TRIGON

20 November 2026

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS
BANCA TRANSILVANIA: Wyniki 3Q26: wyniki powyżej prognoz mimo wyższego kosztu ryzyka [lekko pozytywne]
BENEFIT SYSTEMS: Wyniki 3Q26: wyższa dynamika zysku brutto na kartę, solidne wyniki w Turcji, dobry guidance 2027 [pozytywne]
DEVELIA: Wyniki 3Q26: lepsze od oczekiwań, choć EPS -48% r./r. [neutralne]
POLENERGIA: Wyniki za 3Q26 [neutralne]
COMP: Wyniki za 3Q26: wyższa rentowność w Retail, wzrost EBITDA o 36% r/r [lekko pozytywne]
GRUPA AZOTY: Wyniki za 3Q26. Zgodne ze wstępnymi. Carlyle dołączy do gry o PDH?
EUROCASH: Wyniki za 3Q26: Potwierdzenie wyników wstępnych, IPO Frisco i restrukturyzacja Dużego Bena [lekko pozytywne]
FERRO: Wyniki 3Q26: zgodne z oczekiwaniami, FCF na plusie [neutralne]
CAPTOR THERAPEUTICS: Wyniki 3Q26: niższe koszty R&D poprawiają EBITDA, ale odzwierciedlają częściowo wolniejszy przebieg badania CT-01; partnering NEK7 pozostaje głównym katalizatorem [neutralne]
SELVITA: Wyniki 3Q26: EBITDA powyżej oczekiwań dzięki mocnemu Drug Development, ale słaby Drug Discovery i rosnąca dźwignia finansowa ograniczają pozytywny odczyt kwartału [neutralne]
AMICA: Wyniki 3Q26: zgodne z konsensusem, mocny FCF [lekko pozytywne]
FABRITY: Szacunkowe wyniki za 3Q26 [lekko pozytywne]
JSW: Szacunki 3Q26: EBITDA PLN 135.2mln i strata netto PLN 286.0mln
DĘBICA: Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 9.83mln
ATREM: Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 7.91mln
MOSTOSTAL ZABRZE: Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 9.13mln
KINO POLSKA: Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 15.34mln
APLISENS: Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 4.77mln

FINANCIALS
PKO BP: Dostosowanie oceny zdolności kredytowej do zaleceń KNF dotyczących 800 plus
PZU: Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q26
GPW: Prezes GPW: kilka projektów M&A w toku, zapowiedź wyższej dywidendy - Parkiet
VOTUM: Zarząd proponuje drugą zaliczkę na dywidendę: PLN 1.50 na akcję
BANKI: ZBP: wyrok TSUE ogranicza automatyzm zwrotu kosztów przy wcześniejszej spłacie kredytu
BANKI: Tyrowicz opowiada się za wyższymi stopami i jastrzębią komunikacją RPP

OIL, GAS & CHEMICALS
ORLEN / GRUPA AZOTY: Przejęcia PDH, Arbitraż z LYB a memorandum o współpracy dot. wspólnych inwestycji w energetykę, gaz, chemię i nawozy
RYNEK PALIW: UE chce, by co najmniej 1/3 zapasów obowiązkowych stanowiły gotowe paliwa

CONSUMER
ALLEGRO.EU: Ujednolicenie opłat za dostawy Smart! i zmiany prowizji od stycznia 2027
JERONIMO MARTINS: Sąd apelacyjny obniżył karę dla Biedronki do PLN 170mln
BENEFIT SYSTEMS: Cele na 2027 r.: wzrost liczby kart i ponad 90 otwarć klubów
PDD HOLDINGS: Wyniki właściciela TEMU za 3Q26, podtrzymanie zapowiedzi koncentracji na logistyce
KONIUNKTURA KONSUMENCKA: Listopad'26: BWUK -0,2pp m/m, WWUK +0.2pp m/m

TMT
CYFROWY POLSAT: Podsumowanie konferencji po 3Q26: bez zmian szacunków na 2026 rok mimo dobrych wyników za 3Q [lekko negatywne]
INTUIT / VERCOM: Intuit sprzeda Mailchimpa spółce Bending Spoons za 3,68mld USD
AGORA: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [neutralne]
ATENDE: Zarząd oczekuje dobrego 4Q26 i rozważa akwizycje w cyberbezpieczeństwie

GAMING
TAKE-TWO INTERACTIVE: Sensor Tower szacuje sprzedaż GTA VI do 18 listopada na 24.6 mln sztuk i 2.36 bn USD przychodów
UBISOFT: Bookings 2Q powyżej konsensusu, ale EBIT H1 i guidance 3Q słabsze; odbicie i dowiezienie całorocznego guidance uzależnione od 4Q

INDUSTRIALS
RHEINMETALL: Porozumienie z holenderskim MoD dotyczące przyszłych technologii pojazdów wojskowych
NEWAG: Woj. Śląskie i GZM wybrały oferta spółki na dostawę 32 EZT wraz z serwisowaniem za 2,5mld PLN
MO-BRUK: Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q26 [lekko pozytywne]
APATOR: Zarząd zakłada wzrost przychodów i zysku brutto na sprzedaży w 2027 r.
EUROPEAN DEFENCE / UKRAINA: Koalicja Chętnych podtrzymuje finansowanie wojskowe Ukrainy na 2027 rok i priorytet obrony przeciwrakietowej

CONSTRUCTION & REAL ESTATE
DOM DEVELOPMENT: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [lekko pozytywne]
PORR: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]
MLP GROUP: Podsumowanie wywiadu z CEO - Biznes PAP
MIRBUD: Wybór oferty Spółki zależnej o wartości 513 mln PLN netto w przetargu GDDKiA
MIRBUD: Wybór oferty Spółki zależnej o wartości 213 mln PLN netto w przetargu GDDKiA
ATREM: Wybrano ofertę konsorcjum na budowę podstacji Pszczyna
ZUE: Portfel zamówień wynosi PLN 4.7mld netto

BIOTECH
SCOPE FLUIDICS: Bacteromic podpisał umowę dystrybucyjną na rynek polski [lekko pozytywne]
RYVU THERAPEUTICS: Nowe dane przedkliniczne platformy ONCO Prime w raku jelita grubego [neuralne]
SELVITA: Backlog na 2026 r. wynosi PLN 330mln [lekko negatywne]
POLTREG: Powołanie p. Macieja Gamrota na stanowisko CFO

EUROPEAN COMPANIES
NKT / ELECTRICAL COMPONENTS: Wyniki 3Q26: perspektywy wzrostu zależą od uruchomienia nowych mocy

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

BANCA TRANSILVANIA (TLV RO; BUY; TP RON 42)

Wyniki 3Q26: wyniki powyżej prognoz mimo wyższego kosztu ryzyka [lekko pozytywne]

RONm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Net interest income	2 043	2 109	2 071	2 091	2 320	14%	11%	2 167	
Net F&C result	427	402	440	497	525	23%	6%	497	
Other income	547	684	575	722	698	28%	-3%	583	
Total revenues	**3 016**	**3 195**	**3 086**	**3 310**	**3 543**	**17%**	**7%**	**3 247**	
Operating costs	-1 329	-1 472	-1 490	-1 395	-1 513	14%	8%	-1 434	
Operating profit	1 688	1 723	1 597	1 915	2 030	20%	6%	1 813	
Net provisions	-126	-204	-250	-277	-421	234%	52%	-273	
Net profit	**1 244**	**1 290**	**1 099**	**1 317**	**1 310**	**5%**	**-1%**	**271**	
Net profit adj.	**1 244**	**1 290**	**1 099**	**1 317**	**1 310**	**5%**	**-1%**	**1 231**	
NIM	4.13%	4.08%	3.88%	3.84%	4.11%			3.90%	
CoR	-0.49%	-0.78%	-0.87%	-0.91%	-1.03%			-0.88%	
C/I	44.1%	46.1%	48.3%	42.1%	42.7%			44.2%	
Loans	98.2	100.4	102.5	108.9	112.0	14.1%	2.9%	111.5	
Assets	213.2	224.4	227.0	233.3	242.2	13.6%	3.8%	236.4	
Deposits	168.9	175.6	176.2	179.6	183.8	8.8%	2.3%	180.3	
P/E12M trailing	11.5	10.3	9.7	9.3	9.1				
P/BV	2.5	2.0	2.0	2.0	1.9				
ROE 12M	23%	24%	24%	24%	22%				

Source: Company data, Trigon

- Zysk netto wyniósł 1 310 mln RON (+5% r/r, -1% kw/kw), o 6% powyżej naszej prognozy po wyłączeniu zakładanej kary ROBOR. TLV nie ujął rezerwy na karę w wysokości 961 mln RON.
- NII przebił prognozę o 7% (+11% kw/kw), głównie dzięki wyższym przychodom odsetkowym od kredytów. NIM wzrósł o 27 pb do 4.11% kw/kw. Prowizje były o 6% powyżej prognozy, a pozostałe przychody o 20%, przy mocnym wyniku na derywatach.
- Zysk operacyjny przed odpisami był o 12% powyżej prognozy, mimo kosztów wyższych o 5%. Odpisy wyniosły 421 mln RON, o 54% powyżej prognozy, w tym 102 mln RON rezerw na pozostałe ryzyka i zobowiązania kredytowe.
- Kredyty brutto wzrosły o 3,0% k/k, a depozyty klientów o 2,0%. L/D wzrósł do 69,2%. CET1 spadł o 0,7 p.p. do 16,57%, a łączny współczynnik kapitałowy wzrósł do 22,67% dzięki emisji Tier 2.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	157,869	-0.6%	0%	43%
WIG20	4,205	-0.5%	0%	42%
mWIG40	10,527	-0.9%	-1%	32%
sWIG80	28,720	-0.3%	-6%	-2%
PX (Prague)	2,636	0.0%	0%	7%
BUX (Budapest)	143,066	0.3%	0%	33%
BET (Bucharest)	34,484	0.6%	-2%	49%
BIST30 (Istanbul)	14,300	-0.8%	-3%	20%
DAX	25,464	-1.1%	1%	9%
FTSE 100	10,453	-0.9%	-3%	10%
STOXX Europe 600	638	-0.9%	0%	13%
S&P 500	7,176	-2.0%	-7%	10%
NASDAQ 100	26,517	-2.2%	-10%	10%
Nikkei 225	56,576	0.7%	-12%	14%
Shanghai Comp	3,506	-0.3%	-6%	-11%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.7%	-4.8	-25.8	93.8
PL 10Y bond yield	6.2%	-4.0	-10.5	88.5
CZ 10Y bond yield	5.3%	2.5	-2.0	69.1
HU 10Y bond yield	5.5%	2.0	17.0	-156.0
RO 10Y bond yield	7.2%	1.0	11.6	27.5
WIBOR 3M	3.9%	1.0	1.0	-36.0
EURIBOR 3M	2.8%	4.1	18.3	77.4

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	4.04	-0.2%	3.8%	9%
EUR/PLN	4.44	0.0%	1.6%	4.5%
EUR/USD	1.10	0.2%	-2.2%	-4.7%
GBP/PLN	5.30	-0.1%	-1.9%	-9.3%
CZK/PLN	0.18	-0.1%	-1.1%	-3.6%
HUF/PLN	0.012	0.0%	0.9%	-6.8%
RON/PLN	0.83	0.0%	-1.2%	0.3%
CNY/PLN	0.61	-0.3%	-4.0%	-14.8%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,557	-3.5%	-14%	-12%
Silver (USD/toz)	42.0	-2%	-27%	-17%
Copper (USD/t)	12,526	0.4%	-13%	16%
Zinc (USD/t)	3,569	2.4%	-4%	20%
Molybdenum (USD/lb)	34.7	-0.1%	4%	56%
Iron ore (USD/t)	90	0.1%	-1%	-13%
HCC (USD/t)	251	-0.6%	-5%	13%
HRC EU (EUR/t)	775	2.0%	4%	29%
Brent crude oil (USD/bbl.)	92.4	0.5%	-15%	46%
CO2 (EUR/t)	82.0	0.2%	-4%	-1%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	83.9	3%	-5%	171%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	142	-0.9%	-3%	57%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	562	-0.5%	-3%	24%
Shanghai Freight Index	3,572	-1.7%	-3%	139%

BENEFIT SYSTEMS (BFT PW; BUY; TP PLN 6600)

Wyniki 3Q26: wyższa dynamika zysku brutto na kartę, solidne wyniki w Turcji, dobry guidance 2027 [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	1184	1293	1384	1460	1506	27%	3%	1421	1487
EBITDA	377	348	414	459	538	42%	17%	477	
adj. EBITDA	396	414	406	493	540	37%	10%	490	489
EBIT	240	167	232	266	337	41%	27%	312	
adj. EBIT	275	254	248	322	379	38%	18%	347	317
o/w Poland	167	150	172	213	234	40%	10%	223	
Cards	142	142	109	162	188	32%	16%	179	
Fitness clubs	28	-3	67	56	50	76%	-10%	46	
o/w Other EU	39	21	21	38	68	73%	77%	59	
Cards	57	50	33	58	81	43%	40%	75	
Fitness clubs	-17	-28	-12	-19	-13	-	-	-16	
o/w Turkey	62	44	59	56	62	1%	11%	72	
Cards	-14	-14	-10	-12	-8	-	-	-10	
Fitness clubs	76	58	69	68	70	-8%	4%	82	
Net profit	212	159	230	222	284	34%	28%	272	
adj. Net profit	186	175	154	187	251	35%	34%	231	220
adj. EBITDA margin	33.4%	32.0%	29.3%	33.8%	35.9%	2.5pp	2.1pp	34.5%	
adj. EBIT margin	23.2%	19.7%	17.9%	22.0%	25.2%	1.9pp	3.1pp	24.4%	
B2B Cards (k)	2376	2522	2648	2696	2747	16%	2%		
o/w Poland	1697	1785	1872	1876	1903	12%	1%		
o/w Other EU	635	680	715	734	744	17%	1%		
o/w Turkey	44	57	62	86	101	130%	18%		
Own clubs	494	546	573	590	610	23%	3%		
o/w Poland	257	279	295	296	306	19%	3%		
o/w Other EU	104	127	132	136	139	34%	2%		
o/w Turkey	133	140	146	158	165	24%	4%		
OCF	334	433	403	407	472	41%	16%		
Net Debt	2243	2645	2764	2812	2989	33%	6%		
adj. P/E 12M trailing	37.0	33.8	30.8	29.0	26.5				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	17.7	16.3	14.7	13.6	12.6				

Source: Company, Trigon

#One-offs

- EBIT: Korekty w 3Q26 wyniosły łącznie 41mln PLN, w tym 3mln PLN kosztów programu motywacyjnego, 23mln PLN amortyzacji aktywów z PPA oraz 15,5mln PLN negatywnego wpływu hiperinflacji;
- Poniżej EBIT zysk z pozycji pieniężnej netto w Turcji wyniósł 83mln PLN vs 68mln PLN przed rokiem i 85mln PLN w naszych założeniach;

#Trading update

- Polska: +74tys. kart sportowych do końca listopada vs +55tys. w modelu na 4Q, QTD ARPU +3% r/r, a zysk brutto na kartę +4% r/r vs +2% w naszych prognozach na 4Q;
- Zagranica UE: +37tys. kart do końca listopada vs +45tys. w modelu na 4Q, w październiku ARPU +7% r/r (+4% CC), a zysk brutto na kartę +11% r/r (+7% CC) vs +6% w PLN w modelu na 4Q;
- Turcja: +13tys. kart do końca listopada vs +19tys. w modelu na 4Q (YTD 57tys.), liczba partnerów 4,7tys. (38% r/r, 8% kw/kw);

#Guidance 2027 vs nasze prognozy

- Karty i ARPU: w Polsce zarząd zakłada przyrost o 150tys. kart netto vs 125tys. w naszych prognozach, cele dla zagranicy UE (+100tys.) i Turcji (+90tys.) są blisko naszych założeń, podobnie jak niski jednocyfrowy wzrost ARPU w Polsce i UE;
- Rentowność EBIT: w Polsce zarząd zakłada marżę „stabilną minus" vs poprawa o ok. 50bps w naszych prognozach, na pozostałych rynkach UE zarząd oczekuje poprawy rentowności EBIT, my zakładamy jej skalę na 320bps, w Turcji zarząd zakłada stabilną adj. marżę operacyjną vs spadek o 220bps w naszym modelu;
- CAPEX: Spółka planuje 40+ otwarć w Polsce, ok. 20 w zagranicy UE i ok. 30 w Turcji, w Polsce planuje przyśpieszenie modernizacji klubów;

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	3226	2538.7	2592.0	2523.0	124%
WIG20	2506.8	2124.6	2120.1	2090.1	118%
WIG40	620.5	413.0	417.2	381.1	149%
sWIG80	61.9	55.2	59.3	59.4	104%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	466	XTB	93.3	GNS	4.7
PKO	260.7	ASB	64.5	COG	2.8
KGH	232.1	BFT	42.7	CRQ	2.7
PZU	212.7	CPS	36.6	BMC	2.2
PKN	171.8	ACP	26.2	DAD	2.1
PCO	103.2	OPL	17.2	VOT	2.1
CDR	100.9	MIL	12.7	DIG	2.0
MDV	88.7	ENA	12.6	LWB	2.0
LPP	82.1	JSW	12.2	BRS	1.8
DNP	73.5	CRI	11.2	SCW	1.5

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
MDV	199%	MBR	496%	APT	448%
PZU	196%	NEU	477%	VOT	367%
ALE	144%	RBW	271%	MLG	333%
PCO	135%	PEP	253%	TAR	276%
CDR	133%	ASE	234%	OPN	270%
TPE	132%	ENA	193%	BRS	220%
KRU	114%	BHW	181%	DAD	213%
PGE	103%	ABE	176%	ROB	195%
KGH	102%	CRI	151%	GNS	195%
KTY	98%	MUR	128%	11B	187%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20		Worst
KGH	256	3.0%	PZU	71	-4%
EBP	802	2.7%	CDR	272	-3.9%
MDV	117	2.4%	PKN	126	-2.4%
PCO	52	2.1%	KTY	1,248	-1.7%
PGE	16	0.6%	KRU	315	-1.3%
Best			mWIG40		Worst
ASB	167.1	6.2%	BNPPPL	180.8	-4%
XTB	113.7	3.3%	PXM	6.6	-3.5%
NEU	716.0	3.3%	CPS	12.4	-3.5%
MBR	425.0	1.9%	ATT	14.6	-3.4%
ASE	75.0	1.9%	APR	28.5	-3.4%
Best			sWIG80		Worst
TOA	12.9	3.7%	VOT	34.8	-6%
VGO	522.0	3.6%	ARH	50.4	-4.9%
FRO	29.4	3.2%	DAD	82.0	-3.2%
MSZ	6.4	2.9%	AGO	12.5	-3.1%
BRS	4.9	2.7%	DAT	102.0	-3.0%

DEVELIA (DVL PW; HOLD; TP PLN 10)

Wyniki 3Q26: lepsze od oczekiwań, choć EPS -48% r./r. [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	567	760	892	997	564	-1%	-43%	571	553
Revaluations	-0.1	-0.1	0.0	-1.0	-0.1	-	-	0.0	
EBITDA	171.5	178.3	226.4	180.1	88.6	-48%	-51%	73.7	70.9
EBIT	169.0	175.1	223.4	176.9	85.2	-50%	-52%	70.5	68.0
adj. EBIT	**168.7**	**166.5**	**226.5**	**175.5**	**88.2**	**-48%**	**-50%**	**70.5**	
JV	0.8	-1.8	0.0	-0.1	-0.4	-	-	0.0	
Net profit	133.4	136.4	177.2	142.0	70.1	-47%	-51%	56.3	56.1
Gross Margin	39.3%	31.4%	31.4%	24.4%	23.8%	-15pp	-1pp	22.5%	
Rev. per apartment (PLNk)	752	763	737	723	665	-12%	-8%	685	
Handovers (apartments)	770	996	1,205	1,367	834	8%	-39%		
Pre-sales (apartments)	801	845	860	892	954	19%	7%		
OCF	50	-5	163	139	290	477%	108%		
Net Debt	380	361	310	372	415				
P/E12M trailing	8.4	8.9	7.1	6.7	7.6				
EV/EBITDA 12M trailing	7.7	8.0	5.9	5.7	6.5				
EBIT margin	29.8%	23.1%	25.0%	17.8%	15.1%	-15pp	-2.7pp	12.3%	12.3%
adj. EBIT margin	29.7%	21.9%	25.4%	17.6%	15.6%	-14pp	-2.0pp	12.3%	
Net profit margin	23.5%	18.0%	19.9%	14.2%	12.4%	-11pp	-1.8pp	9.9%	10.1%

Source: Company, Trigon

POLENERGIA (PEP PW; BUY; TP PLN 65.7)

Wyniki za 3Q26 [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26P	3Q26E	Cons.
Revenues	915	994	925	829	862	-	-	-	982	975
EBITDA	**89.2**	**107.9**	**126.0**	**88.1**	**118.5**	33%	35%	**118.4**	**120.0**	**112.8**
On-shore wind	89.3	112.4	106.0	87.8	116.4	30%	33%	116.4	115.0	
PV	13.7	2.0	3.3	10.9	9.3	-32%	-15%	9.3	9.0	
Gas & Clean Fuels	0.2	1.8	5.0	-0.3	1.5	650%	-	1.5	0.0	
Trading & Sales	7.5	8.8	22.3	10.3	11.7	56%	14%	11.7	10.0	
Distribution & eMobility	10.8	4.6	10.5	6.0	9.4	-13%	56%	9.4	10.0	
Other	-32.3	-21.7	-21.1	-26.6	-29.8	-	-	-29.9	-24.0	
EBIT	37.6	-2.9	81.4	44.7	75.2	100%	68%	-	75.0	69.5
Financials	-38.0	-69.1	-32.6	-41.9	-25.7	-	-	-	-42.0	
EBT	-2.0	-66.6	**94.1**	**-13.1**	**58.5**	-	-	**-**	**33.0**	
Income tax	-9.3	-6.9	-33.6	-4.2	-19.6	-	-	-	-6.3	
Net profit	**-11.3**	**-73.4**	**60.4**	**-17.3**	**38.9**	-	-	**38.9**	**26.7**	**15.8**
OCF	184	58	96	84	89	-52%	6%	-	104	
Capex (inv. CF outflows)	-45	-20	-44	-67	-58	28%	-14%	-	-24	
Net debt	1 807	1 817	1 700	1 751	1 773	-2%	1%	-	1 671	
EBITDA margin	10%	11%	14%	11%	14%			-	12%	12%
EBIT margin	4%	-	9%	5%	9%			-	8%	7%
Net profit margin	-	-	7%	-	5%			-	3%	2%
P/E12M trailing	-	-	-	-	-			-		
EV/EBITDA adj. 12M trailing	11.5	11.3	11.9	13.9	13.0			-		

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- **Wyniki za 3Q26 są zgodne z wcześniejszymi szacunkam**i Spółki. EBITDA wyniosła 118.5m PLN, a wynik netto 38.9m.
- Saldo na pozostałej dz. operacyjnej wyniosło +3m PLN, koszt rezerw i rozliczeń dot. LTIP -3.1m. Saldo finansowe wyniosło -25.7m, a stopa podatkowa 34%.
- **OCF** w 3Q wyniósł 89m PLN, capex -58m, a **dług netto** był zbliżony q/q: 1.77 mld PLN (z uwzgl. leasingu i środków na rachunku escrow).
- Hedging na cenie energii na 2027 nie zmienił się q/q (86%, w tym 21% z aukcji), a na 2028 wzrósł z 63% do 71%, na 2029 wzrósł z 57% do 63%.
- EBITDA w **on-shore** wzrosła o 30% r/r do 116m PLN. Produkcja wzrosła o 26% do 308 GWh. Po słabszym półroczu, w 3Q nastąpiło odwrócenie trendu i capacity factor przekroczył poziom średniej długoterminowej (lepsza wietrzność). Efekt wolumenowy dodał 28m PLN r/r, a cenowy +2m PLN.
- EBITDA w **PV** wyniosła 9.3m PLN (-32% r/r), przy produkcji +1% r/r. Niższe ceny obniżyły wynik o blisko 4m PLN r/r, a wyższe koszty operacyjne o 1.1m PLN r/r (wzrost skali, w tym uruchomienie PV Rajkowy 35 MW).

COMP (CMP PW; HOLD; TP PLN 110)

Wyniki za 3Q26: wyższa rentowność w Retail, wzrost EBITDA o 36% r/r [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**190.0**	**301.0**	**213.9**	**252.0**	**198.5**	**4%**	**-21%**	**208.2**	**225.3**
Retail	102.2	98.7	91.5	110.6	91.9	-10%	-17%	106.3	
IT	88.2	202.3	122.7	141.5	106.7	21%	-25%	102.3	
other	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.1	-	-	-0.3	
EBITDA	**26.9**	**37.2**	**37.7**	**45.9**	**36.6**	**36%**	**-20%**	**31.9**	**33.1**
Retail	20.6	18.2	22.5	24.3	23.9	16%	-2%	20.7	
IT	11.7	28.8	20.7	27.7	18.2	56%	-34%	16.6	
other	-5.4	-9.8	-5.5	-6.0	-5.5	-	-	-5.4	
EBIT	**14.7**	**23.9**	**25.0**	**33.1**	**24.1**	**65%**	**-27%**	**19.1**	**22.0**
Retail	14.3	11.2	16.3	18.0	18.1	27%	0%	14.5	
IT	6.6	21.4	14.6	21.5	12.2	83%	-43%	10.4	
other	-6.2	-8.7	-5.9	-6.4	-6.1	-	-	-5.8	
Net profit	**14.1**	**23.6**	**17.6**	**23.5**	**17.2**	**22%**	**-27%**	**14.0**	**15.3**
P/E12M trailing	32.8	27.3	25.7	25.4	24.4				
EV/EBITDA 12M trailing	16.2	15.0	14.6	14.2	13.4				
Net debt	113.8	34.1	63.7	92.9	112.5				
OCF	19.8	139.7	-28.9	38.0	-2.2				
EBITDA margin	14.1%	12.4%	17.6%	18.2%	18.5%				
EBIT margin	7.7%	7.9%	11.7%	13.1%	12.2%				
Net profit margin	7.4%	7.8%	8.2%	9.3%	8.7%				

Source: Company, Trigon, PAP

- W komentarzu spółka wskazuje na planowaną dobrą końcówkę roku w segmencie Secure IT.
- W wynikach segmentu Secure IT w trzecim kwartale zaczyna być widoczna realizacja kontraktów w ramach SAFE.
- Słabszy OCF, prawdopodobnie związany jest z początkiem realizacji większych kontraktów.
- W listopadzie otrzymano 75mln PLN zaliczki na kontrakty SAFE.

GRUPA AZOTY (ATT PW; Under Review)

Wyniki za 3Q26. Zgodne ze wstępnymi. Carlyle dołączy do gry o PDH?

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26P	3Q26E	Cons.
Revenues	2 894	3 103	3 700	3 373	3 227	11%	-4%	3 227	3 205	3 392
EBITDA	**391**	**11**	**317**	**294**	**-25**	-	-	**-25**	**30**	**168**
Agro	73	9	239	80	-166	-	-	-166	-70	
Plastics	197	-15	-27	-38	-72	-	-	-72	-30	
Chemicals	-6	-21	17	177	108	-	-39%	108	100	
Energy	48	16	54	-9	10	-80%	-	10	-10	
Others	78	21	34	83	95	22%	15%	95	40	
EBIT	105	-4 726	89	68	-245	-	-	-245	-190	-45
Net profit	**-147**	**-3 359**	**-157**	**-339**	**-463**	-	-	**-547**	**-219**	**-163**
OCF	2 020	1 950	1 978	1 440	1 427	-29%	-1%	-	-	
Capex	-121	-124	-110	-101	-177	46%	76%	-	-	
Net debt	11 863	11 197	11 159	11 696	12 185	3%	4%	-	11 810	
EBITDA margin	14%	0%	9%	9%	-1%			-1%		
EBIT margin	4%	-	2%	2%	-8%			-8%		
Net profit margin	-5%	-	-4%	-10%	-14%			-17%		
P/E12M trailing	-	-	-	-	-			-		
EV/EBITDA 12M trailing	47.4	39.2	19.5	13.0	-			-		

Source: Company, Trigon DM, PAP - consensus median

- Wyniki 3Q26 są zgodne z wcześniejszymi szacunkami Spółki. EBITDA wyniosła -25m PLN, a strata netto -463m PLN.
- Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -31m PLN (w tym -16m w Agro i -12m w Energetyce), a saldo finansowe -316m PLN.
- OCF wyniósł 1.4bn PLN, głównie za sprawą faktoringu odwrotnego, którego spłaty ujmowane są w CF finansowym. Capex wyniósł 0.18bn PLN, a **dług netto wzrósł o 0.49bn PLN q/q do 12.2bn PLN**.
- Restrukturyzacja zadłużenia: Uzgodnione warunki przewidują karencję w spłacie kapitału do czerwca 2027r. i przesunięcie spłaty 75% finansowania na koniec 2030r. Warunkiem jest m.in. pozyskanie minimum 500m PLN z **emisji akcji skierowanej do Skarbu Państwa do 29 stycznia 2027r.**
- Nawozy: Wyniki obciążały rosnące koszty surowców, przede wszystkim gazu, których nie udawało się w pełni przenosić na ceny nawozów. Niska siła nabywcza rolników i relatywnie niskie ceny płodów rolnych dodatkowo ograniczały popyt i skłaniały odbiorców do odkładania zakupów. Zarząd wskazuje na znaczną część niezrealizowanego popytu sezonowego przed 4Q26. Wolumeny sprzedaży nawozów spadły o 9% r/r (w całym 9M26 o 11% r/r), choć wzrosły o 4% q/q.

- Chemia: Wynikom sprzyjały wyższe ceny i wolumeny sprzedaży siarki oraz mocznika technicznego r/r, przy negatywnym wpływie rosnących kosztów gazu, propylenu i kwasu tereftalowego. Puławy nadal nie produkowały melaminy ze względu na niekorzystne otoczenie rynkowe.
- Tworzywa: Pomimo wyższych cen poliamidu wyniki pozostawały pod presją rosnących kosztów fenolu i energii, słabego popytu oraz konkurencji ze strony chińskich producentów. Pozytywnie wpływały niższe koszty węgla r/r. Puławy nadal nie wznowiły produkcji kaprolaktamu ze względu na niekorzystne otoczenie rynkowe. Wyniki segmentu obciąża również postój kompleksu Polimery Police, niepracującego od 3Q25.

EUROCASH (EUR PW; Under Review)

Wyniki za 3Q26: Potwierdzenie wyników wstępnych, IPO Frisco i restrukturyzacja Dużego Bena [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26P	Cons.
Revenues	**7,937**	**7,326**	**6,657**	**7,202**	**7,280**	**-8%**	**1%**	**7,280**	**7,187**
Wholesale	5,944	5,333	4,886	5,436	5,594	-6%	3%		
Retail	1,712	1,668	1,469	1,462	1,388	-19%	-5%		
Projects	261	304	282	282	271	4%	-4%		
Other operating items, net	17	-273	-1	67	31	79%	-54%	38	
adj. EBITDA* **	**215**	**232**	**122**	**135**	**185**	**-14%**	**38%**	**225**	**148**
EBITDA	**232**	**-41**	**121**	**202**	**216**	**-7%**	**7%**	**216**	**148**
adj. EBIT	**69**	**90**	**-11**	**1**	**59**	**-16%**	**+**	**98**	**16**
EBIT	**86**	**-183**	**-12**	**68**	**89**	**3%**	**31%**	**89**	**16**
Wholesale	171	36	106	76	123	-28%	62%		
Retail	55	-161	21	128	55	0%	-57%		
Projects	-8	-6	-17	-14	-12	-	-		
Other	-131	-52	-122	-122	-76	-	-		
Net financial costs	-65	-53	-60	-53	-55	-	-		
Non-controlling interests	9	11	4	9	13	47%	48%	6	
Net profit**	**7**	**-244**	**-86**	**1**	**16**	**124%**	**+**	**16**	**-41**
Gross margin	13.0%	13.8%	13.0%	11.8%	12.6%	*-0.38pp*	*0.82pp*	12.1%	
SG&A ratio	12.1%	12.6%	13.2%	11.8%	11.8%	*-0.31pp*	*0.03pp*	11.3%	
adj. EBITDA margin	2.7%	3.2%	1.8%	1.9%	2.5%	*-0.16pp*	*0.68pp*	3.1%	2.1%
EBITDA margin	2.9%	-0.6%	1.8%	2.8%	3.0%	*0.04pp*	*0.17pp*	3.0%	2.1%
margin | Wholesale	3.9%	1.8%	3.4%	2.5%	3.2%	*-0.73pp*	*0.69pp*		
margin | Retail	6.5%	-6.2%	4.6%	11.9%	7.0%	*0.49pp*	*-4.9pp*		
EBIT margin	1.1%	-2.5%	-0.2%	0.9%	1.2%	*0.13pp*	*0.28pp*	1.2%	0.2%
margin | Wholesale	2.9%	0.7%	2.2%	1.4%	2.2%	*-0.68pp*	*0.80pp*		
margin | Retail	3.2%	-9.7%	1.4%	8.8%	4.0%	*0.76pp*	*-4.8pp*		
adj. Net profit margin	-0.1%	-0.3%	-1.3%	-0.7%	-0.1%	*-0.04pp*	*0.61pp*	0.2%	-0.6%
OCF	253	238	-250	313	157	-38%	-50%		
Net debt*	3,835	3,506	3,717	3,411	3,232	-16%	-5%		
Reverse factoring	1,610	1,568	1,422	1,476	1,346	-16%	-9%		
ND/EBITDA (IFRS16)*	4.5	4.5	4.7	4.8	4.8	6%	-1%		
ND/EBITDA (pre-IFRS16)*	4.6	4.3	4.8	4.7	4.0	-12%	-13%		
adj. EV/EBITDA 12M trailing	5.3	5.3	5.6	5.8	5.8				
EV/EBITDA 12M trailing	5.1	7.7	8.1	8.0	7.9				
adj. EV/EBIT 12M trailing	18.7	21.0	19.8	27.5	28.4				

*Source: Company, Trigon; *incl. rev. factoring, adj. for 1-offs, **Continuing operations, parent*

- Spółka prezentuje EBITDA „powtarzalną" na poziomie 248mln PLN (+7% r/r), po wyłączeniu ~21mln PLN kosztów restrukturyzacyjnych (głównie zamykania/przekazywania sklepów własnych), oraz 11mln PLN strat sklepów Duży Ben przeznaczonych do zamknięcia;
- Korekty nie obejmują ~22mln PLN negatywnego wpływu integracji handlowej na marżę pokrycia, który według zarządu ma charakter przejściowy;
- Saldo poz. działalności operacyjnej wyniosło +30,5mln PLN, po wyłączeniu całego salda skor. EBITDA wyniosła 185mln PLN (-14% r/r).

#Oszczędności
- Spółka informuje, że zabezpieczono 279mln PLN rocznych oszczędności na 2027, tj. ~70% celu 400mln PLN, z czego 229mln PLN wynika z działań zrealizowanych, a 50mln PLN pozostaje we wdrożeniu;
- Kolejne 86mln PLN jest w aktywnym planowaniu, w wyniku za 9M26 rozpoznano dotychczas 93mln PLN oszczędności, pozostawiając potencjał dalszej poprawy wraz z pełnym przełożeniem wdrożonych działań na koszty;

#IPO Frisco
- Rozpoczęto przygotowania do IPO na GPW, wybrano doradców, przy czym inne opcje pozostają otwarte;
- Pozyskany kapitał ma finansować rozwój Frisco, przede wszystkim automatyzację magazynów w kolejnych miastach;
- Sprzedaż w 3Q26 wzrosła o 14% r/r do 159mln PLN, głównie dzięki większej liczbie zamówień, a EBITDA przed MSSF16 poprawiła się do -0,4mln PLN z -5,8mln PLN rok wcześniej;
- Ambicją zarządu jest ponad dwukrotny wzrost sprzedaży w pięć lat i marża EBITDA przed MSSF16 >10%;

#Duży Ben
- Zapowiedziano zamykanie sklepów bez perspektyw rentowności oraz rozwój pozostałych w formule sklepu z napojami, również jako propozycji franczyzowej;

- Celem jest osiągnięcie progu rentowności w 2027, wobec oczekiwanej straty EBIT ~60mln PLN w 2026, obejmującej marketing i centralę;
- Sklepy przeznaczone do zamknięcia odpowiadały za ~11mln PLN ujemnego wyniku kwartalnie, czyli ~45mln PLN rocznie;
- Efekt tych działań ma nie być uwzględniony w celu oszczędności 400mln PLN.

FERRO (FRO PW; BUY; TP PLN 35)

Wyniki 3Q26: zgodne z oczekiwaniami, FCF na plusie [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	193.5	191.5	199.6	173.7	204.4	6%	18%	200.4	201.5
Sanitary fittings	96.7	91.2	96.0	90.0	95.8	-1%	7%		
Installation fittings	68.5	68.7	68.0	57.5	73.8	8%	28%		
Heating systems	26.8	30.6	34.5	24.5	33.4	24%	36%		
Other operating items, net	-20.5	-19.8	-18.5	-20.0	-21.9	-	-		
EBITDA	28.4	29.7	32.8	25.3	30.2	6%	19%	28.8	30.6
EBIT	24.0	24.1	27.9	20.4	25.1	5%	23%	23.8	25.6
Net profit	18.9	18.9	19.8	14.9	16.4	-14%	10%	17.6	18.5
Gross Margin	38.3%	38.6%	39.7%	42.1%	40.9%	2.6pp	-1.2pp		
Sanitary fittings	40.3%	42.0%	42.9%	44.3%	44.5%	4.3pp	0.2pp		
Installation fittings	33.8%	36.6%	36.0%	37.1%	34.1%	0.4pp	-2.9pp		
Heating systems	41.3%	32.8%	38.0%	45.1%	44.7%	3.4pp	-0.4pp		
SG&A ratio	15.2%	15.6%	16.5%	18.8%	17.9%	2.6pp	-1.0pp		
EBITDA margin	14.7%	15.5%	16.4%	14.6%	14.8%	0.1pp	0.2pp	14.4%	15.2%
OCF	10	60	50	26	21	109%	-20%		
FCF	4	53	47	23	17	357%	-28%		
Net Debt	102	116	70	48	32	-69%	-34%		
P/E 12M trailing	10.0	9.0	9.0	8.5	8.8				
EV/EBITDA 12M trailing	7.3	7.1	6.4	5.7	5.5				

Source: Company, Trigon

CAPTOR THERAPEUTICS (CTX PW; BUY; TP PLN 110)

Wyniki 3Q26: niższe koszty R&D poprawiają EBITDA, ale odzwierciedlają częściowo wolniejszy przebieg badania CT-01; partnering NEK7 pozostaje głównym katalizatorem [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**0.0**	**0.0**	**0.3**	**1.6**	**1.3**	**-**	**-20%**	**1.6**	**2.0**
R&D cooperation	0.0	0.0	0.3	1.6	1.3	-	-20%	1.6	
Partnerings	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Profit from R&D activity	**2.0**	**0.0**	**0.3**	**1.5**	**1.0**	**-51%**	**-32%**	**1.8**	
Operating costs	16.1	12.3	12.5	16.0	12.8	-21%	-20%	19.0	
Grants	2.3	2.0	0.9	1.6	0.4	-83%	-76%	1.6	
Other operating costs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100%	-	0.0	
EBITDA	**-10.8**	**-9.5**	**-10.4**	**-12.0**	**-10.4**	**-**	**-**	**-14.8**	
D&A	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	-10%	2%	0.7	
EBIT	**-11.8**	**-10.3**	**-11.3**	**-12.9**	**-11.2**	**-**	**-**	**-15.6**	**-11.2**
Net financial costs	0.3	0.2	-0.1	1.5	-2.3	-	-	0.9	
EBT	-11.5	-10.0	-11.3	-11.4	-13.5	-	-	-14.6	
Income tax	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Net profit	**-11.5**	**-10.0**	**-11.3**	**-11.4**	**-13.5**	**-**	**-**	**-14.6**	
adj. Net profit	**-11.5**	**-10.0**	**-11.3**	**-11.4**	**-13.5**	**-**	**-**	**-14.6**	**-13.5**
P/E12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	43.9	-	139.6	-	95.0				
R&D costs	14.7	9.8	10.6	13.8	10.8				
SG&A	1.4	2.5	1.9	2.2	1.9				
OCF	-11.5	-38.3	-12.6	-12.0	-12.3				
Cash and equivalents	36.0	32.1	17.9	71.5	55.9				

Source: Company, Trigon DM

- Przychody: PLN 1.3m (-19% q/q), 17% poniżej Trigon i 34% poniżej konsensusu. Przychody pochodziły ze współpracy badawczej dotyczącej NEK7 oraz nowej umowy z 1H26. Nie rozpoznano nowych przychodów partneringowych. Okres odpłatnej wyłączności dotyczącej NEK7 zakończył się, ale rozmowy z partnerami są kontynuowane.

- Dotacje: PLN 0.4m (-81% r/r; -69% q/q), związane z CT-01 i CT-03. Podpisana we wrześniu umowa z The Michael J. Fox Foundation na USD2m nierozwadniającego finansowania NEK7 nie wpłynęła jeszcze na wyniki ani bilans. Pozytywnie oceniamy zewnętrzną walidację projektu i zachowanie pełnych praw IP.

- Koszty / EBITDA: Koszty R&D wyniosły PLN 10.8m (-26% r/r; -22% q/q), 36% poniżej naszej prognozy. SG&A wyniosły PLN 1.9m (+38% r/r; -12% q/q). EBITDA wyniosła PLN -10.4m, tj. PLN 4.4m powyżej oczekiwań. EBIT PLN -11.2m był zgodny z konsensusem. Niższe wydatki na CT-01 wynikały jednak przede wszystkim z wolniejszego przebiegu badania klinicznego, a nie trwałej poprawy efektywności kosztowej.
- Koszty finansowe: Ujemny wynik finansowy netto PLN 2.3m, związany głównie z przeceną obligacji i różnicami kursowymi, ograniczył pozytywny wpływ niższych kosztów operacyjnych.
- Finansowanie / cash runway: Na koniec września CTX posiadał PLN 55.9m płynnych aktywów wobec PLN 71.5m na koniec czerwca, w tym PLN 2.9m gotówki oraz PLN 52.9m funduszy inwestycyjnych i obligacji. Zarząd deklaruje finansowanie działalności co najmniej do końca 3Q27. Dalszy rozwój pipeline'u zwiększa znaczenie partneringu i finansowania nierozwadniającego.
- R&D: CT-01 / viadrudomide: Badanie fazy I w HCC obejmuje eskalację dawek i planowane kohorty rozszerzające. Lek podano dotychczas 15 pacjentom, a badanie pozostaje na poziomie dawkowania 2.4 mg. Spółka zmienia CRO na Excelya od 1 grudnia 2026 r. i wprowadza niezależną ocenę radiologiczną. Dotychczasowe dane bezpieczeństwa są obiecujące, ale wolniejsza rekrutacja zwiększa ryzyko przesunięcia kolejnych odczytów klinicznych i partneringu.
- CT-03 / vratitoclax: Przygotowania do badania klinicznego przebiegają zgodnie z harmonogramem. Zakończono rozwój formulacji dożylnej i wytworzono partie produktu, a dokumentacja GLP, IB i IMPD jest finalizowana. Złożenie IND planowane jest w 2026 r.
- CT-02 / NEK7: Badania PK/PD CPT-732 u naczelnych wykazały degradację NEK7, zahamowanie IL-1β i brak obserwowanych objawów toksyczności. Grant MJFF na USD2m stanowi dodatkową walidację technologii. Po zakończeniu okresu odpłatnej wyłączności kluczowa będzie konwersja zainteresowania partnerów na wiążącą umowę licencyjną z upfront.

SELVITA (SLV PW; BUY; TP PLN 35.0)

Wyniki 3Q26: EBITDA powyżej oczekiwań dzięki mocnemu Drug Development, ale słaby Drug Discovery i rosnąca dźwignia finansowa ograniczają pozytywny odczyt kwartału [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**89.5**	**94.9**	**80.0**	**84.7**	**84.5**	**-6%**	**0%**	**85.6**	**84.1**
Services	89.2	94.5	80.6	84.3	84.2	-6%	0%	84.1	
Grants	1.4	2.2	4.0	2.5	2.8	95%	11%	2.5	
Operating costs	-85.6	-87.0	-82.8	-85.3	-83.7	-	-	-85.0	
Profit on sales	**3.9**	**7.9**	**-2.8**	**-0.7**	**0.8**	**-80%**	**-**	**0.7**	
Other operating profits/ costs	-1.6	0.5	1.0	0.0	0.1	-	-	2.9	
Share of profit (loss) of assoc	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	-	-	0.4	
EBITDA	**15.6**	**21.9**	**11.2**	**12.3**	**14.1**	**-10%**	**14%**	**13.7**	**13.8**
D&A	13.3	13.5	13.0	13.0	13.2	-1%	1%	13.0	
EBIT	**2.3**	**8.4**	**-1.8**	**-0.7**	**0.9**	**-61%**	**-**	**0.7**	**0.9**
Net financial income / costs	-3.7	1.7	-3.8	-2.6	-4.4	-	-	-2.6	
EBT	-1.4	6.7	-5.6	-3.3	-3.0	-	-	-1.9	
Income tax	0.5	0.7	0.1	0.3	-1.1	-	-	0.1	
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Net profit	**-0.9**	**7.3**	**-5.4**	**-3.0**	**-4.1**	**-**	**-**	**-3.8**	**-2.8**
OCF	21.9	29.0	9.2	-7.0	11.6	-47%	-		
Net cash	17.0	24.2	19.9	16.6	12.1	-29%	-27%		
P/E12M trailing	-	387.3	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	7.5	6.9	7.6	7.7	8.0				
Revenues: Drug Discovery	63.1	64.8	54.4	55.2	50.6	-20%	-8%		
Revenues: Drug Developmer	26.1	29.7	26.2	29.1	33.6	29%	15%		
Grants	1.4	2.2	4.0	2.5	2.8	95%	11%		
EBITDA margin	17.4%	23.0%	14.0%	14.6%	16.7%				
EBIT margin	2.5%	8.9%	-	-	1.1%				
Net profit margin	-	7.7%	-	-	-				

Source: Company, Trigon DM;

- Przychody: PLN 84.5m (-6% r/r; płasko q/q), -1% vs ocz. Trigon i +0.5% vs konsensus. Przychody ze sprzedaży wyniosły PLN 81.7m (-7% r/r), a dotacje PLN2.8m (+94% r/r). W ujęciu segmentowym widoczna jest dalsza polaryzacja wyników: przychody Drug Discovery pozostają pod silną presją, podczas gdy Drug Development odnotowuje dwucyfrowy wzrost.
- Drug Discovery: przychody segmentu wyniosły PLN 50.6m (-20% r/r; -8% q/q), tj. 11% poniżej naszej prognozy PLN57.0m. Przychody FTE spadły do PLN 26.7m (-26% r/r), a fixed-price do PLN 21.2m (-18% r/r).
- Strata operacyjna pogłębiła się do PLN7.0m, wobec PLN1.7m straty w 3Q25 i PLN5.8m w 2Q26. Marża EBIT obniżyła się do -14% z -3% rok wcześniej. Wyniki potwierdzają, że dotychczasowe działania oszczędnościowe nie kompensują jeszcze niskiego wykorzystania mocy i słabej kontraktacji.
- Drug Development: przychody wzrosły do PLN 33.6m (+29% r/r; +16% q/q), tj. 24% powyżej naszej prognozy PLN 27.1m. Wynik operacyjny wyniósł PLN 7.9m, wobec PLN 4.0m rok wcześniej i PLN 5.1m w 2Q26, co implikuje marżę EBIT na poziomie 23.6%.
-Segment korzysta z rosnącego wolumenu projektów oraz lepszej absorpcji kosztów stałych. Mocne wyniki Drug Development w pełni skompensowały stratę Drug Discovery na poziomie EBIT grupy, potwierdzając rosnące znaczenie segmentu.
- Koszty: Koszty pracownicze wyniosły PLN 37.3m (-4% r/r), a usługi obce PLN 13.8m (-7% r/r).
- EBITDA: Raportowana EBITDA wyniosła PLN14.1m (-10% r/r; +14% q/q), tj. 3% powyżej naszych oczekiwań. Marża EBITDA raportowana wzrosła do 16.7% wobec 14.6% w 2Q26, choć pozostała poniżej 17.4% rok wcześniej. Warto zwrócić uwagę, że wzrost przychodów z dotacji o PLN1.4m r/r dodatkowo wspierał wynik operacyjny.

- Wynik netto / koszty finansowe: Głównym obciążeniem wyniku netto były koszty finansowe netto PLN 4.4m wobec PLN 2.6m zakładanych przez nas, w tym PLN 2.3m ujemnych różnic kursowych oraz PLN 1.9m kosztów odsetkowych od kredytów i leasingu. Dodatkowo Spółka wykazała obciążenie podatkowe PLN 1.1m. Wynik został częściowo wsparty przez PLN 0.5m udziału w zysku Ardigen.
- Cash flow / zadłużenie: W 9M26 OCF wyniósł tylko PLN 13.7m wobec PLN 44.2m rok wcześniej. Gotówka na koniec września spadła do PLN 12.1m z PLN16.6m na koniec 2Q26, przy zadłużeniu kredytowym PLN 106.5m oraz zobowiązaniach leasingowych PLN 64.1m.
- Dług netto bez zobowiązań leasingowych MSSF 16 wynosi ok. PLN94.4m. Wskaźnik ND/EBITDA bez wpływu MSSF 16 wzrósł do 3.12x z 2.15x na koniec 2025 r. Spółka nadal spełnia warunki umów kredytowych, ale bufor finansowy uległ zmniejszeniu.
- Backlog / kontraktacja: portfel zamówień na 17.11.2026 wynosi PLN 330m (-8% r/r). Kontraktacja Drug Discovery wynosi PLN 200m (-22% r/r), podczas gdy Drug Development osiągnął PLN 119m (+23% r/r).
- Dane potwierdzają, że poprawa otoczenia popytowego w Drug Discovery nadal nie jest widoczna w portfelu zamówień. Backlog obejmuje już zafakturowane przychody w 2026 r. oraz zamówienia do realizacji w pozostałej części roku, nie jest więc równoważny przychodom przyszłych okresów. Zarząd oczekuje dalszego wzrostu w Drug Development.
- Ardigen / ryzyko impairment: W związku z pogorszeniem perspektyw sprzedażowych Ardigen zarząd przeprowadził test na utratę wartości pakietu 46.7% akcji wycenianego bilansowo na PLN 54.9m. Odpis nie został rozpoznany.

AMICA

Wyniki 3Q26: zgodne z konsensusem, mocny FCF [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	cons
Revenues	636.3	625.5	556.2	555.3	584.3	-8%	5%	585.7	584.4
Gross profit	185.2	178.0	157.6	156.1	168.0	-9%	8%	159.3	-
Other operating items, net	-1.6	0.5	-1.9	-0.1	0.0	-	-	0.0	-
EBITDA	41.2	43.3	27.0	26.2	28.8	-30%	10%	28.6	27.3
adj. EBITDA	42.8	42.8	28.9	26.3	28.8	-33%	10%	28.6	-
EBIT	25.6	28.9	11.9	11.4	14.3	-44%	25%	13.5	12.2
Net financial costs	-10.7	-6.0	-4.5	-4.8	-6.6	-	-	-6.4	-
EBT	14.9	22.9	7.4	6.6	7.7	-48%	17%	7.1	-
Net profit	10.4	8.3	4.2	2.8	4.0	-62%	43%	3.6	5.8
Gross Margin	29.1%	28.5%	28.3%	28.1%	28.8%	-0.4pp	0.6pp	27.2%	-
EBITDA margin	6.5%	6.9%	4.9%	4.7%	4.9%	-1.5pp	0.2pp	4.9%	4.7%
EBIT margin	4.0%	4.6%	2.1%	2.1%	2.4%	-1.6pp	0.4pp	2.3%	2.1%
Net profit margin	1.6%	1.3%	0.8%	0.5%	0.7%	-0.9pp	0.2pp	0.6%	-
OCF	60	97	-6	42	88	46%	108%		
Net debt	142	59	86	55	21	-85%	-62%		
P/E 12M trailing	8.0	9.4	10.6	13.8	18.3				
EV/EBITDA 12M trailing	3.4	3.1	3.1	3.0	3.0				

Source: Company, Trigon, P-preliminary

FABRITY (FAB PW; HOLD; PLN 30)

Szacunkowe wyniki za 3Q26 [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E
Revenues	16.8	16.4	17.2	18.5	19.7	18%	7%	18.9
EBITDA	1.6	1.5	2.0	2.1	2.4	54%	18%	2.3
EBIT	1.0	1.0	1.6	1.6	2.0	95%	25%	1.9
Net profit b. minorities	1.0	1.3	1.3	1.5	-	-	-	1.6
Net profit	0.9	1.2	1.2	1.4	-	-	-	1.5
Revenues y/y	-9%	-12%	4%	6%	18%			
EBITDA margin	9.4%	9.3%	11.7%	11.1%	12.3%			
EBIT margin	6.2%	6.0%	9.0%	8.8%	10.3%			

Source: Company, Trigon

- W okresie 1-3Q przychody wzrosły o 9% do 55,4mln PLN, EBITDA o 33% do 6,5mln PLN, EBIT o 58% do 5,2mln PLN;
- Publikacja skonsolidowanego raportu zaplanowana jest na 26 listopada.

JSW

Szacunki 3Q26: EBITDA PLN 135.2mln i strata netto PLN 286.0mln

- Szacowane przychody wyniosły PLN 2.550mld, wobec konsensusu PLN 2.494mld;
- Szacowana EBITDA wyniosła PLN 135.2mln, wobec konsensusu PLN 261.6mln;
- Szacowana strata netto wyniosła PLN 286.0mln, wobec oczekiwanej straty PLN 104.2mln;
- Publikację ostatecznych wyników zaplanowano na 24 listopada.

DĘBICA

Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 9.83mln

- Przychody wyniósły PLN 741.19mln wobec PLN 739.14mln rok wcześniej;
- EBIT wyniósł PLN 8.94mln wobec zysku PLN 44.1mln rok wcześniej;
- Zysk netto wyniósł PLN 9.83mln wobec zysku PLN 40.7mln rok wcześniej.

ATREM
Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 7.91mln
- Przychody wyniósły PLN 96.61mln wobec PLN 89.73mln rok wcześniej;
- EBIT wyniósł PLN 10.49mln wobec zysku PLN 12.58mln rok wcześniej;
- Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł PLN 7.91mln wobec zysku PLN 10.26mln rok wcześniej.

MOSTOSTAL ZABRZE
Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 9.13mln
- Przychody wyniósły PLN 331.06mln wobec PLN 332.46mln rok wcześniej;
- EBIT wyniósł PLN 13.27mln wobec zysku PLN 14.45mln rok wcześniej;
- Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł PLN 9.13mln wobec zysku PLN 10.62mln rok wcześniej.

KINO POLSKA
Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 15.34mln
- Przychody wyniósły PLN 78.88mln wobec PLN 80.05mln rok wcześniej;
- EBIT wyniósł PLN 17.97mln wobec zysku PLN 24.25mln rok wcześniej;
- Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł PLN 15.34mln wobec zysku PLN 19.15mln rok wcześniej.

APLISENS
Wyniki 3Q26: zysk netto PLN 4.77mln
- Przychody wyniósły PLN 40.58mln wobec PLN 36.7mln rok wcześniej;
- EBIT wyniósł PLN 6.32mln wobec zysku PLN 5.03mln rok wcześniej;
- Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł PLN 4.77mln wobec zysku PLN 3.98mln rok wcześniej.

FINANCIALS

PKO BP (PKO PW; HOLD; TP PLN 123)
Dostosowanie oceny zdolności kredytowej do zaleceń KNF dotyczących 800 plus
- Bank uwzględnia świadczenie 800 plus w ocenie zdolności kredytowej; nowe zasady uwzględniają wiek dziecka i okres otrzymywania świadczenia;
- Zmienione zasady działają już dla pożyczek gotówkowych, kart kredytowych i limitów w rachunku;
- Dostosowanie procesu hipotecznego ma zakończyć się w ciągu kilku tygodni, najpóźniej w styczniu.

PZU (PZU PW; HOLD; TP PLN 75)
Podsumowanie po prezentacji wyników za 3Q26
#Guidance
- Celem zarządu jest PLN 1mld przychodów z ubezpieczeń indywidualnych ochronnych;
- COR w ub. majątkowych na poziomie 94.3% w 3Q26 zarząd traktuje jako wynik kwartału, a nie prognozę czy sygnał pogorszenia portfela - celem pozostaje COR poniżej 90% (KPI na 2027), ale przy obecnej sytuacji w ub. komunikacyjnych nie będzie to łatwe, a w AC zarząd nie obiecuje szybkiej poprawy;
- W ub. pozakomunikacyjnych masowych (COR 91.9% w 3Q26) spółka oczekuje w kolejnych kwartałach poprawy rentowności w kierunku wcześniejszych poziomów, a pogorszenie wskaźnika przypisuje głównie pogodzie;
#Ubezpieczenia majątkowe
- Zdarzenia pogodowe w 3Q26 wygenerowały ok. 5.6 tys. zgłoszeń i ok. 50mln PLN kosztów w samym AC w ciągu jednego dnia, a łączny koszt szkód pogodowych wzrósł o ok. 60mln PLN r/r;
- Zdaniem zarządu rynek ub. komunikacyjnych ma za sobą szczyt konkurencji cenowej, a w 3Q26 pojawiły się pierwsze faktyczne podwyżki - ich skala pozostaje niewystarczająca, bo ceny powinny rosnąć w tempie wypłat, a bardziej agresywną politykę cenową mogą prowadzić ubezpieczyciele zagraniczni niezarejestrowani w Polsce;
- W OC komunikacyjnym wzrost średniej wartości szkody kompensuje spadek częstotliwości szkód w portfelu PZU oraz usprawnienia w likwidacji szkód;
- Wysoka dynamika składki przypisanej w ub. korporacyjnych (+38% r/r) wynika częściowo z wieloletniego kontraktu na projekt infrastrukturalny, który będzie notowany w przychodach przez wiele kolejnych kwartałów.
#Ubezpieczenia na życie
- Poprawę śmiertelności zarząd uznaje za trend trwały: coroczna aktualizacja założeń (jak przed rokiem w 3Q) trafiła głównie do CSM, a wynik 3Q26 podniosła o ok. 172mln PLN.
- Dłuższe życie ubezpieczonych wydłuża jednocześnie okres wypłat rent, m.in. z OC komunikacyjnego, i wymaga dotworzenia rezerw w ub. majątkowych, co częściowo neutralizuje pozytywny efekt w ub. na życie.
#Inwestycje
- Ujemny wynik z wyceny i realizacji instrumentów dłużnych (PLN -85mln w 3Q26) w ok. 80% wynika z odpisu na pojedynczej ekspozycji korporacyjnej, a w pozostałej części z wyceny obligacji stałokuponowych po wzroście rentowności;
- Brak przejściowych różnic kursowych w wycenie nieruchomości wynika ze zmiany procesu: aktywa i zobowiązania są teraz wyceniane równocześnie, więc różnice czasowe między kwartałami nie będą się już pojawiać, a zmiana nie wpływa na wartość portfela.
#Kapitał
- Obligacje podporządkowane o wartości PLN 2.25mld zapadające w lipcu 2027 (ok. 12 p.p. wskaźnika wypłacalności) mają zostać zrefinansowane emisją do PLN 3mld;
- Relacja długu podporządkowanego do kapitałów PZU (poniżej 10%) pozostanie po emisji niska na tle europejskich ubezpieczycieli (często powyżej 15%), co wg zarządu zostawia przestrzeń na ewentualne akwizycje;
- Temat holdingu z Bankiem Pekao bez zmian: zmiany legislacyjne nie weszły w życie, PZU pozostaje związane porozumieniem z Pekao;
#CIT
- Ewentualna podwyżka CIT dla dużych firm do 22% będzie miała negatywny wpływ na wyniki w 4Q'26.

- Podstawą przeszacowania jest rezerwa netto z tytułu podatku odroczonego w segmentach pozabankowych, oscylująca między PLN 3.5mld a PLN 4mld;
- Wpływ będzie mniejszy w ujęciu jednostkowym niż skonsolidowanym oraz inny dla wypłacalności, gdzie na poziomie SCR byłby pozytywny;

GPW (GPW PW; SELL; TP PLN 84.5)

Prezes GPW: kilka projektów M&A w toku, zapowiedź wyższej dywidendy - Parkiet

#Dywidenda

- Prezes spodziewa się wyższej dywidendy w 2027 r., a koszty GPW WATS nie ograniczą wypłaty, bo spadające nakłady inwestycyjne poprawiają FCF;
- Dywidenda wypłacana częściej niż raz w roku nadal jest analizowana, decyzji brak.

#M&A

- GPW prowadzi kilka projektów akwizycyjnych bliższych infrastrukturze giełdowej niż spółkom tech, w kraju i za granicą; efekty części z nich mogą zostać ogłoszone w 2027 r.;
- GPW DAI zostanie połączona z GPW Tech; dla GPW Logistics nie znaleziono inwestora, a jej przyszłość w grupie będzie rozważana.

#Opłaty

- Nowe stawki za IPO i SPO obowiązują od 1 stycznia 2027 r., a nowy cennik opłat rocznych od 2028 r.; dla ok. 70% emitentów opłaty nie wzrosną;
- Podniesiony zostanie górny limit opłat; największe spółki zapłacą więcej, ale dostaną rabaty do 30% uzależnione od wzrostu obrotów;
- Stawki dla brokerów nie zmienią się istotnie; pojawią się rabaty za wzrost obrotów, najpierw na NewConnect.

#Pozostałe

- W 1H27 ma zadebiutować pilotażowo mniejszy kontrakt futures na indeks z niższym depozytem;
- Nowa strategia zostanie przedstawiona do końca 2027 r.

VOTUM

Zarząd proponuje drugą zaliczkę na dywidendę: PLN 1.50 na akcję

- Proponowana druga zaliczka na poczet dywidendy za 2026 r. wynosi łącznie PLN 18mln;
- Zarząd rekomenduje dzień ustalenia uprawnionych na 16 grudnia i wypłatę na 23 grudnia;
- Wypłata wymaga zgody rady nadzorczej.

BANKI

ZBP: wyrok TSUE ogranicza automatyzm zwrotu kosztów przy wcześniejszej spłacie kredytu

- Związek Banków Polskich (ZBP) wskazuje, że wyrok TSUE dopuszcza zwrot wyłącznie kosztów zależnych od okresu kredytowania;
- Według ZBP warunkiem jest jasne poinformowanie konsumenta przed zawarciem umowy, które opłaty są zależne od jej czasu trwania, a które mają charakter jednorazowy;
- ZBP podkreśla, że wyrok nie zmienia zasad rozliczania wcześniejszej spłaty kredytów hipotecznych.

BANKI

Tyrowicz opowiada się za wyższymi stopami i jastrzębią komunikacją RPP

- Członkini RPP Joanna Tyrowicz postuluje wyraźnie wyższe stopy oraz komunikację sygnalizującą gotowość do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, jeśli będzie ono potrzebne do sprowadzenia inflacji do celu;
- Jej zdaniem poprawa CPI w październiku nie zmienia oceny ryzyka przy przyspieszaniu cen usług i PPI poza energią; wskazuje, że 53% cen rośnie w tempie przekraczającym 3.5%;
- Tyrowicz oczekuje ponownego przyspieszenia wynagrodzeń nominalnych ze względu na niedobór pracowników i presję płacową;

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)/GRUPA AZOTY (ATT PW; UNDER REVIEW)

Przejęcia PDH, Arbitraż z LYB a memorandum o współpracy dot. wspólnych inwestycji w energetykę, gaz, chemię i nawozy

- Orlen i amerykański fundusz Carlyle podpisały podczas szczytu P-TEC memorandum o współpracy inwestycyjnej w Polsce, regionie CEE i na rynkach międzynarodowych. Współpraca ma koncentrować się na sektorze naftowo-gazowym, paliwach odnawialnych i energetyce. Minister aktywów państwowych Wojciech Balczun wskazał jednak również na poszukiwanie przedsięwzięć w obszarze gazu, chemii i nawozów, podkreślając rozwój koncepcji Baltic Eagle Gas Hub. Strony zakładają 90 dni na podjęcie kolejnych kroków. MoU ma charakter niewiążący.
- W 2009r. Forbes informował o zainteresowaniu Carlyle inwestycjami w polską chemię i petrochemię, m.in. Ciechem oraz należącym do Orlenu Anwilem. Były to wówczas nieoficjalne informacje o potencjalnych transakcjach (LINK)
- Wg. źródeł XYZ (LINK), arbitraż nie blokuje już przejęcia Polimerów Police przez Orlen, jednak **według LYB trybunał potwierdził, że zapisy o zakazie konkurencji zawarte w umowie JV z Orlenem pozostają w mocy i obejmują również wykorzystanie przez Orlen instalacji w Policach**. **Może to wg. nas zwiększać atrakcyjność scenariusza wejścia zewnętrznego inwestora, np. Carlyle**, choć samo przejęcie aktywa przez fundusz nie musi eliminować tych ograniczeń.

RYNEK PALIW

UE chce, by co najmniej 1/3 zapasów obowiązkowych stanowiły gotowe paliwa

UE planuje zmianę zasad utrzymywania zapasów obowiązkowych ropy i paliw (LINK). Według projektu KE, do którego dotarł Bloomberg, struktura rezerw miałaby odpowiadać profilowi konsumpcji danego kraju, a co najmniej 1/3 zapasów musiałyby stanowić gotowe paliwa. Projekt przewiduje również warunkowy dostęp wojska do rezerw. KE ma przyjąć propozycję w grudniu.

CONSUMER

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

Ujednolicenie opłat za dostawy Smart! i zmiany prowizji od stycznia 2027

- Od 11 stycznia opłaty sprzedawców za dostawy Smart! do automatów i punktów odbioru zostaną zrównane poprzez obniżenie stawek InPostu i Pocztexu oraz podwyższenie stawek Allegro Delivery;
- Dla zamówienia o wartości 65 PLN opłata za dostawę do paczkomatu InPost spadnie z 5,19 do 4,59 PLN, a w Allegro Delivery wzrośnie z 3,69 do 4,59 PLN;
- Udostępnienie dostawy do paczkomatów InPost będzie wymagane do utrzymania oznaczenia Smart!, z wyjątkami m.in. dla produktów niemieszczących się w automatach; Allegro
- Poza Smart! opłata za dostawy do automatów i punktów w Allegro Delivery wzrośnie z 10,49 do 10,99 PLN, a do paczkomatów InPost na Allegro Lokalnie z 10,95 do 11,49 PLN;
- Zmienią się także wybrane prowizje, np. dla odzieży i obuwia do 110 PLN spadną z 14,15% do 12,30%, a dla hulajnóg elektrycznych wzrosną z 9,84% do 10,46%;
- LINK do komunikatu o zmianach.

JERONIMO MARTINS (JMT PL; BUY; TP EUR 21)

Sąd apelacyjny obniżył karę dla Biedronki do PLN 170mln

- Sąd apelacyjny obniżył karę za nieuczciwe wykorzystywanie przewagi kontraktowej z PLN 723mln do PLN 170mln;
- Biedronka zapłaci karę i zamierza złożyć skargę kasacyjną do Sądu Najwyższego.

BENEFIT SYSTEMS (BFT PW; BUY; TP PLN 6600)

Cele na 2027 r.: wzrost liczby kart i ponad 90 otwarć klubów

- Spółka zakłada wzrost liczby kart netto o 150 tys. w Polsce, 100 tys. na rynkach UE oraz 90 tys. w Turcji;
- Plan otwarć obejmuje ponad 40 klubów w Polsce, około 30 w Turcji i około 20 na rynkach UE;
- ARPU w Polsce i UE ma rosnąć w niskim jednocyfrowym tempie;
- Marża operacyjna ma pozostać stabilna w Polsce, poprawić się w UE i utrzymać na zbliżonym poziomie w Turcji.

PDD HOLDINGS

Wyniki właściciela TEMU za 3Q26, podtrzymanie zapowiedzi koncentracji na logistyce

USDm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Revenues	14,516	15,210	17,719	15,400	16,560	16,159	6%	-2%
Online marketing serv., oth.	7,776	7,494	8,581	7,239	8,494	8,922	19%	5%
y/y	15%	7%	10%	8%	9%	19%		
Transaction services	6,740	7,716	9,138	8,161	8,066	7,237	-6%	-10%
y/y	2%	8%	24%	26%	20%	-6%		
Operating profit	3,601	3,515	3,964	2,837	4,092	4,647	32%	14%
y/y	-20%	2%	13%	28%	14%	32%		
Net profit	4,293	4,120	3,509	1,819	4,006	4,405	7%	10%
P/E 12M trailing	9.0	8.6	8.8	8.9	9.1	8.9		

Source: PDD Holdings, Trigon

- Przychody z reklamy i pozostałych usług marketingowych wzrosły o 12% r/r do 59,8mld CNY;
- Przychody z usług transakcyjnych spadły o 12% r/r do 48,5mld CNY, ale spółka nie podaje podziału na działalność krajową i zagraniczną (linia obejmuje większość przychodów TEMU, a lokalne Pinduoduo stanowi prawdopodobnie jej mniejszą część);
- Zysk netto denominowany w chińskiej walucie wyniósł 29,5mld CNY wobec 29,3mld CNY przed rokiem;
- Koszty sprzedaży i marketingu spadły r/r do 24,9mld CNY z 29,8mld CNY, a ich udział w przychodach zmalał do 23% z 28%;
- Gotówka i krótkoterminowe inwestycje 67mld USD (ponad połowa kapitalizacji grupy);

#Konferencja po wynikach: biznes poza Chinami

- Zarząd podkreślał szybkie zmiany zasad handlu międzynarodowego i opodatkowania, zwiększające niepewność operacyjną;
- Zmiany szczególnie obciążają mniejszych sprzedawców, utrudniając zarządzanie zapasami i organizację dostaw;
- Odpowiedzią PDD jest dalsze zwiększanie inwestycji w lokalny fulfillment, magazynowanie i współpracę z partnerami logistycznymi;
- Rozwijana infrastruktura ma umożliwiać utrzymywanie zapasów bliżej klientów, poprawiać terminowość dostaw i wspierać podaż na lokalnych rynkach;
- Usługi dla sprzedawców mają obejmować pełny proces magazynowy, od przyjęcia towaru przez kompletację i pakowanie po wysyłkę oraz obsługę zwrotów;
- PDD traktuje logistykę jako kluczowy obszar dalszej poprawy konkurencyjności;
- Kwestie compliance: rozszerzono współpracę z International AntiCounterfeiting Coalition, zapewniając uczestniczącym markom odpowiedź na zgłoszenie naruszenia własności intelektualnej w ciągu 48 godzin
- Zarząd nie podał osobnych danych dla Europy, udziału lokalnego fulfillmentu, budżetu inwestycji ani harmonogramu rozbudowy infrastruktury w poszczególnych krajach.

KONIUNKTURA KONSUMENCKA

Listopad'26: BWUK -0,2pp m/m, WWUK +0.2pp m/m

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Current consumer confidence index (BWUK)												
2023	-38.1	-36.0	-35.6	-32.2	-29.9	-28.2	-24.9	-22.3	-20.3	-17.9	-15.1	-15.2
2024	-12.6	-12.6	-12.3	-11.5	-13.8	-12.0	-14.0	-15.9	-13.9	-15.8	-17.1	-16.7
2025	-15.1	-14.8	-15.2	-16.5	-14.5	-9.3	-14.0	-12.1	-8.3	-10.9	-9.9	-9.9
2026	-9.6	-9.1	-12.2	-14.1	-11.3	-9.9	-10.2	-11.3	-10.8	-14.0		
Leading consumer confidence index (WWUK)												
2023	-27.6	-25.3	-22.6	-19.7	-15.3	-14.8	-10.9	-10.5	-9.4	-8.1	-7.4	-6.4
2024	-3.8	-5.3	-5.2	-6.8	-8.2	-8.3	-11.6	-10.3	-9.7	-11.6	-11.6	-11.5
2025	-9.9	-10.8	-9.8	-11.8	-8.9	-4.6	-7.7	-6.3	-4.3	-6.6	-7.5	-7.0
2026	-6.7	-7.0	-9.5	-11.2	-7.7	-7.5	-7.3	-7.6	-7.9	-10.6		
Changes in the unemployment level over the next 12 months (opposite sign)												
2023	-27.2	-26.6	-22.7	-18.0	-13.0	-10.9	-5.7	-8.4	-9.0	-6.6	-11.1	-10.5
2024	-7.7	-10.0	-10.4	-11.9	-15.1	-16.3	-18.9	-18.8	-20.4	-20.4	-23.0	-22.1
2025	-19.3	-22.7	-20.6	-24.2	-20.0	-16.2	-20.2	-17.9	-16.9	-19.6	-24.3	-21.5
2026	-23.2	-23.9	-23.1	-26.6	-24.8	-23.9	-25.3	-22.2	-23.5	-25.4		
Future money saving												
2023	-12.5	-13.5	-11.2	-12.2	-4.7	-7.3	-3.0	-2.5	-4.1	-2.6	2.0	-1.5
2024	2.3	3.1	3.5	3.5	4.5	3.1	2.9	6.3	6.2	2.2	8.3	7.8
2025	7.4	7.7	11.7	9.2	8.5	13.8	13.0	10.5	13.6	13.4	11.5	14.3
2026	16.0	12.3	13.5	13.2	14.8	12.3	16.3	14.1	14.2	13.5		
Changes in the country's overall economic situation over the next 12 months												
2023	-43.5	-38.0	-36.2	-30.8	-27.6	-26.5	-23.6	-20.7	-18.8	-16.3	-14.6	-9.8
2024	-8.7	-11.4	-10.5	-13.8	-14.6	-15.6	-20.0	-20.3	-18.0	-19.9	-23.1	-23.1
2025	-20.1	-21.5	-24.0	-24.2	-17.2	-14.7	-19.8	-15.5	-11.5	-16.1	-15.2	-16.9
2026	-16.6	-13.9	-24.1	-23.8	-20.9	-17.4	-17.3	-19.3	-17.7	-25.3		
Changes in consumer prices over the next 12 months												
2023	32.3	20.0	22.5	18.9	14.5	10.7	11.7	11.1	9.7	11.7	14.9	12.0
2024	12.4	13.6	14.2	21.8	24.2	21.4	30.1	24.1	22.7	27.2	27.1	29.6
2025	27.1	25.3	27.0	25.1	22.7	18.2	24.3	21.1	20.9	24.2	21.6	21.5
2026	20.6	19.8	33.3	29.4	24.7	20.2	19.9	22.9	27.2	26.3		

Source: Statistics Poland, Trigon

TMT

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

Podsumowanie konferencji po 3Q26: bez zmian szacunków na 2026 rok mimo dobrych wyników za 3Q [lekko negatywne]

#TMT

- EBITDA TMT w 2026 roku ma wynieść powyżej 2,9mld PLN, wobec LTM EBITDA 2,925mld PLN (zarząd nie odnosił się dokładniej do oczekiwanej dynamiki w 4Q);
- Koszty techniczne wzrosną w 4Q26 co wpłynie na dynamikę EBITDA w TMT r/r;
- Wolniejsza dynamika przychodów detalicznych w 3Q wynika z przychodów innych niż powtarzalne abonamentowe, które utrzymały zbliżoną dynamikę do poprzedniego kwartału;
- W 4Q spółka nie zakłada wzrostu kosztów kontentu r/r, a to czy uda się poprawić r/r wynik w obszarze mediów będzie zależało od dynamiki przychodów reklamowych;

#Energetyka

- Podtrzymany szacunek, że EBITDA w OZE w 2026 wyniesie nieco mniej niż 300mln PLN (PLN 202mln w 1-3Q);
- Perspektywa na rok 2027 w OZE: spółka liczy na wzrost, ale jeśli utrzymają się obecne warunki na rynku trudno będzie o zauważalną poprawę;
- Capex w OZE spadł z 420mln PLN do 78mln w 1-3Q i w całym roku 2026 wyniesie nieznacznie ponad 100mln PLN;
- W 4Q w OZE oczekiwane lepsze wyniki q/q m.in. ze względu na wyższą produkcję z biomasy oraz dostarczanie ciepła;

#Cash flow, zadłużenie

- Podtrzymany guidance FCF na poziomie wysokich kilkuset mln PLN (wobec 1,01 mld PLN LTM na koniec 3Q, w tym 0,17mld pozytywnego wpływu z tytułu zmiany kapitału pracującego);
- W 2027 możliwy przejściowy wzrost wskaźnika zadłużenia netto do EBITDA ze względu na spadek EBITDA w związku z wyższymi kosztami po rozbudowie sieci.

INTUIT / VERCOM (VRC PW; BUY; TP PLN 156)

Intuit sprzeda Mailchimpa spółce Bending Spoons za 3,68mld USD

- Finalizacja transakcji oczekiwana jest na początek 2027 roku;
- Intuit chce zwiększyć koncentrację na innych produktach generujących większe przychody.

AGORA (AGO PW)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [neutralne]

#Perspektywa wynikowa, akwizycje

- W 2027 planowana jest poprawa rentowności względem 2026 roku;
- Spółka pracuje nad projektami akwizycyjnymi, ale zarząd sugeruje, że nie należy spodziewać się informacji w tym obszarze przed świętami Bożego Narodzenia;

#Radio

- W Radio po wzroście przychodów o 1,5% r/r oczekiwany powrót do dynamiki około +3% r/r w 4 kwartale;
- W tym roku dodatkowy capex związany z przeprowadzką Eurozet i zmianami w układzie biura dla grupy radiowej to około 30mln PLN;
- Oszczędności na czynszu wyniosą około 7mln PLN rocznie plus dodatkowo około 2mln PLN rocznie oczekiwanych z tytułu wynajmu zwolnionej powierzchni;

#Kina

- W 2026 oczekiwana liczba widzów na niewielkim plusie, czwarty rok z rzędu frekwencja przekracza nieznacznie 50 mln widzów;
- Lalka miała 2,7 mln widzów, przy dolnej granicy oczekiwań;
- Kino jest bardzo popularne wśród dzieci i młodzieży, perspektywiczne grupy wiekowe;
- W kinach kluczowym wydarzeniem w 4Q będzie jednoczesna premiera Diuny 3 i kolejnej części Avengers 18 grudnia;
- W tym roku filmy z Hollywood poprawiły w Polsce frekwencję jak dotąd o prawie 20%;
- Negatywnie na frekwencję wpływa mała liczba polskich produkcji; jeśli wzrośnie ich liczba, łatwiej będzie o wzrost frekwencji.

ATENDE

Zarząd oczekuje dobrego 4Q26 i rozważa akwizycje w cyberbezpieczeństwie

- Oczekiwanie dobrego 4Q26 zarząd wiąże z dużym portfelem zamówień;
- Działalność cyberbezpieczeństwa została wydzielona jako zorganizowana część przedsiębiorstwa; przeniesienie jej do osobnej spółki pozostaje planem bez ostatecznej decyzji zarządu;
- W średnim terminie grupa rozważa akwizycje w cyberbezpieczeństwie w celu zwiększenia skali działalności.

GAMING

TAKE-TWO INTERACTIVE

Sensor Tower szacuje sprzedaż GTA VI do 18 listopada na 24.6 mln sztuk i 2.36 bn USD przychodów

- Data sugeruje, że jest to wynik preorderów (gra była udostępniana na godzinie 0:00 czasu lokalnego 19 listopada), choć nie jest to jednoznacznie wskazane;
- Potężny, rekordowy wynik preorderów, czekamy na wyniki kolejnych dni oraz na oficjalne potwierdzenie wyników przez TTWO.

UBISOFT

Bookings 2Q powyżej konsensusu, ale EBIT H1 i guidance 3Q słabsze; odbicie i dowiezienie całorocznego guidance uzależnione od 4Q

- Net bookings 2Q26/27 EUR 388.9m (-20.8% y/y), +2.7% vs konsensus Bloomberga (EUR 378.6m) i EUR 18.9m powyżej guidance; 1H bookings EUR 644.7m vs EUR 640.7m konsensusu (+0.6%), przychody H1 EUR 673.6m vs EUR 615.8m (+9.4%). Beat napędzał Assassin's Creed Black Flag Resynced (udział edycji premium i in-game spending);
- 1H non-IFRS EBIT -EUR 155.9m vs -EUR 103.3m konsensusu i +EUR 27.1m rok temu; IFRS EBIT -EUR 189.2m vs -EUR 151.1m konsensusu, FCF -EUR 338.1m vs -EUR 250.7m rok temu;
- Guidance na 3Q: bookings ok. EUR 250m vs EUR 387.5m konsensusu (-35.5%), na tle mocnej konkurencji premier i słabszych partnerstw. Guidance na FY27 podtrzymany: spadek bookings o wysoki jednocyfrowy %, ujemna marża non-IFRS EBIT na poziomie wysokiego jednocyfrowego % oraz konsumpcja FCF do EUR 500m;
- Dwa już podpisane partnerstwa B2B mają wesprzeć głównie 4Q, wraz z dwoma niezapowiedzianymi jeszcze tytułami premium i mocniejszym Year 12 Rainbow Six Siege. W październiku Siege podwoił bookings y/y, a session days w 3Q wzrosły o 50% y/y; nie ujawniono wartości umów;
- Pipeline FY28/FY29 obejmuje duże projekty Assassin's Creed, Far Cry i Ghost Recon, ale bez przypisania premier do konkretnych okresów; CFO nie potwierdził premiery AAA w FY28. Cel zarządu: dodatnie non-IFRS EBIT i FCF w FY28, solidny FCF w FY29; historyczny poziom bookings dający dodatni EBIT to >EUR 2bn;
- Wrzesień: gotówka EUR 1.03bn, dług netto non-IFRS EUR 541m; w listopadzie spłata EUR 453m obligacji zamiennych z gotówki. Refinansowanie w dwóch etapach, bez ujawnionych instrumentów. Vantage Studios w 1H osiągnęło wysoką jednocyfrową marżę non-IFRS EBIT, dodatni FCF i gotówkę netto;
- Docelowa baza kosztów stałych to EUR 1.25bn run rate w marcu 2028; zatrudnienie 15.5 tys. (-25% vs wrzesień 2022). Dwuletni program oszczędności EUR 185m wymaga nakładów restrukturyzacyjnych rzędu 50-60% tej kwoty. Rainbow Six Mobile zamknięto ze względu na słabszy oczekiwany zwrot z kapitału; priorytetem pozostają PC i konsole;
- Przebicie bookings w 2Q może nie równoważyć istotnego niedowiezienia EBIT 1H i ujemnego FCF. Niskie guidance na 3Q oznacza mocną zależność FY27 od 4Q; podpisane partnerstwa ograniczają ryzyko pozyskania kontraktów, ale nie ich timingu. Po spłacie obligacji kluczowe pozostają refinansowanie, oszczędności i harmonogram premier AAA.

INDUSTRIALS

RHEINMETALL (RHM GR; BUY; TP EUR 1 520)

Porozumienie z holenderskim MoD dotyczące przyszłych technologii pojazdów wojskowych

- Rheinmetall podpisał 19 listopada z holenderskim Ministerstwem Obrony Letter of Intent dotyczący współpracy przy rozwoju nowoczesnych technologii systemów lądowych i pojazdów wojskowych;
- Priorytetowe obszary obejmują platformy bezzałogowe, napędy hybrydowe, współdziałanie pojazdów załogowych i bezzałogowych, zaawansowane materiały oraz technologie produkcyjne;
- Porozumienie ma wzmacniać współpracę niemieckiego i holenderskiego przemysłu obronnego oraz przyspieszać rozwój nowych rozwiązań;

- Nie jest to wiążące zamówienie sprzętu, nie ujawniono wartości potencjalnych projektów ani harmonogramu ich komercjalizacji.

NEWAG

Woj. Śląskie i GZM wybrały oferta spółki na dostawę 32 EZT wraz z serwisowaniem za 2,5mld PLN

- Wartość oferty wraz z opcją na kolejne 20 pojazdów oraz wieloletnim serwisem wynosi potencjalnie aż 5,5mld PLN
- Pierwsze pojazdy mają trafić do GZM w 2Q29

MO-BRUK (MBR PW; SELL; TP PLN 427.1)

Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q26 [lekko pozytywne]

 # Bomby ekologiczne: 1) Oczekiwane przychody z likwidacji bomb ekologicznych w 2026r. wzrosły do 130m PLN (vs. 119m PLN zakładanych kwartał wcześniej), **2)** Na 2027r. Spółka zakłada obecnie 21.3m PLN przychodów (vs. 12.6m PLN w 2Q26), m.in. dzięki projektowi Miasta Gliwice o wartości 8.7m PLN, który pozostaje jeszcze na etapie przed podpisaniem umowy, **3)** Zarząd dostrzega ryzyko mniejszej skali realizacji projektów w 2027r. ze względu na wysoką bazę tegoroczną. Istotnym potencjalnym triggerem pozostaje przetarg w Wołominie, którego rozstrzygnięcie oczekiwane jest do końca roku. Przetargi na likwidację bomb finansowane przez NFOŚiGW zostały już przesunięte na przyszły rok.
 # RDF: 1) Przychody wzrosły 4-krotnie q/q, przy niemal 3-krotnym wzroście średniej ceny, **2)** Głównym źródłem tak mocnych wyników była realizacja kontraktu na likwidację bomby ekologicznej w Nowym Miszewie, który wygenerował 45m PLN przychodów w 3Q26, **3)** Spółka oczekuje dalszego wzrostu liczby odbiorców RDF.
 # Zestalanie i stabilizacja: 1) Przychody wzrosły o 12% q/q, przy wzroście wolumenów o 26% i spadku średniej ceny o 11%.
 # Spalanie: 1) Przychody spadły o 20% q/q, głównie w wyniku podobnego spadku wolumenów, przy średniej cenie niższej o 2% q/q.
 # Koszty operacyjne: 1) Koszty cementowania (zużycia surowców) wzrosły o 25% q/q, koszty transportu o 48%, a koszty przetwarzania odpadów ponad 2-krotnie, **2)** Wzrost kosztów wynagrodzeń r/r wynikał m.in. z konsolidacji Eco Point, przejętego w 4Q25, oraz rozbudowy zespołu sprzedaży.
 # Outlook na 4Q26 i 2027: 1) Spółka dąży do osiągnięcia w 4Q26 wyniku zbliżonego r/r (ok. 50m PLN EBITDA) oraz utrzymania w 2027r. wyniku nie niższego niż w 2026r., **2)** W 2027r. Zarząd oczekuje wzrostu średnich cen o 3-10%, zależnie od segmentu, **3)** Wyniki segmentu RDF mogą nadal rosnąć zarówno wolumenowo, jak i cenowo, jednak z wyłączeniem nadzwyczajnego wpływu kontraktu w Nowym Miszewie rozpoznanego w 3Q26, **4)** Capex w 2027r. może wynieść ok. 20m PLN, **5)** W bilansie wykazano 14.6m PLN aktywów przeznaczonych do sprzedaży, związanych z potencjalną sprzedażą osadnika w Wałbrzychu (z mułami węglowymi?). Horyzont realizacji transakcji do 1 roku, **6)** Zamknięcie transakcji M&A jeszcze w tym roku jest mało prawdopodobne.
 # Pozwolenia zintegrowane: Spółka kontynuuje działania zmierzające do zwiększenia limitów przetwarzania odpadów w poszczególnych zakładach: **1)** El-Kajo – możliwy wzrost obecnego limitu 220 tys. ton/rok o kilkadziesiąt tys. ton (potencjalnie do ok. 290 tys. ton?), z szansą na decyzję jeszcze w 2026r., **2)** Skarbimierz – możliwe zwiększenie limitu z obecnych 70 tys. ton/rok w 1Q27, **3)** Niecew – planowany wzrost ze 100 tys. do 140 tys. ton/rok, realnie około połowy 2027r., zależnie od przebiegu procedur administracyjnych, **4)** Karsy – możliwe zwiększenie obecnego limitu 25 tys. ton/rok w segmencie spalania, decyzja oczekiwana do końca 2027r., **5)** Raf-Ekologia – decyzja dotycząca rozszerzenia pozwolenia oczekiwana do końca 2028r.
 # Potencjał EBITDA do 2030: 1) Podczas konferencji „PKO by the Sea" 1 października 2026r. Zarząd przedstawił scenariusz organicznego wzrostu do 500-550m PLN przychodów i 220-275m PLN EBITDA w 2030r. (marża EBITDA 44-50%), zakładający uzyskanie podwyższonych pozwoleń zintegrowanych. Według Zarządu Spółka jest „na ścieżce, by celować w ponad 200m PLN EBITDA rocznie" w kolejnych kilku latach, **2)** W scenariuszu uwzględniającym M&A potencjalna EBITDA w 2030r. wynosi 396-495m PLN, przy przychodach 900-1100m PLN i marży EBITDA ok. 45%, **3)** W ramach LTIP Zarząd prezentował średnią EBITDA na poziomie 204m PLN rocznie w latach 2026-2028 oraz 235m PLN rocznie w latach 2027-2029.

APATOR

Zarząd zakłada wzrost przychodów i zysku brutto na sprzedaży w 2027 r.

- Zarząd oczekuje skorygowanego wyniku za 2026 r. na poziomie zbliżonym do 2025 r.;
- W 2027 r. spółka zakłada wzrost przychodów i wartości zysku brutto na sprzedaży;
- Budowa zapasów, służąca zabezpieczeniu cen kontraktowych i dostępności komponentów, ma zakończyć się w 4Q26; w kolejnych kwartałach zapasy powinny maleć.

EUROPEAN DEFENCE / UKRAINA

Koalicja Chętnych podtrzymuje finansowanie wojskowe Ukrainy na 2027 rok i priorytet obrony przeciwrakietowej

- Podczas spotkania w Berlinie 19 listopada przywódcy koalicji, Ukrainy oraz przedstawiciele USA potwierdzili priorytet dostaw systemów obrony powietrznej, szczególnie zdolnych do przechwytywania pocisków balistycznych;
- Uczestnicy ponowili zobowiązanie państw NATO do zapewnienia 70mld EUR pomocy wojskowej i szkoleniowej w 2026 r. oraz co najmniej porównywalnego poziomu w 2027 r.;
- Omówiono długoterminowe gwarancje bezpieczeństwa dla Ukrainy, dalsze sankcje wobec Rosji i możliwe mechanizmy nadzorowania przyszłego zawieszenia broni;
- Nie ogłoszono nowej, dodatkowej puli 70 mld EUR ani konkretnych kontraktów dla producentów uzbrojenia.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

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

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [lekko pozytywne]

#Sprzedaż / bank ziemi

- Średnia wartość sprzedanego lokalu w 3Q26 wyniosła 854 tys. PLN, +7% r./r. 24% sprzedanych w tym okresie lokali miało wartość >1mln PLN.
- Oferta na koniec września wyniosła 4,157 lokali, +5% r./r., z czego w Warszawie 1,759 lokali, +4% r./r., a w Trójmieście 1,227, +32% r./r. Największe spadki odnotował Wrocław (-31% r./r.). Lokale gotowe stanowiły ok. 5% oferty.
- Czas wyprzedaży oferty w Warszawie wynosi 3.1 kw. vs rynek 3.9 kw., w Trójmieście 3.8 kw. vs 4.4 kw, 2.4 kw. we Wrocławiu vs 5.5 i w Krakowie 4.3 kw vs 5.9 średnia rynkowa.
- W 3Q26 do realizacji wprowadzono w Warszawie: 348 lokali w projekcie Apartamenty Rudnickiego oraz 121 Osiedle Urbino; We Wrocławiu: 60 lokali w Park Świetlików i 18 Wille Biskupin; w Trójmieście: 164 lokale Marina Hel Apartamenty, 142 lokale Zajezdnia Motława, 113 Doki, 78 Konstelacja.
- Na koniec września Grupa posiadała 9,686 lokali w realizacji (+3% kw./kw.). 55% z tej puli jest już sprzedane.
- Bank ziemi na koniec września wynosił 16,634 (-7% kw./kw.), z czego 2,951 stanowiły grunty kontrolowane. W Poznaniu Grupa zabezpieczyła nieruchomość o potencjale 228 lokali.
- Nawis mieszkań do wydania wynosił na koniec września 4.5mld PLN (5,607 lokali) vs. 4.4mld PLN (5,606 lokali) na koniec czerwca.
- Ceny gruntów nadal pozostają wysokie, natomiast widać spadek aktywności mniejszych graczy.
- Jednocześnie Grupa pochodzi bardziej selektywnie do akwizycji, zakup gruntów „spekulacyjnych" Zarząd ocenia jako ryzykowny w obecnym dość zmiennym otoczeniu legislacyjnym.

#Outlook

- Sprzedaż w FY26E powinna być rekordowa w historii Grupy (w FY25 4,448 lokali).
- Pod kątem sprzedaży „październik był bardzo dobrym miesiącem, listopad będzie podobny". Jednocześnie Grupa nie dostrzega wpływu oczekiwanych podwyżek stóp na zachowania klientów.
- Potencjał przekazań na 4Q26E wynosi blisko 2.0 tys. lokali.
- Bank ziemi ma pozwolić Spółce na sprzedaż na obecnym poziomie przez ok. 4 lata.
- Marża brutto w FY27E powinna być stabilna/płaska r./r.
- W 1-3Q26 Grupa przeznaczyła na zakupy gruntów ok. 705mln PLN, w całym roku wydatki powinny być lekko wyższe r./r. (w FY25 ponad 800mln PLN).
- Pierwszy projekt w Poznaniu powinien wejść do sprzedaży w 1Q27E.
- W perspektywie FY27E Grupa planuje realizować 2 projekty na rynku poznańskim.
- Wzrost kosztów budowy w całym FY26E powinien wynieść 150-200PLN/m2, natomiast w przyszłym roku tendencja wzrostowa powinna być kontynuowana.
- W najbliższym czasie Grupa planuje uzupełnić bank ziemi na rynku Wrocławskim, choć Zarząd wskazuje, że nie jest to obecnie rynek w równowadze.

PORR (POS AV; BUY; TP EUR 40)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]

#Budownictwo

- Zarząd oczekuje dalszego wzrostu rynku budowlanego w FY27E, a jego głównym motorem pozostanie infrastruktura wspierana środkami UE i budżetami krajowymi.
- W Niemczech ustawa Infrastructure Future Act przyspieszyła ogłaszanie przetargów, a inwestycje infrastrukturalne w FY27E szacowane są tam na 33.7mld EUR (w Polsce na 17.4mld EUR, a w Austrii na 9.9mld EUR).
- Proponowany budżet UE na lata 2028-2034 wynosi blisko 2bln EUR, a największe alokacje mają trafić do Polski (123.3mld EUR), Niemiec (68.4mld EUR) i Rumunii (60.2mld EUR).
- Budownictwo mieszkaniowe przeszło punkt zwrotny, natomiast w nie-mieszkaniowym rosną segmenty specjalistyczne, takie jak clean roomy, ochrona zdrowia i obiekty wojskowe.
- Ożywienie w budownictwie mieszkaniowym wynika z odblokowania finansowania projektów odkładanych od 2-3 lat oraz rosnącej liczby pozwoleń, a Zarząd szacuje, że rynek może wzrosnąć o 3-4%.
- Koszty materiałów są przenoszone na klientów, a ceny energii i gazu Grupa zabezpieczyła umowami ramowymi i swapami do 2027-2030 r.
- Wzrost udziału kosztów materiałów i usług obcych w 3Q26 wynikał głównie z większego wykorzystania podwykonawców.

#Portfel zamówień

- Wartość nowych zamówień w 3Q26 wzrosła o 10.5% r/r do 2.2mld EUR, głównie dzięki Niemcom, gdzie kwartalne zamówienia podwoiły się do ponad 500mln EUR.
- Portfel zamówień na koniec 3Q26 wyniósł >10mld EUR (+4.4% r/r), przy czym w Niemczech wzrósł o 27% r/r, a w Austrii/Szwajcarii o 15% r/r.
- Udział budownictwa kubaturowego w portfelu wzrósł do 38% z 32% rok wcześniej, a sektor obronny nadal zyskuje na znaczeniu.
- W Polsce w końcowej fazie znajdują się przetargi o łącznej wartości ok. 4.5mld EUR, przy czym Grupa koncentruje się na projektach tunelowych o mniejszej konkurencji (m.in. bierze udział w przetargu związanym z CPK), a rozstrzygnięć oczekuje w 1Q27E.
- Kontrakt drogowo-tunelowy w Rumunii o wartości 550mln EUR został ujęty w budżecie na 2027 r., a jego podpisanie spodziewane jest do końca stycznia 2027 r. W efekcie Zarząd oczekuje wyraźnego wzrostu zamówień w Polsce i CEE w 1Q27E.
- W Niemczech Grupa bierze udział w przetargach infrastrukturalnych o wartości ok. 1.5mld EUR.

#Pozostałe

- Grupa prowadzi negocjacje w sprawie akwizycji, głównie w niemieckim budownictwie drogowym, które mogłyby zostać sfinansowane z wrześniowej emisji hybrydowych obligacji zamiennych o wartości 150mln EUR. Pierwszych transakcji można spodziewać się w 1H27E.
- Grupa spłaciła już pozostałą część obligacji hybrydowych z 2021 r. o wartości ok. 20mln EUR.
- Wynik finansowy powinien poprawiać się o ok. 1.5mln EUR kwartalnie, m.in. dzięki odsetkom od obligacji hybrydowych UBM (56mln EUR nominalnie, kupon 9%), a efektywna stopa podatkowa w FY26E powinna wynieść ok. 22%.
- Grupa planuje powrót na rynek węgierski, który opuściła w 2011 r., i początkowo chce selektywnie realizować projekty szpitalne i kolejowe we współpracy z partnerami. Pierwsze prace o nieistotnej skali mogą ruszyć latem 2027 r.

#Outlook
- Zarząd potwierdził prognozę na FY26E zakładającą wzrost produkcji i przychodów o 2-4% r/r oraz marżę EBIT na poziomie 3.2-3.3%, a także cel marży EBIT na poziomie 3.5-4.0% w FY30E.
- Zarząd ocenia przedział prognozy jako wąski, a utrzymanie wyników 4Q26E na poziomie wysokiej bazy z 4Q25 (marża EBIT powyżej 5%) uważa za realne, natomiast jej przekroczenie wymagałoby dodatkowego wysiłku.
- Grupa chce osiągnąć na koniec FY26E zerowy dług netto bez uwzględnienia ok. 130mln EUR wpływów netto z obligacji hybrydowych.
- Produkcja w Niemczech po 1-3Q26 była niższa o 8% r/r (vs. -17% po 1H26) i powtórzenie poziomu z FY25 będzie trudne, jednak w FY27E Zarząd oczekuje jej wyraźnego wzrostu dzięki dwucyfrowemu wzrostowi portfela, w tym ok. 300mln EUR zamówień w budownictwie przemysłowym.
- CAPEX w FY26E powinien wynieść ok. 4.0-4.5% wartości produkcji, a po wyłączeniu jednorazowych wydatków (ok. 20mln EUR na przejęcie Erhardt i ok. 20mln EUR na maszynę TBM w Polsce) wyniósłby ok. 4%, co pozostaje docelowym poziomem także w kolejnych latach.

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

Podsumowanie wywiadu z CEO - Biznes PAP
- W 2027 r. Grupa planuje wejść na co najmniej jeden nowy rynek – do Holandii lub północnych Włoch, a o kolejności wejścia zdecyduje oczekiwana stopa zwrotu.
- W 1-3Q26 Grupa podpisała umowy najmu na ok. 170 tys. m2, a 4Q26E może być rekordowy pod względem wartości zakontraktowanej powierzchni dzięki umowom w Niemczech, które są dwukrotnie bardziej dochodowe niż w Polsce.
- Priorytetem pozostają Niemcy, gdzie Grupa rozpoczyna w Monachium swój największy projekt pod względem wartości i planuje kolejne w Düsseldorfie, Hamburgu, Zagłębiu Ruhry oraz Frankfurcie.
- Czynsze rosną like-for-like średnio o 15%, czyli powyżej inflacji, czemu sprzyja koncentracja na logistyce miejskiej i ograniczona konkurencja (Blackstone oraz przejmowane przez Prologis Segro).
- Przegląd opcji strategicznych, którego celem jest przyspieszenie wzrostu z obecnych 20-30% r./r., ma zakończyć się w ciągu najbliższych miesięcy. Rozważane jest m.in. pozyskanie partnera finansowego, natomiast emisja akcji przy NAV na poziomie 140 PLN/akcję jest mało prawdopodobna.
- Zarząd nie rozważa obecnie akwizycji, a plany regularnych emisji obligacji pozostają bez zmian.

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 13.5)

Wybór oferty Spółki zależnej o wartości 513 mln PLN netto w przetargu GDDKiA
- Przetarg dotyczy S11 Turowo-Podgaje.
- Drugą najniższą ofertę o wartości 515 mln PLN netto założyła Aldesa co daje odchylenie o ok. 0.3%
- Budżet zamawiającego wyniósł 738 mln PLN netto.

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 13.5)

Wybór oferty Spółki zależnej o wartości 213 mln PLN netto w przetargu GDDKiA
- Przetarg dotyczy Obwodnicy Limanowej – DK28.
- Drugą najniższą ofertę o wartości 215 mln PLN netto założył Primost Południe co daje odchylenie o ok. 1%
- Budżet zamawiającego wyniósł 325 mln PLN netto.

ATREM

Wybrano ofertę konsorcjum na budowę podstacji Pszczyna
- PGE Energetyka Kolejowa Operator wybrała ofertę konsorcjum Atremu i Projprzemu Budownictwo na zaprojektowanie i budowę podstacji Pszczyna;
- Wynagrodzenie Atremu ujęte w ofercie wynosi PLN 34.41mln brutto; zawarcie umowy wymaga odrębnego potwierdzenia.

ZUE

Portfel zamówień wynosi PLN 4.7mld netto
- Wartość portfela zamówień grupy wynosi PLN 4.7mld netto;
- Dodatkowo grupa złożyła najkorzystniejsze oferty w czterech postępowaniach o łącznej wartości PLN 317mln.

BIOTECH

SCOPE FLUIDICS (SCP PW; BUY; TP PLN 206)

Bacteromic podpisał umowę dystrybucyjną na rynek polski [lekko pozytywne]

- Umowa z DiagMed Dystrybucja obejmuje zakup i dystrybucję systemów BACTEROMIC oraz paneli testowych w Polsce;
- Kontrakt zawarto na dwa lata z automatycznym przedłużeniem na kolejne okresy roczne, o ile nie zostanie wypowiedziany;
- Wolumeny zakupów będą uzgadniane na bieżąco; wartości umowy nie ujawniono.

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

Nowe dane przedkliniczne platformy ONCO Prime w raku jelita grubego [neuralne]

- Spółka zaprezentowała dane wskazujące podatności nowotworów związane ze zmianami szlaków WNT i RAS/MAPK oraz potencjalne nowe cele terapeutyczne;
- Wybrane interwencje farmakologiczne wykazały aktywność w modelach in vitro; dane nie dotyczą skuteczności klinicznej u pacjentów.

SELVITA (SLV PW; BUY; PLN 35.0)

Backlog na 2026 r. wynosi PLN 330mln [lekko negatywne]

- Wartość zafakturowanych przychodów i zamówień na 2026 r. wynosiła PLN 330mln na 17 listopada wobec PLN 360mln w porównywalnym okresie rok wcześniej;
- Backlog Drug Development wynosi PLN 119mln, o 23% więcej r/r;
- Backlog Drug Discovery wynosi PLN 200mln, o 22% mniej r/r.

POLTREG (PTG PW; BUY; PLN 36.5)

Powołanie p. Macieja Gamrota na stanowisko CFO

- W latach 2021-2025 Pan Maciej Gamrot pełnił funkcję dyrektora finansowego i członka zarządu notowanej na GPW spółki Medicalgorithmics S.A., a wcześniej pełnił funkcje dyrektora finansowego i członka zarządu m.in. w Platige Image, Audiotece oraz spółce należącej do międzynarodowej grupy Arbonia.
- Przez kilkanaście lat związany był również z Grupą Agora, gdzie zajmował stanowiska menedżerskie w obszarze finansów, sprawozdawczości i audytu.

EUROPEAN COMPANIES

NKT / ELECTRICAL COMPONENTS

Wyniki 3Q26: perspektywy wzrostu zależą od uruchomienia nowych mocy

#Sytuacja rynkowa

- Popyt na kable wysokiego napięcia pozostaje mocny, a wartość projektów przyznanych na adresowalnym rynku Transmission wyniosła ok. 12mld EUR w 9M26 wobec ok. 10mld EUR w 1H26, z dominującym udziałem technologii DC
- Backlog Transmission spadł z 13mld EUR na koniec 2Q26 do 12,4mld EUR wskutek realizacji projektów, pozostając powyżej 10,2mld EUR na koniec 2025 i zapewniając widoczność przychodów na kolejne lata
- Ponad 95% backlogu przypada na europejskich operatorów systemów przesyłowych, a struktura zastosowań pozostaje bez zmian: ok. 70% interconnectors i 30% offshore wind
- Poza backlogiem pozostaje ok. 2,5mld EUR booking commitments, których konwersja opóźnia się przez brak pozwoleń i przesunięcia aukcji offshore wind
- Aktywność przetargowa utrzymuje się m.in. w Wielkiej Brytanii, Europie Środkowej i regionie Morza Śródziemnego, zarząd unika prognozowania rocznej wartości zamówień z uwagi na duże przesunięcia terminów poszczególnych projektów
- Distribution korzysta z mocnego popytu na kable średniego napięcia dla sieci dystrybucyjnych
- W Grid Solutions & Accessories aktywność w naprawach offshore i dostawach akcesoriów pozostaje wysoka

#Koszty i marże

- Marża EBITDA Transmission wzrosła z 16,5% do 19,5% r/r, jednak zarząd wyraźnie zastrzega, że rentowność osiągana w ostatnich dwóch kwartałach nie stanowi nowego poziomu odniesienia i pozostaje zależna od mixu
- Marża Grid Solutions & Accessories spadła z 20% do 17,4% wskutek wysokiej bazy związanej z ubiegłorocznym projektem naprawczym offshore
- Marża Distribution utrzymała się na poziomie 10,6% wobec 10,7% rok wcześniej, koszty ramp-upu nowych mocy ograniczyły efekt wzrostu sprzedaży
- Ramp-up zakładu Asnæs w Danii wydłużył się przez opóźnienia uruchomienia części maszyn oraz odejścia pracowników, a problemy sprzętowe są w większości rozwiązane, a rekrutacja i szkolenia nadal ograniczają tempo zwiększania wolumenów
- Koszty przygotowania i uruchamiania nowych mocy mają obniżyć marżę EBITDA grupy w 2026 o maks. 2pp
- Zarząd ocenia ryzyko powtórzenia problemów Asnæs w Karlskronie jako ograniczone, wskazując na innych dostawców maszyn, odmienny lokalny rynek pracy i większą istniejącą bazę operacyjną

#Outlook/guidance

- Guidance na 2026 pozostaje na poziomie 2,65-2,75mld EUR przychodów przy standardowych cenach metali i 400-430mln EUR operational EBITDA, a zarząd oczekuje obecnie wyniku EBITDA przy górnej granicy przedziału
- Transmission ma powrócić do wzrostu przychodów r/r w 4Q26, wspieranego przez większą aktywność instalacyjną, harmonogram produkcji, przy podtrzymaniu całorocznego spadku sprzedaży w tempie mid-single-digit
- Realizacja przychodów w 4Q pozostaje zależna od terminów prac instalacyjnych i pogody, co wraz z wolniejszym ramp-upem Distribution uzasadnia utrzymanie dotychczasowego przedziału guidance sprzedaży
- Wkład nowych mocy w Danii i Portugalii we wzrost przychodów Distribution w 2026 ma wynieść ok. 5-10%, zamiast wcześniej wskazywanego do 10%, a osiągnięcie pełnych wolumenów w Asnæs oczekiwane jest w 1Q27
- Dodatkowe moce średniego napięcia w Portugalii będą stopniowo uruchamiane w 4Q26, natomiast zarząd nie potwierdził sugerowanego w Q&A ponad 20% wzrostu Distribution w 2027 i przedstawi guidance na kolejny rok w lutym

- Nowa fabryka w Karlskronie ma rozpocząć komercyjny ramp-up najpóźniej w 2Q27, a drugi statek kablowy NKT Eleonora pozostaje na ścieżce do rozpoczęcia działalności w 2027
- Zarząd podtrzymuje oczekiwanie średniej wartości adresowalnego rynku Transmission powyżej 10mld EUR rocznie w latach 2024-2030 oraz korzystnej relacji popytu do podaży do końca dekady

EURm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	FY25	LTM
Revenue, standard metal pric	726	643	610	657	673	-7%	2%	2,702	2,583
Transmission	430	383	331	334	357	-17%	7%	1,563	1,405
Grid solutions & Accessorie	130	110	113	129	122	-6%	-5%	465	474
Distribution	208	197	212	239	226	9%	-5%	851	874
Revenue	936	847	864	947	966	3%	2%	3,565	3,624
EBITDA	119	85	97	104	111	-7%	7%	390	397
Transmission	71	64	50	67	70	-1%	4%	251	251
Grid solutions & Accessorie	26	7	19	20	21	-19%	5%	67	67
Distribution	22	18	22	27	24	9%	-11%	89	91
EBIT	87	48	63	69	74	-15%	7%	257	254
Net profit	67	97	61	52	74	10%	42%	275	284
Net debt / (Net cash)	-640	-963	-842	-591	-471	-	-	-963	-471
NWC	-1,093	-1,534	-1,524	-1,241	-1,059	-	-	-1,534	-1,059
Operating cash flow	68	573	54	-145	27	-60%	-	499	509
Investment cash flow	-170	-232	-146	-104	-154	-	-	-743	-636
Free cash flow	-102	341	-92	-249	-127	-	-	-244	-127
Organic growth	11%	-8%	-4%	-9%	-7%	-18%	2%		
Transmission	5%	-16%	-8%	-20%	-17%	-22%	3%		
Grid solutions & Accessorie	61%	25%	2%	15%	-7%	-68%	-22%		
Distribution	12%	9%	3%	1%	9%	-3%	8%		
EBITDA margin	16.4%	13.2%	15.9%	15.8%	16.5%	0.1%	0.7%	14.4%	15.4%
Transmission	16.5%	16.7%	15.1%	20.1%	19.6%	3.1%	-0.5%	16.1%	17.9%
Grid solutions & Accessorie	20.0%	6.4%	16.8%	15.5%	17.2%	-2.8%	1.7%	14.4%	14.1%
Distribution	10.6%	9.1%	10.4%	11.3%	10.6%	0.0%	-0.7%	10.5%	10.4%
EBIT margin	9.3%	5.7%	7.3%	7.3%	7.7%	-1.6%	0.4%	7.2%	7.0%
Net profit margin	7.2%	11.5%	7.1%	5.5%	7.7%	0.5%	2.2%	7.7%	7.8%

Source: Company, Trigon

OTHER INFORMATION

KERNEL

Sąd administracyjny w Luksemburgu oddalił wniosek o wstrzymanie decyzji CSSF ustalającej cenę w procedurze sell-out na PLN 19.93 za akcję. Żądania wykupu można składać do 29 grudnia, a końcowe rozliczenie jest planowane na 4 stycznia 2027 r. Postępowanie o uchylenie decyzji nadal trwa.

MEDICALGORITHMICS

Dzień prawa poboru akcji serii R ustalono na 30 listopada. Zapisy podstawowe i dodatkowe mają potrwać od 1 do 22 grudnia, a przydział w wykonaniu prawa poboru zaplanowano na 5 stycznia 2027 r. Harmonogram ma charakter orientacyjny.

RYNEK MIESZKANIOWY

Sejm przyjął poprawki Senatu do ustawy regulującej najem krótkoterminowy; ustawa trafi do prezydenta. Możliwość wprowadzania zakazów przez wspólnoty, spółdzielnie i gminy ma obowiązywać od 1 stycznia 2028 r. Pozostałe przepisy, obejmujące m.in. rejestrację obiektów, mają wejść w życie po 14 dniach od ogłoszenia.

INSIDER TRADING

MOL

Unity Asset Management Foundation, podmiot blisko związany z Sándorem Csányim, sprzedała 18 listopada 14 898 akcji po średniej cenie HUF 4905. Martin Roman, członek rady dyrektorów, sprzedał 18 listopada 19 200 akcji po średniej cenie HUF 4901.

MENNICA POLSKA

Multico, podmiot blisko związany ze Zbigniewem Jakubasem, nabyło 18 listopada 4260 akcji po średniej cenie PLN 37.79.

POLIMEX MOSTOSTAL

Enea, podmiot blisko związany z Grzegorzem Kinelskim, sprzedała 16 listopada 91 408 akcji po średniej cenie PLN 6.8728 oraz 17 listopada 103 592 akcji po średniej cenie PLN 6.77.

ERBUD

Wolff & Müller Holding wniosła 17 listopada aportem 261 887 akcji do Wolff & Müller Baubeteiligungen. Bezpośredni udział tej drugiej spółki w kapitale i głosach wzrósł z 30.12% do 32.31%. Był to transfer wewnątrz grupy.

ONDE

Agnieszka Głowacka, wiceprzewodnicząca rady nadzorczej, sprzedała 18 listopada 19 000 akcji po PLN 8.

BLOCK TRADES

COGNOR
Wolumen: 250 tys. akcji @ 4.50 PLN
0.11% kapitału

POLWAX
Wolumen 150 tys. akcji @ 0.61 PLN
0.24% kapitału

BONDS

PHN
Spółka rozważa emisję obligacji serii G w 4Q26, zależnie od warunków rynkowych. Wartości emisji nie ustalono.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

BANK HANDLOWY
Ignacio Gutierrez-Orrantia zrezygnował z funkcji członka rady nadzorczej ze skutkiem na 31 grudnia 2026 r.

POLTREG
Maciej Gamrot objął funkcję dyrektora finansowego na podstawie umowy o współpracy zawartej 19 listopada 2026 r.

VOTUM
Piotr Krysiak zrezygnował z rady nadzorczej ze skutkiem na 19 listopada. Powodów nie ujawniono.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

PEKAO
NWZA 19 listopada przyjęło zmiany zasad wynagradzania zarządu i rady nadzorczej, politykę równowagi płci i różnorodności oraz zmiany statutu.

BANK HANDLOWY
NWZA zwołano na 18 grudnia 2026 r. o godz. 10:00 w Warszawie przy ul. Senatorskiej 16. Projekty uchwał obejmują powołanie członków rady nadzorczej i przyjęcie polityki równowagi płci.

KOGENERACJA
NWZA zwołano na 16 grudnia; projekty uchwał obejmują zmiany statutu i przyjęcie polityki równowagi płci w organach spółki.

PKP CARGO
NWZA zwołano na 18 grudnia; projekty obejmują dostosowanie statutu do nowej klasyfikacji PKD oraz przyjęcie polityki równowagi płci w zarządzie i radzie nadzorczej.

VOTUM
NWZA zwołano na 16 grudnia; projekty obejmują zmiany statutu oraz powołanie członka rady nadzorczej.

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	141.4	17%	18,460	11.2	8.8	8.5	1.4	1.3	1.2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	37.0	13%	46,186	11.9	8.9	8.4	1.9	1.7	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	180.8	7%	26,749	11.9	9.3	8.5	1.5	1.3	1.3	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	31.9	0%	22,231	17.8	11.5	10.9	2.0	1.8	1.6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	112.2	15%	46,060	11.1	9.8	9.6	1.7	1.6	1.5	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	127	-1%	16,568	12.3	12.0	11.4	1.7	1.6	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	469.0	-10%	61,017	15.0	13.0	11.3	2.8	2.6	2.4	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	1,013.0	12%	192,520	10.9	10.4	10.0	1.5	1.5	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,685.0	-29%	71,693	18.2	14.2	13.2	2.8	2.5	2.2	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	23	-18%	28,435	18.8	11.5	10.8	2.4	2.0	1.8	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	186.7	3%	95,404	13.2	12.3	11.8	2.6	2.5	2.5	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	40,600.0	23%	11,368	10.0	8.4	8.0	1.8	1.7	1.5	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	263.4	9%	69,135	11.7	9.4	9.0	1.9	1.8	1.7	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	117.5	5%	146,925	13.4	10.1	9.5	2.4	2.2	2.0	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	802.4	-2%	81,997	15.0	12.2	10.9	2.3	2.1	2.0	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	315.1	49%	6,158	6.3	5.7	5.3	1.0	0.9	0.8	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	71.2	5%	61,500	9.9	9.5	9.1	1.6	1.5	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	106.6	28%	258	---	---	13.9	4.9	40.1	4.6	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	128.0	41%	2,240	8.1	8.7	9.1	5.7	6.0	6.0	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	15.9	30%	197	9.7	8.8	7.9	5.9	5.2	4.5	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	67.4	-4%	67,416	32.6	24.5	20.1	17.4	14.3	12.2	2%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	17.8	18%	449	9.7	9.8	9.0	4.5	4.2	3.9	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	9.2	-8%	2,020	29.6	18.0	15.7	4.9	4.9	4.8	1%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	23.3	27%	443	15.4	10.8	8.5	7.0	6.1	5.4	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65.0	50.4	29%	2,948	7.2	6.6	5.8	6.9	6.5	5.7	5%	7%	10%	---
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.0	18.3	48%	221	12.1	10.9	6.7	8.0	3.8	2.8	0%	0%	9%	---
Asbis	ASB	Buy	180.0	167.1	8%	9,274	12.1	10.1	8.6	8.0	7.1	6.4	1%	4%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	171.1	15%	3,624	23.7	20.0	17.7	11.8	10.2	8.8	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	220.5	4%	18,302	21.6	20.1	18.9	---	---	---	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81.0	75.0	8%	3,892	17.6	14.9	13.5	9.7	8.7	7.8	3%	3%	3%	---
Atal	1AT	Buy	80.0	60.9	31%	2,635	6.0	5.9	5.5	7.8	7.0	6.3	7%	13%	13%	---
Auto Partner	APR	Buy	34.5	28.5	21%	3,723	13.0	11.2	10.3	9.0	7.9	7.2	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	---	14.6	---	1,445	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	5,905.0	12%	19,493	19.7	16.0	15.4	11.9	9.9	8.7	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	66	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	20.2	89%	389	---	6.9	3.1	12.4	3.4	1.5	0%	0%	12%	---
Budimex	BDX	Buy	900.0	745.2	21%	19,025	25.5	21.8	18.5	15.1	13.2	11.3	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110.0	52.2	111%	332	---	7.7	---	---	4.6	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	272.0	19%	27,176	42.3	28.1	8.6	36.6	22.7	5.7	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	15.6	148%	843	8.3	85.1	28.9	132.1	13.0	9.3	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1,385	1,339	3%	720,368	19.8	20.3	22.6	8.2	8.0	8.3	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.34	2.4	-4%	532	152.2	8.1	7.1	21.5	3.1	3.0	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	371	21%	266	6.8	16.0	67.8	3.5	5.8	9.2	11%	14%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	698.0	35%	2,446	114.2	45.1	31.3	45.7	22.8	15.2	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	20.5	17%	4,579	49.4	26.3	12.7	7.3	6.6	5.2	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	98.5	12%	1,938	24.4	14.0	11.8	12.4	8.5	7.3	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	9.3	136%	9,324	8.2	6.8	5.8	5.9	4.7	3.8	0%	2%	6%	88

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
CTP	CTPNV	Buy	18.5	12.5	48%	6,274	14.1	5.4	4.5	16.4	8.7	7.9	---	---	---	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	12.4	52%	7,924	14.3	14.1	11.2	5.9	5.8	5.4	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	82.0	24%	967	35.2	25.4	18.0	18.9	14.7	10.9	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10.0	8.5	18%	3,990	8.8	8.1	8.0	8.1	7.7	7.5	9%	9%	9%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	148.8	22%	5,023	19.2	15.8	13.6	9.6	8.3	7.3	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	284.0	32%	1,297	20.7	15.4	12.1	9.8	7.8	6.6	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	37.5	8%	36,716	22.5	16.9	13.6	13.6	10.4	8.4	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	248.0	15%	6,398	9.2	8.4	7.7	7.8	6.9	6.1	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.4	29%	2,245	13.9	6.9	4.6	8.5	6.3	5.2	15%	15%	15%	---
Erbud	ERB	Buy	30.0	25.3	19%	301	---	10.4	10.9	5.0	5.3	4.2	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	21.8	18%	11,569	4.8	4.8	5.5	4.0	4.1	4.7	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	48.3	51%	847	60.6	14.3	13.2	4.0	3.9	3.8	7%	7%	8%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.7	---	658	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.2	15%	73	12.1	9.9	9.2	6.8	5.7	5.2	10%	10%	10%	---
Ferro	FRO	Buy	35	29	19%	625	9.5	8.8	8.0	6.5	6.2	5.7	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,474	13,600	-1%	2,535,040	11.7	9.2	8.2	5.6	5.7	4.7	4%	7%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	99.6	-15%	4,178	16.5	15.4	14.8	13.4	12.0	11.2	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62.0	53.4	16%	3,679	13.7	12.2	11.4	9.5	8.4	7.6	6%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3.0	2.3	33%	1,298	---	46.3	17.4	45.9	23.3	19.9	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	25.3	26%	716	2.8	3.2	3.8	1.6	2.0	2.5	68%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	178.4	-31%	285,159	22.4	21.6	20.6	8.5	8.5	8.4	4%	4%	5%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	58.4	1%	182,137	26.6	24.1	22.0	14.5	13.2	12.1	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,082.0	15%	15,330	14.2	12.1	10.5	10.0	8.7	7.5	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	19.2	9%	12,095	19.3	14.5	13.2	6.4	5.8	5.5	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	25.8	---	3,034	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,248.0	12%	12,306	17.9	15.6	12.2	11.7	10.3	8.8	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	255.8	36%	51,150	5.3	6.8	7.6	3.7	4.1	4.2	1%	1%	2%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	28,640	-2%	53,233	17.6	16.7	14.8	8.9	8.0	7.0	3%	3%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	7	110%	2,159	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	9	---	175	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	259.0	25%	476	0.8	3.8	2.7	1.3	2.8	2.1	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	44.3	42%	463	11.5	5.9	---	8.3	3.9	---	39%	104%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	11.0	22%	1,215	9.7	9.6	8.2	6.3	6.5	5.2	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	93.0	40%	2,232	8.6	5.6	4.3	10.6	8.9	7.5	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	425.0	0%	1,493	14.0	13.1	12.6	9.5	8.9	8.5	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	117.3	-27%	9,031	---	34.9	22.4	14.7	8.2	6.7	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	4,754.0	13%	3,573	5.4	5.9	7.2	3.1	3.1	3.2	7%	8%	8%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	5.4	109%	134	---	1.5	---	---	0.5	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	38	37%	1,563	5.8	5.4	5.6	6.3	5.9	5.9	13%	13%	14%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	103.2	70%	12,333	21.5	14.0	11.3	5.3	4.4	3.4	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	716.0	13%	3,324	15.9	13.9	12.5	8.5	7.6	6.7	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	8.0	12%	437	32.2	16.5	13.9	9.1	7.0	6.0	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	103.8	54%	1,173	13.7	11.9	10.6	8.4	7.6	6.9	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	16.5	15%	21,687	18.7	16.5	13.9	5.8	5.6	5.2	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	125.9	38%	146,163	4.9	5.3	6.0	2.7	2.8	3.2	6%	9%	9%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	61.6	26%	1,248	9.9	10.5	8.9	5.0	4.4	3.9	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	3.0	---	138	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	156.6	---	78,300	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.2	---	202	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	52.1	-3%	27,399	16.9	15.1	13.9	7.7	7.0	6.5	---	---	---	57

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
PGE	PGE	Hold	18.8	16.3	15%	36,550	5.6	6.2	7.1	4.0	4.6	4.8	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	243.5	64%	1,623	10.9	8.5	8.4	6.7	4.8	4.8	7%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	65.7	51.2	28%	3,954	35.7	30.1	37.2	11.8	10.6	10.8	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.6	76%	1,720	13.0	11.7	10.2	4.6	3.5	2.8	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	18.3	99%	108	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Porr	POS	Buy	40.0	33.9	18%	1,329	9.7	8.9	8.2	2.1	2.0	1.9	3%	4%	4%	88
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	112.8	60%	1,641	8.6	8.4	7.6	5.9	5.5	4.7	8%	6%	7%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	711.1	114%	33,272	21.8	14.5	10.8	11.9	8.1	6.2	1%	2%	3%	75
Robyg	ROB	Buy	40.0	28.0	43%	3,039	7.6	6.2	5.6	7.4	6.5	5.9	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.7	16.9	100%	390	---	12.1	41.6	---	6.2	12.5	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	605.1	24%	328,801	38.7	26.7	21.6	21.4	15.6	12.8	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	206	135.2	52%	428	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35.0	16.2	116%	307	---	40.0	19.8	7.9	7.0	5.2	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	84.8	18%	1,070	13.4	10.8	10.6	7.8	6.6	6.3	---	---	---	---
Strabag	STR	Buy	145.0	104.2	39%	12,029	11.9	10.6	9.9	4.2	3.7	3.5	3%	3%	3%	68
Synektik	SNT	Hold	378	316.0	20%	2,695	15.2	13.1	12.0	10.3	8.5	7.5	3%	5%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	9.2	27%	16,053	6.8	6.5	6.7	5.5	5.5	5.6	2%	2%	2%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102.4	85.3	20%	552	12.1	9.2	6.5	7.4	5.7	3.9	12%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	55.7	53%	1,279	13.2	10.0	6.6	6.0	3.8	2.1	6%	4%	5%	---
Toya	TOA	Buy	17.5	12.9	36%	952	9.4	8.4	6.7	8.1	7.4	6.0	10%	0%	14%	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	328.3	---	452,985	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	148.6	23%	1,218	7.4	11.9	9.8	6.2	6.6	6.1	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	129.0	21%	2,867	24.7	19.3	15.6	17.7	13.8	11.0	2%	2%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	522.0	42%	525	44.5	24.5	13.8	16.7	13.2	8.2	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	152.6	19%	1,603	14.8	15.1	13.0	8.4	8.4	7.4	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.3	24%	1,252	10.5	9.1	8.3	5.1	4.7	4.4	1%	4%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	53.8	21%	1,602	10.7	14.4	12.7	5.8	5.1	4.8	19%	4%	4%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	10.6	-30%	195	17.7	15.2	15.1	4.1	4.5	4.2	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	11.0	---	1,141	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Hold	155.7	113.7	37%	13,363	8.7	9.4	8.1	5.4	5.6	4.5	4%	9%	8%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	67.7	---	200	---	---	---	---	---	---	---	---	---	
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.9	4%	31,965	26.4	19.4	15.8	8.9	7.6	6.7	---	---	---	

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

TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepcja@trigon.pl

LinkedIn
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński *Managing Director*

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

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