. 9 listopada Mayr-Melnhof podpisał umowę sprzedaży biznesu opakowaniowego do holdingu, w którym KPS Capital Partners obejmie 70%, a MM zachowa 30%. EV za 100% biznesu wynosi 2.4 mld EUR. Po reinwestycji ok. 0.4 mld EUR w pakiet mniejszościowy MM oczekuje 1.8–1.9 mld EUR wpływów gotówkowych. Jeżeli EBITDA za FY27 nie osiągnie uzgodnionych celów, udział MM może spaść do 20% bez dodatkowej płatności. Zamknięcie planowane jest na 1H27, po uzyskaniu wymaganych zgód.

#Wycena. MM podaje ok. 9.0x EV/adj. EBITDA FY26E, co implikuje ok. 267 mln EUR skorygowanej EBITDA. Na wynikach FY25A sprzedawany biznes miał ok. 2.0 mld EUR przychodów i 260 mln EUR skorygowanej EBITDA, co daje 9.2x EV/adj. EBITDA FY25A i ok. 1.2x EV/sprzedaż FY25A. MM zestawia 9x dla wydzielanego biznesu z historycznym mnożnikiem giełdowym ok. 6x dla całej grupy, obejmującej również Board & Paper.

#Cross-read na SOG. Food & Premium odpowiada za 69% sprzedaży MM Packaging, a Pharma & Healthcare za 31%. Główne produkty to kartoniki składane, etykiety i ulotki. Wspólnym rynkiem końcowym z Alupolem jest przede wszystkim żywność. W SOG w 3Q26 sama folia BOPP odpowiadała za 39% sprzedaży, opakowania do koncentratów spożywczych za 25%, do świeżej żywności za 12%, a dla branży mleczarskiej i tłuszczowej za 11%.

ICEYE / RYNEK SPACE

Polska i Grecja planują wspólne zakupy satelitów SAR z wykorzystaniem SAFE

- Na 19 listopada zaplanowano podpisanie MoU dotyczącego wspólnego pozyskania radarowych satelitów obserwacji Ziemi;
- Zakupy mają wykorzystywać środki z części pożyczek SAFE przyznanych obu państwom;
- Grecja mogłaby dołączyć do polskiego kontraktu MikroSAR, zawartego w maju 2025 z konsorcjum ICEYE Polska i Wojskowych Zakładów Łączności Nr 1;
- MoU ustanowi ramy dalszych działań, ale nie zobowiązuje stron do zawarcia umowy ramowej ani kontraktów wykonawczych;
- Nie ujawniono wartości potencjalnego rozszerzenia kontraktu, liczby dodatkowych satelitów ani harmonogramu dostaw.

ICEYE / AVIO / LEONARDO

Chłodna reakcja włoskiego rządu na ofertę przejęcia Avio przez ICEYE - Reuters

- Minister obrony Guido Crosetto zaapelował do Leonardo o ostrożne rozważenie sprzedaży posiadanego ~18% pakietu Avio;
- ICEYE oferuje 41 EUR/akcję w gotówce, wyceniając Avio na ~2mld EUR, celem jest budowa zintegrowanej europejskiej grupy space i defence;
- Transakcja wymaga zgody włoskiego rządu w ramach przepisów golden power, umożliwiających ochronę strategicznych aktywów;
- Według źródła Reutersa Rzym nie otrzymał jeszcze formalnej notyfikacji, mimo deklarowanych przez ICEYE wcześniejszych konsultacji z zainteresowanymi rządami;
- CEO Leonardo pozytywnie ocenił ofertę, według źródeł Reutersa rada dyrektorów grupy ma wkrótce przeanalizować propozycję;
- CEO ICEYE oczekuje zamknięcia transakcji za kilka miesięcy.

ARES SHIELD AI / RYNEK SPACE

Pierwszy orbitalny test oprogramowania do wykrywania i identyfikacji obiektów - Space24

- ARES Shield AI poinformowało o udanym teście oprogramowania 28 października na komputerze pokładowym satelity ION SCV-020 firmy D-Orbit;
- System wykrył i zidentyfikował satelitę Sentinel-1C w odległości ~304 km, porównując obraz z katalogiem ponad 28 tys. obiektów orbitalnych;
- Analiza zajęła 9,8 sekundy i wykorzystała istniejący czujnik gwiazd oraz komputer pokładowy, bez instalacji dodatkowego sprzętu;
- Kolejne testy, realizowane we współpracy z REALAB, sprawdzą powtarzalność wyników, następna wersja oprogramowania umożliwi śledzenie obiektu na serii zdjęć;
- Docelowa platforma ma integrować AI, sensory i mikrofale dużej mocy (HPM), służące do niekinetycznego neutralizowania zagrożeń dla satelitów;
- Moduły mają być instalowane na satelitach klientów lub działać jako niezależne węzły konstelacji, odbiorcami mają być państwa NATO i operatorzy satelitarni.

EUROPEAN DEFENCE / UKRAINA

KE proponuje dodatkowe 45 mld EUR dla Ukrainy na 2027, w tym 25 mld EUR na obronność

- KE przedstawiła 18 listopada propozycję pożyczki do 45mld EUR, pokrywającej około dwóch trzecich dodatkowej luki finansowej Ukrainy na 2027;
- Do 25mld EUR ma finansować pomoc wojskową, a do 20mld EUR ogólne wsparcie budżetowe, uzależnione od kontynuacji reform;

- Priorytety wojskowe obejmują obronę powietrzną, drony, systemy antydronowe, pociski i amunicję; finansowanie ma również wspierać integrację przemysłów obronnych UE i Ukrainy;
- Nowe środki uzupełniłyby program Ukraine Support Loan o wartości 90mld EUR na lata 2026-2027, obejmujący 60mld EUR na obronność;
- Finansowanie pochodziłoby z emisji długu UE, zabezpieczonego marginesem budżetowym, Ukraina spłacałaby kapitał dopiero po otrzymaniu reparacji od Rosji;
- Gwarancje państw spoza UE z ratingiem AAA/Aaa mogłyby umożliwić udzielenie dodatkowych pożyczek do 5mld EUR poprzez Ukraine Facility;
- Dochody z zamrożonych rosyjskich aktywów mogłyby wspierać spłatę nowych pożyczek, jednak dopiero po zakończeniu spłaty wcześniejszych pożyczek G7;
- Pakiet pozostaje propozycją wymagającą zatwierdzenia przez Parlament Europejski i Radę, zmiana wieloletnich ram finansowych wymaga jednomyślności państw członkowskich.

RYNEK DEEP TECH

TEEMA zapowiada planowanie pierwszych 50 ha parku technologicznego w Miękini - Rz

- Tajwańskie stowarzyszenie przemysłu elektronicznego TEEMA zapowiedziało rozpoczęcie planowania zagospodarowania pierwszych 50 ha parku, którego docelowa powierzchnia wyniesie 150 ha;
- Ponad 20 tajwańskich firm zainteresowanych projektem uczestniczyło 17-18 listopada w spotkaniach w Warszawie;
- Park ma łączyć produkcję i rozwój półprzewodników, centra danych AI, elektromobilność, zieloną energetykę oraz technologie smart city, dronowe i medyczne;
- TEEMA deklaruje zamiar włączenia polskich partnerów do łańcuchów dostaw tajwańskich przedsiębiorstw inwestujących w parku;
- Foxconn ma być wiodącym inwestorem w Miękini, równolegle planuje z ElectroMobility Poland produkcję samochodów elektrycznych w Jaworznie;
- Według ministra gospodarki Tajwanu park ma przyciągnąć wielomiliardowe inwestycje, nie przedstawiono szczegółowych nakładów ani harmonogramu realizacji;

BIOTECH

DIAGNOSTYKA (DIA PW; HOLD; TP PLN 181)

Przejęcie dodatkowych 47,14% akcji Genomed za PLN20,6m – niewielka akwizycja zwiększająca kontrolę nad aktywem, bez istotnego wpływu na equity story [neutralne]

- **Warunki transakcji**: Diagnostyka uzgodniła zakup 622,9 tys. akcji Genomed (47,14% kapitału) po PLN33/akcję za łączną kwotę PLN20,6m, implikując wycenę 100% equity na PLN43,6m.
- Po finalizacji, planowanej do końca 2026 r., udział DIA wzrośnie z 41,17% do 88,31%, umożliwiając przejście z metody praw własności na pełną konsolidację.

SYNEKTIK (SNT PW; HOLD; TP PLN 378)

Podsumowanie konferencji dot. FY2025/26– słabszy kwartał wynikiem spodziewanego końca inwestycji KPO; mocna konwersja pipeline'u i recurring revenues wspierają outlook na FY2026/27 [neutralne]

KPO i outlook na FY2026/27:
- Wyniki 4Q FY25/26: Słabe wyniki kalendarzowego 3Q26 (przychody PLN165.3m, -17% r/r; EBITDA PLN40.5m, -27% r/r) odzwierciedlają przede wszystkim przejściową lukę pomiędzy rozliczeniem projektów finansowanych z KPO a uruchomieniem kolejnych programów inwestycyjnych. Dodatkowym czynnikiem było przesunięcie realizacji projektów IT w ramach centralnego programu e-Zdrowie;
- Nowe programy finansowania: Zarząd wskazuje na kontynuację inwestycji szpitalnych finansowanych z Funduszu Medycznego, Narodowej Strategii Onkologicznej i środków unijnych, a także rosnący udział zamówień od podmiotów prywatnych oraz klientów zagranicznych. Sam Fundusz Medyczny przewiduje PLN4.5bn na strategiczne projekty onkologiczne realizowane do 2029 r;
- Backlog: od początku nowego roku finansowego (10.2026) Spółka podpisała umowy lub uzyskała pozytywne rozstrzygnięcia przetargów o wartości ponad PLN114m;
- W zestawieniu z backlogiem PLN43.3m na koniec września (-43% r/r) potwierdza to istotną konwersję pipeline'u już po zakończeniu kwartału. Kluczowa dla FY2026/27 pozostaje jednak terminowa realizacja kontraktów, a nie sama wartość pozyskanych zamówień.
Recurring revenues i zainstalowana baza:
- Na FY2026/27 zarząd zakłada dalszy wzrost przychodów powtarzalnych, w tym o około 25% w segmencie sprzętu medycznego i IT, oraz zwiększenie bazy obsługiwanych urządzeń robotycznych o około 40 systemów, uwzględniając da Vinci, Symani, Ion i roboty apteczne;
- Rosnący udział instrumentów, materiałów eksploatacyjnych i serwisu powinien ograniczać zmienność wyników związaną z harmonogramem nowych instalacji. Pozostaje to najważniejszym argumentem za utrzymaniem relatywnie wysokiej rentowności po szczycie wydatków KPO.
Ekspansja zagraniczna:
- Zarząd zakłada wzrost udziału rynków zagranicznych w przychodach do około 25% w FY2026/27. Rozwój rynków zagranicznych powinien stopniowo zwiększać udział recurring revenues, ale w krótkim terminie wyniki mogą pozostawać zależne od pojedynczych, dużych kontraktów. Istotnym KPI będzie tempo rozbudowy zainstalowanej bazy poza Polską oraz późniejsza liczba zabiegów;
- Kraje bałtyckie: Po pierwszej instalacji na Litwie, podpisaniu kontraktu w Estonii i uruchomieniu systemu na Łotwie Grupa jest już obecna we wszystkich trzech krajach bałtyckich;
- Słowacja: dostarczono pierwszy poza Polską system da Vinci 5;
- Ukraina: zakończono proces rejestracji urządzeń, co umożliwia rozpoczęcie dostaw od strony formalnej. Pierwsze instalacje stanowią potencjalne źródło dodatkowych przychodów, choć ich harmonogram pozostaje obarczony ryzykiem geopolitycznym.
Radiofarmacja i pozostałe projekty:
- Dalszy wzrost sprzedaży produktów własnych oraz rozwój platformy Zbadani.pl powinny wspierać dywersyfikację biznesu, choć w perspektywie FY2026/27 głównym źródłem wzrostu wartości Grupy pozostaną robotyka i przychody powtarzalne.

RYVU THERAPEUTICS (RVU PW; BUY; TP PLN 33.7)

Nowe dane przedkliniczne dotyczące RVU602 jako ładunku dla koniugatów ADC

- Spółka przedstawiła wyniki badań z czterema przeciwciałami. Mechanizm RVU602 różni się od powszechnie stosowanych ładunków działających na topoizomerazę I lub tubulinę;
- Koniugat wykorzystujący przeciwciało przeciwko TROP2 wykazał aktywność przeciwnowotworową w mysim modelu HCC70 przy obserwowanej tolerancji zastosowanego schematu;
- Wyniki obejmują również wskaźniki związane z immunogenną śmiercią komórek. Trwają dalsze badania okna terapeutycznego i tolerancji;
- Dane mają charakter przedkliniczny i nie stanowią potwierdzenia skuteczności ani bezpieczeństwa u pacjentów.

SYNTHAVERSE

Emisja akcji serii Y za 6.2 mln PLN

- Zarząd uchwalił emisję 2 mln akcji serii Y po 3.10 PLN za akcję, z wyłączeniem prawa poboru;
- Po 1 mln akcji mają objąć MEDI & MORE oraz HURTAP; termin zawarcia umów objęcia ustalono najpóźniej na 30 listopada;
- Emisja jest elementem finansowania obejmującego również planowaną emisję 9 mln akcji serii X dla VALUE FIZ.

EUROPEAN COMPANIES

PFISTERER / ENERGY EQUIP.

Wyniki 3Q26: rozbudowa mocy skrac lead time i wspiera pozyskiwanie nowych zamówień [lekko pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Po 9M26 zamówienia były niższe o 5,8% r/r i wyniosły 406mln EUR, głównie przez wysoką bazę OHL na Bliskim Wschodzie, natomiast book-to-bill grupy pozostawał na poziomie 1,06x, w Europie i Afryce wynosił 1,14x, a w HVA 1,16x
- Rozbudowa mocy stopniowo ogranicza barierę dla pozyskiwania zamówień: lead times w wybranych komponentach skróciły się z około 10 tygodni na koniec 2025 do 7 tygodni w połowie roku i 5 obecnie, wobec historycznie około 4 tygodni
- W izolatorach do linii napowietrznych terminy dostaw skróciły się z około roku lub więcej na początku 2026 do niespełna czterdziestu tygodni, a spółka kontynuuje inwestycje aby jednocześnie zwiększać wolumeny i skracać dostawy
- W USA zarząd wskazuje na zdywersyfikowany popyt związany z budową linii przesyłowych, modernizacją infrastruktury miejskiej, data centers i dużymi projektami przemysłowymi, bez uzależnienia perspektyw od jednego rynku końcowego

#Koszty i marże

- Skorygowana marża EBITDA w 3Q spadła do 17% z 19,1% rok wcześniej i 19% w 2Q, mimo poprawy marży brutto do 40,7%
- Dodatkowe koszty IT wynoszące 1,2mln EUR r/r, rezerwa gwarancyjna 0,5mln EUR, jednorazowy projekt marketingowy 0,6mln EUR i niekorzystny FX 1,2mln EUR obciążyły łącznie EBITDA o około 3,5mln EUR czyli 2,7pp marży
- Jakość marżowa backlogu jest według zarządu zbliżona do biznesu realizowanego w 9M26, ponieważ korzystniejszy udział HVA jest częściowo równoważony przez większy udział odsprzedawanych kabli o niższej rentowności
- Koszty materiałów rosną od dwóch kwartałów i zarząd oczekuje kontynuacji tego trendu ze względu na transport oraz energochłonność aluminium, stali i części materiałów krzemowych
- Zarząd nie podał konkretnej marży na 4Q ani nie potwierdził automatycznego odrobienia kwartalnego spadku rentowności, wskazując na cel poprawy całorocznej marży względem 17,8% w 2025 oraz stopniowe dojście do stabilnego poziomu high teens–low twenties

#Outlook/guidance

- Guidance przychodów na 2026 zawężono do górnej połowy dotychczasowego przedziału, zgodnie z konsensusem, a zarząd oczekuje, że 4Q będzie najmocniejszym sprzedażowo kwartałem roku
- Podtrzymano order intake na poziomie poprzedniego roku i book-to-bill powyżej 1x, co według naszych obliczeń wymaga około 142,6mln EUR zamówień w 4Q, czyli wzrostu o 21,5% r/r i poziomu zbliżonego do 3Q
- Nakłady inwestycyjne sięgnęły około 40mln EUR w 9M i będą kontynuowane w kolejnych kwartałach, obejmując rozbudowę istniejących zakładów, dodatkowy teren i obiekt w Kadaň, automatyzację oraz rozwój technologii
- Produkcja komponentów w USA ma w 2026 wzrosnąć ponad dwukrotnie, a w 2027 ponownie niemal się podwoić, przy czym zarząd wskazuje na poprawę wyniku amerykańskiej spółki, choć lokalny biznes nadal pozostaje w fazie inwestycji
- Po zakończeniu testów systemu HVDC 320kV trwają testy 525kV, pierwsze niewielkie zamówienia nowego biznesu mają pojawić się w 2027, a ich realizacja wymaga gotowości laboratorium w Winterbach, którego budowa przebiega zgodnie z harmonogramem i budżetem
- Wzrost zapasów przygotowuje spółkę do przyszłych dostaw, NWC wzrósł do 141,1mln EUR z 99,9mln EUR na koniec 2025
- Cele na 2030 pozostają niezmienione i obejmują 800–900mln EUR przychodów oraz stabilną skorygowaną marżę EBITDA high teens–low twenties, przy czym prognozy zakładają brak dalszej eskalacji sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Order intake	141	117	131	132	143	1%	8%	549	523
Backlog	339	334	336	340	356	5%	4%	1,271	356
Revenue	113	123	127	130	127	12%	-2%	450	507
High-voltage AC (HVAC)	43	51	50	59	49	14%	-17%	180	208
Medium-voltage AC (MVAC)	15	15	15	15	15	3%	5%	59	60
Overhead Lines (OHL)	29	28	27	27	27	-6%	0%	107	109
Connectors (COM)	26	30	36	29	35	37%	22%	105	130
Gross result	45	47	55	52	52	14%	-1%	183	207
Adj. EBITDA	22	19	28	25	22	1%	-12%	80	93
EBITDA	21	18	27	24	21	2%	-12%	76	91
EBIT	17	15	24	20	17	2%	-15%	62	76
Net profit	13	17	18	20	14	8%	-27%	52	69
Operating Cash Flow	10	37	-1	20	-9	-188%	-	48	47
Net Debt	7	-19	-8	4	35	402%	-	-19	35
Gross margin	40.1%	38.3%	43.6%	40.4%	40.7%	0.6%	0.3%	40.6%	40.8%
High-voltage AC (HVAC)	43.9%	40.6%	44.3%	40.8%	45.7%	1.8%	4.9%	43.2%	42.7%
Medium-voltage AC (MVAC)	40.8%	32.5%	38.0%	40.2%	41.2%	0.4%	1.0%	36.2%	38.0%
High-voltage DC (HVDC)	37.7%	37.9%	41.2%	38.4%	28.7%	-9.0%	-9.7%	39.2%	36.5%
Overhead Lines (OHL)	36.1%	37.5%	46.8%	41.6%	42.9%	6.8%	1.4%	39.9%	42.5%
Connectors (COM)	19.1%	15.4%	21.8%	19.0%	17.0%	-2.0%	-2.0%	17.8%	18.4%
EBITDA margin	18.6%	14.9%	21.4%	18.8%	16.9%	-1.8%	-1.9%	16.9%	18.0%
EBIT margin	15.0%	11.8%	18.6%	15.6%	13.6%	-1.4%	-2.0%	13.8%	14.9%
Net profit margin	14.5%	12.0%	18.2%	15.1%	13.3%	-1.2%	-1.8%	13.3%	14.7%

Source: Company, Trigon

ALFA LAVAL / HVAC

Capital Market Day: data centers i backlog wspierają dalszy wzrost [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Order intake za ostatnie 12 miesięcy przekroczył 80mld SEK, a backlog na koniec 3Q26 zbliżył się do 60mld SEK, zapewniając widoczność sprzedaży na 2027–2028
- W data centers roczny run-rate zamówień wynosi ok. 5mld SEK, a zarząd oczekuje jego dalszego wzrostu w kolejnych kwartałach w kierunku 10mld SEK
- Widoczność popytu w data centers obejmuje ok. dwa lata, natomiast raportowany backlog nie uwzględnia umów ramowych, a zamówienia trafiają do portfela zwykle dopiero 3–4 kwartały przed dostawą, realizowaną relatywnie późno w cyklu budowy obiektu
- Przejście na liquid cooling zwiększa zapotrzebowanie na lutowane wymienniki ciepła w CDU oraz większe wymienniki uszczelkowe w infrastrukturze obiektu, przy utrzymaniu popytu na urządzenia odprowadzające ciepło na zewnątrz niezależnie od sposobu chłodzenia serwerów
- Hyperscalerzy zwykle uczestniczą w uzgadnianiu specyfikacji, wolumenów i cen wymienników, natomiast bezpośrednimi odbiorcami produktów mogą być producenci CDU i integratorzy
- W Ocean wejście Framo do segmentów LR1, LR2 i Aframax rozszerza dostępny rynek cargo pumping według zarządu o ok. 25–50% wartościowo względem dotychczasowego rynku
- Wolniejsze od wcześniejszych założeń wdrażanie napędów wielopaliwowych ogranicza jeden z driverów Ocean, ale nowe zastosowania pomp na większych tankowcach kompensują tę różnicę
- W Food & Pharma mocny biznes standardowych komponentów częściowo kompensuje słabszą realizację dużych projektów, a zamówienia na instalacje biopaliwowe znajdujące się w backlogu będą wspierać przychody w 2027–2028
- W transformacji energetycznej zarząd wskazuje na wzrost w nuclear, powrót inwestycji w biopaliwa oraz rozwój carbon capture z niskiej bazy, przy wolniejszej od pierwotnych oczekiwań komercjalizacji części technologii wodorowych

#Koszty i marże

- Koszty materiałów nadal rosną, a podwyżki cen kompensują je z opóźnieniem, co razem z FX oraz zmianami miksu i obciążenia fabryk pozostaje źródłem kwartalnej zmienności marż
- Automatyzacja tłoczenia płyt i spawania oraz modernizacja zakładów Framo mają wspierać produktywność i konkurencyjność kosztową

#Outlook/guidance

- Grupa podtrzymuje cel 100mld SEK przychodów w 2030 oraz cele mierzone w cyklu koniunkturalnym: 7% średniorocznego wzrostu sprzedaży, 17% marży adj. EBITA i 20% ROCE
- W perspektywie 2027–2028 zarząd oczekuje wzrostu sprzedaży Energy powyżej 7% rocznie oraz ok. 5% rocznie w Food & Pharma i Ocean
- Guidance capexu na 2027–2028 został podniesiony do ok. 4mld SEK rocznie, natomiast na 2029–2030 spółka zakłada łącznie 6mld SEK nakładów
- W latach 2027–2028 Energy otrzyma ok. 4mld SEK capexu, Food & Pharma 1,2mld SEK, a Ocean 3mld SEK, w tym 2,4mld SEK na kontynuację programu inwestycyjnego Pumping Systems
- Program inwestycyjny ma zwiększyć organiczne moce grupy o ok. 20% i umożliwić obsługę sprzedaży przekraczającej 100mld SEK, przy niemal podwojeniu mocy dużych i bardzo dużych wymienników lutowanych w kolejnych ok. 18 miesiącach oraz wzroście możliwości dostaw dużych i średnich wymienników uszczelkowych odpowiednio o ok. 20% i 25%
- W Ocean bieżące dostawy systemów dla tankowców zbliżają się do poziomu ograniczanego możliwościami produkcji i odbioru przez stocznie, dlatego wysoki backlog będzie realizowany relatywnie równomiernie
- Niedawne przejęcia mają wnieść ok. 3mld SEK przychodów ujmowanych po raz pierwszy w wynikach grupy w 2027
- Po sfinalizowaniu obecnych przejęć dług netto z leasingiem/EBITDA ma wzrosnąć z 0,94x na koniec 3Q26 do ok. 1,5x w 1Q27, przy limicie 2x i deklarowanej przestrzeni na kolejne akwizycje rzędu 10mld SEK

INSIDER TRADING

MOL
Podmiot związany z wiceprzewodniczącym rady dyrektorów sprzedał 81 062 akcje po średniej cenie 4 931 HUF.

MENNICA POLSKA
Podmiot związany z przewodniczącym rady nadzorczej kupił 1 797 akcji po średniej cenie ok. 37.92 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

ALLEGRO
Od 19 listopada maksymalna cena skupu w Fazie II wzrośnie z 50 do 65 PLN. Budżet fazy wynosi 800 mln PLN, a termin zakończenia przypada 25 czerwca 2027 r. Dotychczas skupiono 3 185 753 akcje za ok. 157.2 mln PLN, po średniej cenie 49.33 PLN.

KRKA
Spółka opublikowała harmonogram skupu akcji własnych na styczeń–czerwiec 2027 r. w ramach programu ogłoszonego 20 lipca 2026 r. Komunikat nie dotyczy wykonania nowych transakcji.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

ALLEGRO
P. Katarzyna Ostap-Tomann została powołana na dyrektora wykonawczego ze skutkiem od 18 listopada. P. Anna Marta Mankiewicz-Rębkowska, p. Rakhi Kishor Goss-Custard oraz p. Anna Maria Pawlak-Kuliga obejmą funkcje niezależnych dyrektorów od 1 stycznia 2027 r. Kadencje wynoszą trzy lata.

MEDICALGORITHMICS
NWZA powołało p. Przemysława Tadlę do Rady Nadzorczej oraz odwołało p. Marcina Gołębickiego. Zmiany weszły w życie z chwilą podjęcia uchwał.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

SYNTHAVERSE
Uczestnicy porozumienia dotyczącego zgodnego głosowania i planowanych emisji posiadają łącznie 16 218 036 akcji, czyli 21.33% kapitału, oraz 25 764 046 głosów, czyli 27.28% ogólnej liczby głosów. Samo zawarcie porozumienia nie zmieniło liczby posiadanych akcji.

BLOCK TRADES

COGNOR
18.11.2026: wolumen 250 000 akcji @ 4.50 PLN; wartość transakcji 1 125 000 PLN.
Udział w kapitale: 0.11%; premia do kursu sesyjnego 4.21 PLN: 6.89%.

POLWAX
18.11.2026: wolumen 150 000 akcji @ 0.61 PLN; wartość transakcji 91 500 PLN.
Udział w kapitale: 0.24%; dyskonto do kursu sesyjnego 0.94 PLN: 34.97%.

BONDS

PKO BP
Bank przeprowadził emisję obligacji senior non-preferred o wartości 500 mln USD w ramach programu EMTN. Termin zapadalności wynosi 4 lata, z opcją wcześniejszego wykupu po 3 latach; spread ustalono na 130 pb, a cenę emisyjną na 99.668% wartości nominalnej.

GENERAL MEETINGS OF THE SHAREHOLDERS

ALLEGRO: Umorzenie akcji własnych
- Umorzenie 17 879 330 akcji własnych. Po umorzeniu kapitał dzieli się na 1 000 082 547 akcji, odpowiadających takiej samej liczbie głosów.

BENEFIT SYSTEMS: Zwołanie NWZA na 15 grudnia
- NWZA zwołano na 15 grudnia o godz. 11:00 na żądanie Nationale-Nederlanden OFE, akcjonariusza reprezentującego co najmniej 5% kapitału zakładowego.

MEDICALGORITHMICS: NWZA uchwaliło emisję akcji serii R

- Uchwalono emisję do 1 045 339 akcji serii R po 20 PLN z zachowaniem prawa poboru, co oznacza wpływy brutto do ok. 20.9 mln PLN;
- Odstąpiono od głosowania nad emisją do 1 mln akcji serii S, dla której proponowano cenę nie niższą niż 33 PLN.

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	143.1	15%	18,682	11.4	8.9	8.6	1.4	1.3	1.3	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	36.8	14%	45,936	11.9	8.9	8.4	1.9	1.6	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	187.8	3%	27,785	12.4	9.7	8.8	1.5	1.4	1.3	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	31.9	0%	22,196	17.7	11.5	10.9	2.0	1.8	1.6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	111.5	15%	45,772	11.1	9.8	9.5	1.7	1.6	1.5	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	127	0%	16,542	12.3	12.0	11.3	1.7	1.6	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	477.8	-12%	62,162	15.3	13.2	11.5	2.9	2.7	2.5	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	1,020.0	11%	193,850	11.0	10.4	10.1	1.5	1.5	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,688.5	-29%	71,842	18.2	14.3	13.2	2.8	2.5	2.2	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	24	-18%	28,569	18.9	11.6	10.8	2.4	2.0	1.9	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	188.0	3%	96,068	13.3	12.4	11.9	2.7	2.6	2.5	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	40,020.0	24%	11,206	9.9	8.3	7.9	1.8	1.6	1.5	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	263.3	9%	69,108	11.7	9.4	9.0	1.9	1.8	1.7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	118.0	4%	147,450	13.5	10.2	9.5	2.4	2.2	2.0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	781.0	1%	79,810	14.6	11.8	10.6	2.2	2.1	1.9	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	319.2	47%	6,238	6.4	5.7	5.4	1.1	0.9	0.8	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	74.3	1%	64,125	10.4	9.9	9.5	1.7	1.6	1.5	16%	16%	16%	63

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
11bit Studios	11B	Hold	136.0	108.0	26%	261	---	---	14.1	5.0	40.8	4.7	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	130.8	38%	2,289	8.3	8.8	9.3	5.8	6.1	6.1	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	16.6	24%	206	10.1	9.2	8.2	6.0	5.3	4.6	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	68.0	-4%	67,956	32.8	24.7	20.3	17.6	14.4	12.3	2%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	17.9	17%	452	9.8	9.9	9.1	4.5	4.2	4.0	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	9.1	-7%	2,000	29.5	17.9	15.6	4.9	4.9	4.8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	23.8	24%	454	15.7	11.0	8.7	7.1	6.2	5.5	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65.0	53.0	23%	3,100	7.5	7.0	6.1	7.2	6.7	5.9	5%	7%	9%	---
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.0	18.0	50%	218	12.0	10.7	6.6	7.9	3.7	2.7	0%	0%	9%	---
Asbis	ASB	Buy	180.0	157.4	14%	8,736	11.4	9.5	8.1	7.6	6.7	6.1	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	169.2	16%	3,588	23.5	19.8	17.5	11.7	10.1	8.7	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	84.0	12%	2,807	17.4	16.2	14.5	12.5	11.5	10.5	4%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230.0	222.4	3%	18,459	21.8	20.3	19.1	---	---	---	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	61.0	31%	2,639	6.0	5.9	5.5	7.8	7.0	6.3	7%	13%	13%	---
Auto Partner	APR	Buy	34.5	29.5	17%	3,853	13.5	11.6	10.6	9.3	8.1	7.4	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	---	15.1	---	1,497	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	6,025.0	10%	19,889	20.1	16.4	15.7	12.1	10.1	8.8	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	65	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	20.1	89%	388	---	6.9	3.1	12.4	3.4	1.4	0%	0%	12%	---
Budimex	BDX	Buy	900.0	751.0	20%	19,173	25.7	22.0	18.6	15.3	13.3	11.4	4%	4%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110.0	52.3	110%	332	---	7.7	---	---	4.6	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	282.9	15%	28,265	44.0	29.3	8.9	38.2	23.7	5.9	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	15.5	150%	836	8.2	84.4	28.7	131.1	12.9	9.3	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1,385	1,331	4%	716,064	19.7	20.2	22.5	8.1	8.0	8.2	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.34	2.4	-4%	534	152.9	8.1	7.1	21.6	3.1	3.0	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	374	20%	269	6.9	16.1	68.4	3.5	5.8	9.3	11%	14%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	686.0	37%	2,404	112.3	44.3	30.7	44.7	22.3	14.9	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	20.6	17%	4,605	49.7	26.5	12.7	7.4	6.7	5.2	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	97.1	13%	1,910	24.1	13.8	11.6	12.2	8.4	7.2	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	9.4	134%	9,417	8.3	6.9	5.9	5.9	4.7	3.9	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	12.7	45%	6,385	14.3	5.5	4.6	16.5	8.8	8.0	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	215.8	7%	3,999	61.1	25.8	19.7	18.5	13.1	10.5	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.8	12.8	46%	8,209	14.8	14.6	11.6	5.9	5.9	5.4	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	84.7	20%	999	36.3	26.3	18.6	19.4	15.1	11.1	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10.0	8.6	16%	4,037	8.9	8.2	8.1	8.2	7.8	7.5	8%	9%	9%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	152.0	19%	5,131	19.6	16.1	13.9	9.7	8.4	7.4	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	281.4	33%	1,285	20.6	15.2	12.0	9.7	7.8	6.5	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	37.3	8%	36,608	22.5	16.8	13.6	13.5	10.4	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	5.5	27%	2,274	14.1	6.9	4.7	8.5	6.4	5.3	15%	15%	15%	---
Erbud	ERB	Buy	30.0	24.8	21%	296	---	10.2	10.7	5.0	5.2	4.2	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	21.7	19%	11,506	4.8	4.7	5.5	4.0	4.1	4.7	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	49.0	49%	860	61.5	14.5	13.4	4.0	3.9	3.8	6%	7%	7%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.7	---	654	---	---	---	---	---	---	---	---	---	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	13,500	0%	2,516,400	11.6	9.1	8.1	5.6	5.7	4.6	4%	7%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	102.4	-17%	4,298	17.0	15.9	15.2	13.9	12.4	11.6	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62.0	54.8	13%	3,776	14.1	12.5	11.7	9.8	8.6	7.8	6%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3.0	2.3	33%	1,298	---	46.6	17.5	45.9	23.3	19.9	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	24.9	29%	705	2.7	3.1	3.7	1.6	2.0	2.5	69%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	178.9	-31%	286,038	22.5	21.6	20.7	8.5	8.6	8.4	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	59.4	-1%	185,004	27.0	24.5	22.4	14.7	13.4	12.3	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,118.0	11%	15,840	14.7	12.5	10.9	10.3	8.9	7.7	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	19.4	8%	12,189	19.4	14.6	13.3	6.4	5.8	5.5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	26.0	---	3,057	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,270.0	10%	12,522	18.2	15.8	12.4	11.9	10.5	9.0	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	248.2	41%	49,640	5.1	6.6	7.4	3.6	4.0	4.0	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%	2,279	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	9	---	176	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	259.0	25%	479	0.8	3.9	2.7	1.3	2.9	2.1	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	45.4	39%	475	11.8	6.1	---	8.5	4.0	---	38%	102%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	11.2	21%	1,228	9.7	9.7	8.3	6.3	6.5	5.3	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	92.8	40%	2,227	8.6	5.6	4.3	10.6	8.9	7.4	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	417.0	2%	1,465	13.7	12.8	12.4	9.3	8.7	8.3	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	114.5	-25%	8,816	---	34.1	21.9	14.5	8.0	6.6	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	4,806.0	12%	3,612	5.5	6.0	7.3	3.1	3.2	3.2	7%	8%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	5.4	111%	133	---	1.5	---	---	0.5	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	39	36%	1,571	5.8	5.5	5.6	6.4	5.9	6.0	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	105.1	67%	12,559	21.9	14.3	11.5	5.4	4.4	3.4	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	693.0	17%	3,217	15.4	13.4	12.1	8.2	7.4	6.5	3%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	8.0	12%	436	32.1	16.5	13.9	9.1	7.0	6.0	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	105.8	51%	1,195	13.9	12.1	10.8	8.5	7.7	7.0	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	16.9	13%	22,120	19.0	16.8	14.2	5.9	5.7	5.3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	129.0	35%	149,715	5.0	5.4	6.2	2.7	2.8	3.3	6%	9%	9%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	62.3	25%	1,262	10.0	10.7	9.0	5.1	4.4	3.9	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3.0	---	138	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	155.0	---	77,500	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.1	---	201	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	51.0	-1%	26,841	16.6	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	16.2	16%	36,314	5.5	6.1	7.0	4.0	4.6	4.8	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	51.6	27%	3,984	36.0	30.4	37.5	11.8	10.6	10.9	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.8	69%	1,783	13.4	12.1	10.6	4.9	3.8	3.0	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	18.3	99%	108	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Porr	POS	Buy	40.0	32.3	24%	1,267	9.2	8.5	7.8	1.9	1.8	1.8	3%	4%	5%	88
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	115.7	56%	1,684	8.8	8.6	7.8	6.1	5.6	4.8	7%	6%	6%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	744.1	104%	34,816	22.8	15.1	11.3	12.4	8.5	6.4	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	99%	391	---	12.1	41.6	---	6.2	12.5	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	601.1	25%	326,628	38.4	26.6	21.5	21.3	15.5	12.7	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	206	137.8	49%	437	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35.0	16.7	110%	315	---	41.0	20.4	8.1	7.1	5.3	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	84.6	18%	1,067	13.4	10.8	10.6	7.8	6.6	6.2	---	---	---	---
Strabag	STR	Buy	145.0	102.6	41%	11,844	11.7	10.4	9.8	4.1	3.6	3.4	3%	3%	3%	68
Synektik	SNT	Hold	378	312.0	21%	2,661	15.0	12.9	11.8	10.2	8.4	7.4	3%	5%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	9.2	26%	16,162	6.9	6.5	6.8	5.6	5.5	5.6	2%	2%	2%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102.4	87.0	18%	563	12.4	9.4	6.6	7.6	5.8	4.0	11%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	55.1	54%	1,266	13.1	9.9	6.5	5.9	3.7	2.0	6%	4%	5%	---
Toya	TOA	Buy	17.5	12.4	41%	918	9.1	8.1	6.5	7.9	7.2	5.8	11%	0%	14%	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	323.8	---	446,775	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	147.6	23%	1,158	7.0	11.3	9.3	6.1	6.5	6.0	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	130.2	20%	2,894	24.9	19.4	15.7	17.9	13.9	11.1	2%	2%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	504.0	47%	507	43.0	23.7	13.3	16.1	12.7	7.9	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	150.4	20%	1,580	14.6	14.8	12.8	8.3	8.3	7.3	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.3	25%	1,243	10.4	9.1	8.3	5.1	4.7	4.4	1%	4%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	53.9	21%	1,605	10.8	14.5	12.7	5.8	5.1	4.8	19%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	10.7	-31%	197	17.8	15.3	15.2	4.1	4.5	4.3	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	11.3	---	1,168	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155.7	110.0	42%	12,933	8.4	9.1	7.9	5.2	5.3	4.3	4%	9%	8%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	67.6	---	199	---	---	---	---	---	---	---	---	---	
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.8	4%	31,895	26.3	19.3	15.8	8.9	7.6	6.6	---	---	---	

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

TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepcja@trigon.pl

LinkedIn
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	*Managing Director*

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

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