TRIGON

26 November 2026

Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS
ATAL: Wyniki 3Q26: zgodne z oczekiwaniami, mocny OCF [lekko pozytywne]
CREOTECH INSTRUMENTS: Wyniki za 3Q26: Przychody powyżej oczekiwań, EBIT poniżej konsensusu i dodatni OCF [neutralne]
VOXEL: Wyniki 3Q26: rekordowa marża EBITDA dzięki mocnej kontrybucji IT & Infrastruktury; diagnostyka odbudowuje wolumeny q/q, ale pozostaje pod presją cen NFZ [lekko pozytywne]
ŚNIEŻKA: Wyniki 3Q26: poniżej oczekiwań na wszystkich liniach, mocny FCF [lekko negatywne]
CI GAMES: 3Q26 Results Review: Nieco poniżej naszych oczekiwań, czekamy na TGA i kwietniową premierę [lekko negatywne]
11 BIT STUDIOS: 3Q26 Results Review: Nieco powyżej oczekiwań, story bez zmian, ale wycena atrakcyjniejsza [lekko pozytywne]
MEDICALGORITHMICS: Wyniki 3Q26: wzrost EBITDA do 1,9mln PLN i dodatni EBIT; strata netto pod wpływem niegotówkowych kosztów konwersji pożyczki BioFund [neutralne]
XTPL: Wyniki za 3Q26
REX CONCEPTS: Wyniki 3Q26: skorygowana EBITDA 33.7 mln PLN
INSTAL KRAKÓW: Korekta raportu 3Q26: zmiana prezentacji pozostałych całkowitych dochodów

FINANCIALS
PZU / PEKAO: Wygaśnięcie dokumentów dotyczących reorganizacji grupy PZU
ERSTE BANK POLSKA: Obniżenie ceny w wezwaniu z 800 PLN do 713.60 PLN
ERSTE BANK POLSKA: Spełnienie warunku minimalnej liczby akcji w wezwaniu
RYNEK UBEZPIECZEŃ: PIU: wzrost składki o 7.7% r/r po trzech kwartałach
POLITYKA FISKALNA: KE wstrzymuje dalsze kroki w procedurze nadmiernego deficytu wobec Polski

OIL, GAS & CHEMICALS
ORLEN: Odwołanie Jędrzejczyka (CFO) i Balawejdera (C&P) z zarządu

UTILITES & MINING
PGE: Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]
ONDE: Wygaszenie segmentu drogowego i zwolnienia grupowe do 125 osób [lekko pozytywne]

CONSUMER
ŻABKA GROUP: Couche-Tard podtrzymuje ostateczną cenę 32 PLN w wezwaniu
E-COMMERCE: Wyniki Shein w 3Q26: sprzedaż w Europie -28% r/r w 3Q26, odbicie oczekiwane dopiero w 2H27

TMT
CYBER_FOLKS: Udostępnienie asystenta AI robo_Folks z funkcją głosową

GAMING
HUUUGE: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Dobry start Huuuge Heist, dalsza przestrzeń do poprawy DTC [lekko pozytywne]
BLOOBER TEAM: Podsumowanie czatu inwestorskiego
CREEPY JAR: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Premiera 1.0 StarRupture w 2H26, więcej contentu pojawi się przy jej okazji [lekko negatywne]

INDUSTRIALS
MO-BRUK: Przejęcie pozostałych 5% udziałów w El-Kajo [neutralne]
APATOR: Kara UOKiK dla Apator Metrix w wysokości 23.1 mln PLN [negatywne]
GRUPA WB / RYNEK DEFENCE: Umowa licencyjna z Łukasiewiczem na technologię zwiększającą zasięg amunicji 155 mm
ZREMB-CHOJNICE: Term sheet dotyczący przyszłych dostaw kontenerów o wartości >100mln PLN dla podmiotu z branży zbrojeniowej
SATIM / RYNEK SPACE: Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu Satim, oczekiwany 5-10x wzrost przychodów w 2026 roku - Pb
TECHNOLOGIE KWANTOWE / UE: KE proponuje Quantum Act i fundusz technologiczny o docelowej skali 50mld EUR
PRZEMYSŁ ENERGOCHŁONNY: W październiku PSE po raz pierwszy od 8 miesięcy odnotowały spadek 0,75% r/r krajowego zużycia energii
RYNEK SPACE: Zgoda FCC na konstelację do 1 mln satelitów SpaceX pełniących funkcję orbitalnych centrów danych - Reuters

CONSTRUCTION & REAL ESTATE
PORR: Podpisanie umowy o wartości 140 mln EUR na farmę wiatrową w Rumunii dla Premier Energy
DEVELIA: 164 mieszkania w projekcie Lewandów Vita w Warszawie
MURAPOL: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [pozytywne]
PEKABEX: Umowa generalnego wykonawstwa Squarebizz Warszawa Okęcie
VINCI: VINCI Concessions zwiększa udział w LISEA do 50.04%
SKANSKA: Dodatkowe zlecenie o wartości 275mln USD na budowę centrum danych w USA

BIOTECH
MEDICOVER: Finalizacja sprzedaży Medicover Hospitals India do KKR [neutralne]
MOLECURE: MS Galleon zapewni PLN50m finansowania OATD-01 do zakończenia II fazy w zamian za 46% przyszłych przychodów z komercjalizacji projektu – istotna redukcja ryzyka finansowania i możliwość maksymalizacji wartości partneringu [lekko pozytywne]
SYNTHAVERSE: Odnowienie rejestracji Distreptazy w Kazachstanie

EUROPEAN COMPANIES
INDRA SISTEMAS / DEFENCE: Capital Market Day: obronność i AI zwiększają potencjał wzrostu [pozytywne]
NORSK HYDRO / MATERIALS: Wyniki 3Q26: Restarty hut i restrukturyzacja wspierają wzrost, jednak gaz pozostaje ryzykiem [neutralne]

TRIGON DM COVERAGE
RECOMMENDATIONS
CORPORATE CALENDAR
FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

ATAL (1AT PW; BUY; TP PLN 80)

Wyniki 3Q26: zgodne z oczekiwaniami, mocny OCF [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	383	494	315	445	755	97%	70%	735	745
Gross profit	108.6	130.4	92.6	158.4	214.3	97%	35%	213.1	
EBITDA	100.1	121.2	76.4	139.1	194.7	94%	40%	191.3	195.0
EBIT	98.8	120.0	75.2	137.9	193.5	96%	40%	190.1	194.0
Net profit	74.1	91.8	55.3	106.8	149.4	102%	40%	150.5	152.7
Gross margin	28.4%	26.4%	29.4%	35.6%	28.4%	0.0pp	-7.2pp	29.0%	
Rev. per apartment (PLNk)	587	615	630	868	673	15%	-22%	655	
Handovers (apartments)	652	803	500	513	1,122	72%	119%		
Pre-sales (apartments)	425	534	639	908	996	134%	10%		
Net Debt	1,905	1,926	1,962	1,757	1,628	-15%	-7%		
OCF	-160	-21	1	260	238	-	-9%		
P/E12M trailing	15.1	11.6	9.9	7.9	6.4				
EV/EBITDA 12M trailing	17.9	13.6	12.1	10.0	8.0				
EBITDA margin	26.2%	24.5%	24.3%	31.2%	25.8%	-0.4pp	-5.4pp	26.0%	26.2%
EBIT margin	25.8%	24.3%	23.9%	31.0%	25.6%	-0.2pp	-5.3pp	25.9%	26.1%
Net profit margin	19.4%	18.6%	17.6%	24.0%	19.8%	0.4pp	-4.2pp	20.5%	20.5%

Source: Company, Trigon

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

Wyniki za 3Q26: Przychody powyżej oczekiwań, EBIT poniżej konsensusu i dodatni OCF [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**15.5**	**68.2**	**18.0**	**68.6**	**29.3**	**89%**	**-57%**	**23.4**	**25.9**
Grants	1.4	1.4	1.1	1.3	1.6	19%	21%	1.2	
Products, incl:	14.2	66.9	16.8	67.3	27.7	96%	-59%	22.2	
Space	13.7	64.8	16.0	66.3	26.8	96%	-60%	21.3	
Electronics	0.1	0.9	0.2	0.9	0.8	+	-13%	0.6	
Operating costs	21.9	46.2	28.4	59.2	42.6	95%	-28%	39.4	
Employment costs	7.4	20.2	10.4	18.8	16.4	123%	-13%	20.1	
Services & materials*	12.5	23.2	14.5	33.7	16.7	34%	-50%	13.4	
EBITDA	**-5.1**	**24.8**	**-7.0**	**13.5**	**-7.5**	**-**	**-**	**-11.6**	**-5.6**
adj. EBITDA	**-5.1**	**25.1**	**-4.5**	**16.0**	**-5.3**	**-**	**-**	**-9.4**	
Space	2.4	32.5	0.5	22.9	2.9	21%	-88%	1.2	
Electronics	0.1	0.3	0.1	0.1	-1.0	-	-	0.1	
EBIT	-6.3	21.0	-10.4	9.5	-13.5	-	-	-16.0	-9.7
Net profit**	**-6.6**	**14.4**	**-8.4**	**8.7**	**-6.3**	**-**	**-**	**-13.5**	**-6.9**
adj. Net profit**	**-6.6**	**14.6**	**-6.3**	**11.1**	**-4.1**	**-**	**-**	**-11.7**	
EBITDA margin	-	36.4%	-	19.7%	-	-	-	-	-
Space *(products)*	17.2%	50.1%	2.9%	34.5%	10.6%	*-7pp*	*-24pp*	5.7%	-
EBIT margin	-	30.8%	-	13.8%	-	-	-	-	-
Net profit margin	-	21.1%	-	12.7%	-	-	-	-	-
OCF	-25.7	17.9	-36.4	-42.0	6.2	-	-	-3.5	
Net debt	-80.9	-94.1	-53.1	-5.4	-341.8	-	-	-464.1	
Cash & equivalents	102.4	115.0	74.2	29.4	365.3	257%	1143%	488.1	
adj. P/E12M trailing	-	118.9	324.5	136.5	114.1				
adj. EV/EBITDA 12M trailing	595	48.1	71.3	55.0	44.6				
EV/Sales 12M trailing	18.3	10.9	11.5	10.2	7.6				

*Source: Company, Trigon; *Third-party services & energy, material costs, **Cont. Operations*

#Outlook i projekty

- W listopadzie przekazano Centrum Kontroli Misji oraz Segment Użytkownika Mikroglobu i uzyskano zatwierdzenie dokumentacji D3, przypisane tym dostawom i dokumentacji wynagrodzenie wynosi łącznie 73,6 mln PLN netto, zakończono fazę D i trwa ostatnia faza E1;
- Dodatkowe 26,0 mln PLN wynagrodzenia dotyczy wsparcia technicznego segmentu naziemnego przez 24 miesiące;
- Po zakończeniu kwartału utworzono spółki zależne w Bremie i Paryżu, z udziałem Creotech wynoszącym 100%, oraz w Atenach, gdzie Creotech posiada 80%, a lokalny partner Geosystem Hellas 20%;

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	150,363	-1.6%	-5%	35%
WIG20	3,981	-1.9%	-5%	33%
mWIG40	10,172	-0.7%	-6%	27%
sWIG80	27,602	-1.0%	-9%	-5%
PX (Prague)	2,550	-1.8%	-2%	3%
BUX (Budapest)	135,234	-2.0%	-6%	23%
BET (Bucharest)	33,574	-1.0%	-2%	47%
BIST30 (Istanbul)	13,364	-2.9%	-4%	12%
DAX	24,702	-1.3%	-3%	4%
FTSE 100	10,427	-0.4%	-3%	8%
STOXX Europe 600	626	-1.1%	-2%	9%
S&P 500	7,183	-0.3%	-7%	5%
NASDAQ 100	26,047	-0.6%	-12%	3%
Nikkei 225	57,440	-2.8%	-8%	16%
Shanghai Comp	3,464	-2.0%	-6%	-10%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.6%	-5.9	-37.2	100.3
PL 10Y bond yield	6.1%	-3.4	-24.3	94.1
CZ 10Y bond yield	5.3%	-3.1	-12.9	66.8
HU 10Y bond yield	5.5%	2.0	-12.0	-156.0
RO 10Y bond yield	7.2%	0.3	6.8	30.4
WIBOR 3M	3.9%	1.0	1.0	-32.0
EURIBOR 3M	2.8%	-1.5	12.8	73.5

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	4.08	0.1%	3.4%	10%
EUR/PLN	4.47	0.0%	1.5%	5.4%
EUR/USD	1.10	-0.1%	-1.9%	-5.5%
GBP/PLN	5.34	0.0%	-1.6%	-9.5%
CZK/PLN	0.18	0.0%	-1.2%	-4.3%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.2%	-7.8%
RON/PLN	0.84	0.0%	-1.6%	-0.7%
CNY/PLN	0.61	-0.3%	-3.5%	-15.7%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,566	0.9%	-11%	-14%
Silver (USD/toz)	41.4	0%	-23%	-22%
Copper (USD/t)	11,650	-1.5%	-19%	8%
Zinc (USD/t)	3,392	-1.2%	-9%	13%
Molybdenum (USD/lb)	34.5	0.3%	5%	58%
Iron ore (USD/t)	91	0.2%	0%	-14%
HCC (USD/t)	250	-0.1%	-4%	12%
HRC EU (EUR/t)	795	2.6%	6%	30%
Brent crude oil (USD/bbl.)	94.8	0.1%	-18%	50%
CO2 (EUR/t)	82.2	-0.8%	-5%	-2%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	86.5	-6%	-7%	195%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	145	-1.2%	-6%	66%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	588	0.9%	3%	31%
Shanghai Freight Index	3,504	-1.9%	-5%	141%

- We wrześniu zawarto umowę przedwstępną zakupu dwóch działek pod zakład produkcyjny za 20,1 mln PLN.

VOXEL (VOX PW; BUY; PLN 189.7)

Wyniki 3Q26: rekordowa marża EBITDA dzięki mocnej kontrybucji IT & Infrastruktury; diagnostyka odbudowuje wolumeny q/q, ale pozostaje pod presją cen NFZ [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	143	156	157	185	156	9%	-16%	154	160
Diagnostics	112	117	118	103	109	-3%	6%	116	
IT & Infrastructure	32	44	40	84	47	45%	-44%	40	
Eliminations & Other	-2	-5	-1	-2	-1	-	-	-2	
EBITDA	51	48	57	58	64	27%	11%	53	53
adj. EBITDA	51	50	57	60	66	30%	13%	54	
EBIT	37	34	43	43	49	34%	14%	38	38
adj. EBIT	37	38	44	43	51	-24%	-36%	38	
Net profit	28	25	32	33	37	35%	15%	32	28
adj. Net profit	27	24	31	32	39	-26%	-37%	30	
OCF	45	31	30	81	52	16%	-36%		
Cash & equivalents	20	13	17	35	66	222%	88%		
P/E12M trailing	16.5	17.2	16.0	14.5	13.4				
EV/EBITDA 12M trailing	10.0	10.0	9.4	8.5	7.7				
EBITDA margin	35.5%	30.9%	36.4%	31.5%	41.4%				
adj. EBITDA margin	35.6%	31.9%	36.5%	32.3%	42.5%				
EBIT margin	25.6%	21.8%	27.0%	23.3%	31.5%				
adj. EBIT margin	25.6%	24.4%	27.9%	23.3%	32.5%				
Net profit margin	19.3%	15.9%	20.3%	17.6%	24.0%				
adjj. Net profit margin	19.0%	15.5%	20.0%	17.2%	25.1%				

Source: Company, Trigon, PAP for consensus. Note: EBITDA adjusted for losses on disposal and liquidation of fixed assets, and other one-offs.

- Przychody: Diagnostyka: 109,0mln PLN (-3% r/r; +6% q/q), w tym Voxel 101,4mln PLN (+1% r/r), Scanix 6,8mln PLN (-27%) i Rezonans Powiśle 2,0mln PLN (-47%). Spadek związany z niższymi wycenami TK/MR, pogorszeniem mixu MR i modernizacją pracowni. **IT & Infrastruktura:** 47,1mln PLN (+45% r/r; -44% q/q), w tym Alteris 43,0mln PLN (+49% r/r) i Radpoint 14,4mln PLN (+275% r/r). Wzrost wspierany realizacją projektów IT i inwestycjami szpitalnymi finansowanymi z KPO. **Terapia / Exira: 3,7mln PLN (+4% r/r), przy wzroście liczby terapii.**

- Diagnostyka / wolumeny i pricing: Liczba kluczowych badań TK/MR/PET/SPECT wyniosła ok. 116 tys. (-5% r/r; +9% q/q), w tym TK 35,8 tys. (+5% r/r), MR 69,4 tys. (-11%), PET 5,9 tys. (+18%) i SPECT 4,8 tys. (stabilnie r/r). Kontynuowano rozwój PET-PSMA, choć część wzrostu PET wynikała z reklasyfikacji badań SPECT.

- Przychody z kluczowych badań spadły o 6% r/r wobec spadku wolumenów o 5%, pod wpływem 50% refundacji nadwykonań TK/MR oraz słabszego mixu MR. EBITDA jednostki Voxel wyniosła 40,5mln PLN (-7% r/r), w tym wynik z kluczowych badań obniżył się o 3,6mln PLN (-9% r/r).

- Koszty i rentowność: Marża brutto wyniosła 38,6% (+7,8 p.p. r/r), a SG&A 10,1mln PLN (+22% r/r), głównie przez wyższe koszty usług obcych.

- EBITDA: 64,4mln PLN (+27% r/r; +11% q/q), marża 41,4% (+5,9 p.p. r/r). EBITDA skor. wyniosła 66,1mln PLN (+30% r/r), po wyłączeniu głównie kosztów likwidacji zapasów (1,7mln PLN).

- EBITDA segmentów: Diagnostyka 46,5mln PLN (-9% r/r; marża 42,7%), Terapia 1,7mln PLN (+15%; marża 46%), IT & Infrastruktura 26,7mln PLN (+418%; marża 56,6% wobec 15,7% rok wcześniej). Poprawa IT wynikała z korzystnego mixu projektów. Wyłączenia i koszty nieprzypisane wyniosły -10,4mln PLN.

- Cash flow / bilans: OCF 51,9mln PLN (+16% r/r), CAPEX 11,6mln PLN. Za 9M26 OCF wyniósł 162,1mln PLN (+88% r/r), przy CAPEX 64,2mln PLN.

- Dług netto z MSSF16 100,6mln PLN (-23,1mln PLN q/q), bez MSSF16 41,9mln PLN. Net debt/EBITDA LTM ok. 0,4x.

- Outlook 4Q26–2027: Diagnostyka: Rozwój badań wysokospecjalistycznych, PET-PSMA i usług komercyjnych. Voxel pozyskał 11 kontraktów NFZ na niskodawkową TK w programie profilaktyki raka płuca, obejmujących pięć województw.

- IT & Infrastruktura: Kontynuacja projektów Alteris związanych z modernizacją szpitali i PUI. Backlog Alteris na 2026 wynosi ok. 185mln PLN wobec 130mln PLN rok wcześniej, a Radpoint 23mln PLN wobec 15mln PLN.

- Radiofarmacja: Rozpoczęcie komercyjnej produkcji V-PET w nowym zakładzie w Katowicach planowane na przełom 1Q/2Q27, po zakończeniu procedur regulacyjnych.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2088	2618.3	2618.2	2561.7	80%
WIG20	1680.4	2171.7	2138.3	2124.9	79%
WIG40	308.3	423.7	423.1	385.7	73%
sWIG80	66.9	58.5	60.7	59.0	110%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	484	ASB	91.6	SCW	11.3
KGH	360.7	XTB	58.6	CRQ	5.3
PKN	313.8	BFT	34.8	LWB	3.6
PKO	294.1	ACP	27.2	DIG	3.4
PZU	138.0	CRI	19.1	TOR	3.1
PEO	101.3	JSW	14.5	ELT	2.8
LPP	88.9	OPL	12.6	BMC	2.8
EBP	82.6	CPS	11.0	COG	2.5
MDV	67.6	MIL	10.3	DAT	2.2
DNP	63.9	SNT	9.1	ZEP	2.0

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
KTY	156%	PEP	203%	SCW	391%
PKN	149%	CRI	202%	QRS	317%
KGH	148%	EAT	199%	HUG	310%
MDV	139%	MBR	181%	ELT	238%
ALE	130%	MUR	175%	SVE	232%
PZU	117%	ASB	167%	APT	220%
EBP	115%	VOX	163%	CRQ	196%
KRU	115%	WPL	163%	SEL	193%
ZAB	113%	BHW	130%	TOR	192%
ALR	96%	DIA	115%	MNC	192%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best			WIG20		Worst
MDV	119	2.2%	KGH	226	-4%
PGE	15	1.8%	PKO	108	-3.5%
KTY	1,221	1.8%	PKN	117	-3.5%
DNP	37	1.0%	PEO	245	-3.0%
LPP	27,540	0.6%	MBK	1,571	-2.8%
Best			mWIG40		Worst
JSW	24.5	7.4%	ASB	135.6	-10%
MUR	36.4	4.3%	CRI	608.0	-4.7%
VRC	128.6	1.4%	VOX	135.6	-3.4%
BFT	6,540.0	1.3%	WPL	50.3	-3.3%
TXT	36.8	1.2%	BNPPPL	171.0	-3.2%
Best			sWIG80		Worst
ZRE	8.3	12.4%	SCW	244.0	-21%
SVE	2.4	6.2%	CTX	45.0	-8.2%
LWB	23.5	4.5%	DAT	85.3	-7.1%
HUG	25.6	4.1%	APT	20.0	-5.8%
MRC	58.4	3.7%	ROB	27.5	-4.7%

ŚNIEŻKA (SKA PW; BUY; TP PLN 100)

Wyniki 3Q26: poniżej oczekiwań na wszystkich liniach, mocny FCF [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	254.4	137.8	164.8	215.6	249.0	-2%	16%	264.4	259.0
EBITDA	64.7	12.6	28.7	39.1	56.9	-12%	46%	62.7	63.1
EBIT	55.1	2.9	18.6	29.3	47.6	-14%	62%	52.7	53.3
Net profit	39.9	1.4	13.8	20.7	35.8	-10%	73%	38.9	39.4
Gross Margin	52.9%	50.9%	52.7%	52.3%	51.6%	-1.2pp	-0.7pp	52.3%	
SG&A ratio	30.8%	49.4%	41.1%	38.6%	32.0%	1.2pp	-6.6pp	32.6%	
OCF	77	48	-16	5	85	10%	1623%		
FCF	71	42	-22	0	80	14%	+		
Net Debt	157	133	156	227	148	-6%	-35%		
P/E12M trailing	13.8	14.4	13.8	13.5	14.3				
EV/EBITDA 12M trailing	8.0	8.1	8.1	8.6	8.6				
EBITDA margin	25.4%	9.1%	17.4%	18.1%	22.9%	-2.6pp	5pp	23.7%	24.4%
EBIT margin	21.7%	2.1%	11.3%	13.6%	19.1%	-2.6pp	6pp	19.9%	20.6%
Net profit margin	15.7%	1.0%	8.4%	9.6%	14.4%	-1.3pp	5pp	14.7%	15.2%

Source: Company, Trigon

CI GAMES (CIG PW; SELL; PLN 2.34)

3Q26 Results Review: Nieco poniżej naszych oczekiwań, czekamy na TGA i kwietniową premierę [lekko negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E
Revenues	10.7	21.9	13.6	24.4	10.1	-6%	-59%	13.3
EBITDA	-2.5	10.8	6.9	14.9	4.3	-	-71%	5.8
adj. EBITDA	-2.5	10.8	6.9	14.9	4.3	-	-71%	5.8
EBIT	-9.9	3.5	1.7	9.6	-1.0	-	-	0.4
Net profit	-10.0	3.5	-1.6	9.9	-2.1	-	-	-0.4
Adj. Net profit	-10.0	3.5	-1.6	9.9	-2.1	-	-	-0.4
OCF	6.9	2.6	21.6	-36.8	2.5			5.8
Net debt	23.0	41.9	41.5	33.3	55.9			90.2
P/E 12M trailing	-	160	648	313	56			48
EV/EBITDA adj. 12M trailing	22.7	18.1	18.6	19.3	16.3			16.6
EBITDA margin	-	49.3%	50.9%	60.8%	42.5%			43.5%
EBIT margin	-	15.8%	12.1%	39.1%	-			2.8%
Net profit margin	-	15.9%	-	40.4%	-			-

Source: Company data, Trigon

11 BIT STUDIOS (11B PW; HOLD; TP PLN 136)

3Q26 Results Review: Nieco powyżej oczekiwań, story bez zmian, ale wycena atrakcyjniejsza [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons
Revenues	44.1	39.7	19.8	25.3	35.0	-21%	39%	31.6	32.3
EBITDA	25.7	17.4	5.9	9.8	15.4	-40%	58%	13.2	13.2
adj. EBITDA	25.7	17.4	5.9	10.7	15.4	-40%	44%	13.2	
EBIT	12.5	-8.7	-5.5	1.2	0.6	-95%	-44%	-0.8	-0.8
Net profit	13.5	-15.0	-2.8	1.8	1.4	-89%	-19%	0.2	0.3
Adj. Net profit	13.5	-10.7	-1.4	-0.2	0.9	-94%	-	-0.4	
OCF	27.4	35.2	15.4	6.1	3.6				
Net debt	-67.2	-90.2	-92.4	-84.2	-82.1				
P/E adj. 12M trailing	-	25.1	16.4	191.2	-				
EV/EBITDA adj. 12M trail.	2.6	2.3	2.2	2.7	3.3				
Adj. EBITDA margin	58.2%	43.9%	29.7%	42.4%	44.0%			41.9%	40.9%
EBIT margin	28.4%	-	-	4.6%	1.8%			-	-
Adj. Net profit margin	30.6%	-	-	-	2.5%			-	0.9%

Source: Company data, Trigon

#Wyniki

- W kwartale najważniejszym kontrybutorem do przychodów był Moonlighter 2 (ponad 9 mln PLN, łącznie z wynagrodzeniem za GamePass). Frostpunk 2 wygenerował 8.1 mln PLN (łącznie z wynagrodzeniem za Humble Choice), The Alters, wsparty premierą DLC 7.7 mln PLN;
- Koszty operacyjne w 3Q26 wzrosły o 9% y/y do 34.4 mln PLN, głównie za sprawą wyższej amortyzacji (14.8 mln PLN; +12.5% y/y), usług obcych (12.6 mln PLN; +16% y/y; w tym ponad 5 mln PLN koszty tantiem) oraz kosztów pracowniczych (5.8 mln PLN; +36% y/y);
- Wzrost amortyzacji do 14.8 mln PLN wynikał przede wszystkim z rozpoczęcia amortyzacji Moonlighter 2 oraz DLC do The Alters (40% wartości początkowej amortyzowane w pierwszych 90 dniach od premiery);
- Na poziom kosztów operacyjnych istotnie wpłynęły jednorazowe koszty reorganizacji w wysokości 1.7 mln PLN, w tym odprawy dla pracowników (1.25 mln PLN). Dodatkowo niższy poziom kapitalizacji kosztów produkcji gier (PLN 4.7m vs. PLN 6.6m w 3Q25) zwiększał obciążenie rachunku wyników;

- Gotówka netto na koniec 3Q wynosiła komfortowe 82.1 mln PLN (spadek o 2.1 mln PLN q/q), OCF 3.6 mln PLN, capex 7.1 mln PLN;

#Outlook i pipeline gier własnych

- Frostpunk 2 – premiera trzeciego i ostatniego płatnego DLC (The Surge) zaplanowana na 14 grudnia 2026 r., wsparta działaniami promocyjnymi całego portfolio;
- Frostpunk 1886 – spółka rozważa zwiększenie zakresu gry na premierę o zawartość pierwotnie planowaną w ramach płatnych DLC. Ostateczny scope projektu zdecyduje o terminie premiery, modelu biznesowym i pricingu. Intensyfikacja działań marketingowych planowana jest na połowę 2027;
- P12 – ukończono pierwszą grywalną wersję (first playable), która obecnie podlega ocenie zarządu;
- P13 (nowa gra w uniwersum Frostpunk) – prace przebiegają zgodnie z harmonogramem, osiągnięcie etapu first playable planowane jest na grudzień 2026;
- P14 – rozpoczęto wstępne prace nad nową autorską produkcją zespołu odpowiedzialnego za The Alters. Pierwszy istotny milestone zaplanowano na 3Q27;
- P15 (nowa odsłona This War of Mine) – projekt znajduje się na wczesnym etapie produkcji na Unreal Engine, osiągnięcie etapu vertical slice planowane jest na 2027;

#Działalność wydawnicza i partnerstwa

- Na 2027 spółka planuje trzy premiery gier zewnętrznych, w tym zapowiedzianego w październiku Volatiles (Team Instant Defeat);
- Crop (Carbonara Games) zgromadził już ponad 250k wishlist na Steam. Pozytywny odbiór zapowiedzi odnotował również Trainwatch, horror psychologiczny tworzony przez Harvester Games;
- Zawarta umowa dotycząca udostępnienia wybranych tytułów w Xbox Game Pass, w połączeniu z większą częstotliwością premier wydawniczych, powinna wspierać cash flow i stabilizację przychodów w 2027;
- W samym 3Q26 zespół wydawniczy przeanalizował ok. 500 projektów, z których kilka trafiło do pogłębionej ewaluacji pod kątem potencjalnej współpracy wydawniczej.

MEDICALGORITHMICS (MDG PW; Under Review)

Wyniki 3Q26: wzrost EBITDA do 1,9mln PLN i dodatni EBIT; strata netto pod wpływem niegotówkowych kosztów konwersji pożyczki BioFund [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**7.2**	**10.1**	**10.2**	**10.9**	**10.9**	**52%**	**0%**	**11.0**	**11.0**
Sales revenues	7.2	10.1	10.2	10.9	10.9	52%	0%	11.0	
Other	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Operating costs	-11.3	-10.4	-11.4	-10.7	-11.1	-	-	-10.8	
Other operating profits / cost	0.8	0.0	0.7	-0.1	0.3	**-60%**	**-**	0.0	
EBITDA	**-2.1**	**1.0**	**1.1**	**1.4**	**1.9**	**-**	**32%**	**1.5**	**1.8**
D&A	1.3	1.3	1.4	1.4	1.7	29%	18%	1.3	
EBIT	**-3.4**	**-0.4**	**-0.4**	**0.0**	**0.1**	**-**	**-**	**0.2**	**0.0**
Net financial costs	-0.5	-0.8	-1.4	-0.1	-3.8	-	-	-1.5	
Income tax	-0.1	0.2	-0.4	0.3	1.2	-	315%	0.0	
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	
Net profit	**-4.1**	**-0.9**	**-2.1**	**0.1**	**-2.4**	**-**	**-**	**-1.2**	**-1.6**
OCF	0.0	1.7	1.2	3.4	3.4	-	1%		
Cash & equivalents	3.0	2.7	2.6	2.5	1.1	-63%	-55%		
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-				
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	199.3	58.6				
EBITDA margin	-	9.9%	10.3%	13.3%	17.4%				
EBIT margin	-	-	-	-	0.9%				
Net profit margin	-	-	-	1.2%	-				

Source: Company, Trigon; PAP for consensus

- Przychody: 10,9mln PLN (+52% r/r; +1% q/q), w tym sprzedaż usług 9,1mln PLN (+39% r/r; -2% q/q) i urządzeń 1,8mln PLN (+181% r/r; +19% q/q). Przychody z USA wyniosły 4,4mln PLN (+102% r/r; -7% q/q), odpowiadając za 40% sprzedaży Grupy, a z pozostałych rynków 6,5mln PLN (+30% r/r; +7% q/q).

- Volumeny badań: W 3Q26 przeanalizowano 121,1 tys. sesji EKG (+25,4% r/r; +2,2% q/q) wobec 118,5 tys. w 2Q26. Wzrost liczby badań wspierają kolejne wdrożenia DRAI/DRP oraz współpraca z amerykańskimi ośrodkami IDTF. Dwóch największych klientów odpowiadało łącznie za ok. 55% przychodów za 9M26 (29% i 26%), co wskazuje na nadal wysoką koncentrację sprzedaży.

- EBITDA / koszty: EBITDA wyniosła 1,9mln PLN (+30% q/q) wobec -2,1mln PLN w 3Q25, przy wzroście marży do 17,0% z 13,3% w 2Q26. Koszty operacyjne wyniosły 11,1mln PLN (-2% r/r), w tym usługi obce 4,3mln PLN (-22% r/r) i świadczenia pracownicze 3,4mln PLN (-2% r/r). Amortyzacja wzrosła do 1,7mln PLN (+31% r/r), m.in. w związku z rozpoczęciem amortyzacji kolejnych funkcjonalności DRP.

- Cash flow / bilans: OCF wyniósł ok. 3,4mln PLN, pozostając dodatni czwarty kwartał z rzędu. W 9M26 OCF osiągnął 7,9mln PLN wobec -3,6mln PLN rok wcześniej, jednak wydatki inwestycyjne wyniosły 14,3mln PLN, co implikuje FCF ok. -6,3mln PLN.

- Kapitalizacja prac rozwojowych wyniosła ok. 14,0mln PLN w 9M26, w tym ok. 5,0mln PLN w samym 3Q26. Dług netto, uwzględniający pozostałe zobowiązania finansowe, wyniósł ok. 13,7mln PLN.

 # USA / kontrakty: W 08.2026 MDG przedłużył do lipca 2028 współpracę z największym klientem IDTF w USA, uzyskując wyższą stawkę za analizowane badanie. Po przejęciu tego klienta przez dużą amerykańską grupę MedTech zarząd obserwuje wzrost dziennego wolumenu sesji, oczekując przyspieszenia przychodów w 4Q26 i skokowej poprawy w 1Q27.

- W 11.2026 podpisano dwie kolejne umowy z partnerami IDTF w USA, w tym jedną z minimalnym rocznym wynagrodzeniem ok. 0,5mln PLN po okresie ewaluacyjnym. Dodatkowo kanadyjski partner złożył zamówienie na urządzenia Kardiobeat.ai za ok. 1,5mln PLN, planowane do realizacji w 4Q26.

 # Finansowanie / M&A: Spółka planuje emisję do 1,05mln akcji serii R po 20 PLN, z prawem poboru, co może przynieść 20,9mln PLN brutto i zwiększyć liczbę akcji o 10%. W 09.2026 skonwertowano także 16,5mln PLN zadłużenia BioFund na akcje serii P.

- Niewiążący LOI dotyczący potencjalnego przejęcia MDG przez spółkę z Nasdaq przewiduje wynagrodzenie nie niższe niż USD67m, zasadniczo w akcjach nabywcy. Transakcja pozostaje uzależniona m.in. od due diligence, zawarcia umowy ostatecznej oraz pozyskania przez MDG co najmniej EUR10m finansowania kapitałowego.

XTPL (XTP PW; Restricted)

Wyniki za 3Q26

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**5.5**	**4.1**	**1.6**	**1.6**	**3.5**	**-36%**	**114%**	**-**	**-**
Products	5.1	3.1	1.1	0.1	2.7	-47%	1727%		
Services	0.0	0.4	0.1	0.2	0.1	-	-43%		
Grants	0.4	0.6	0.4	1.4	0.7	72%	-50%		
Gross profit	**0.7**	**0.6**	**-1.9**	**-1.3**	**0.4**	**-44%**	**-**		
SG&A costs	3.6	6.8	3.8	4.1	3.6	0%	-13%		
Marketing & sales	1.1	1.6	1.2	1.0	1.0	-10%	-6%		
G&A costs	2.5	5.1	2.5	3.1	2.7	5%	-15%		
EBITDA	**-1.4**	**-5.2**	**-3.9**	**-3.7**	**-1.4**	**-**	**-**	**-**	**-**
EBIT	-2.9	-6.9	-5.6	-5.5	-3.2	-	-	-	-
Net profit	**-3.3**	**-7.2**	**-5.9**	**-5.9**	**-3.7**	**-**	**-**	**-**	**-**
Gross margin	12.5%	14.1%	-	-	10.9%				
OCF	-4.6	-2.1	-23.0	17.3	-5.2	-	-		
Inventories	3.1	4.3	4.1	4.3	4.3	38%	0%		
Net debt	7.2	10.1	14.0	-0.2	5.4	-24%	-		
Cash & cash equivalents	9.9	6.6	2.1	16.3	9.9	0%	-39%		
P/Sales 12M trailing	10.1	11.6	12.2	14.0	16.6				
EV/Sales 12M trailing	10.5	12.2	13.1	14.0	17.1				

Source: Company, Trigon

- Zarząd zapowiedział przegląd założeń strategii na lata 2026-2028 po zakończeniu 2026 roku, według spółki część procesów komercjalizacji trwa dłużej, niż pierwotnie zakładano;

#UPD

- Liczba projektów na etapie testów prototypowej maszyny przemysłowej zintegrowanej z modułem UPD podwoiła się w 2026 roku do sześciu, etap ten poprzedza decyzję klienta o wdrożeniu przemysłowym;
- Z ramowego zamówienia na kolejnych 10 modułów UPD dla klienta z Chin, pozyskanego w lipcu, dostarczono pierwsze dwa, pozostałe mają być dostarczane do końca 2027 roku, wcześniejsza partia 6 modułów została dostarczona i pomyślnie zwalidowana w warunkach fabrycznych;
- Dostawa modułu zamówionego w czerwcu przez klienta z Japonii jest planowana na 4Q26, urządzenie zostanie zintegrowane z prototypową maszyną klienta do zastosowań w półprzewodnikach i zaawansowanych płytkach PCB, według spółki jednostkowa wartość sprzedaży jest ~2x wyższa niż modułów do zastosowań w wyświetlaczach FPD;
- W okresie sprawozdawczym ukończono prace rozwojowe i budowę pierwszego modułu UPD PRO dla amerykańskiego producenta maszyn przemysłowych z indeksu Nasdaq 100, w ramach prowadzonej ewaluacji technologii;

#DPS

- Lipcowe zamówienie dla drugiego partnera z Japonii obejmuje urządzenie DPS z dedykowanym systemem laserowym do spiekania ścieżek miedzianych, klient przechodzi do samodzielnej walidacji technologii we własnym laboratorium, tj. trzeciego z pięciu etapów procesu wdrożeniowego;

#ODRA

- Dostawa pierwszego systemu ODRA do klienta z Doliny Krzemowej jest planowana na 1Q27, wskazywana przez spółkę cena jednostkowa systemów ODRA wynosi 400-500 tys. USD;
- Trwają rozmowy z kolejnymi potencjalnymi odbiorcami, w tym z sektora obronnego;

#Finansowanie

- W listopadzie zakończono emisję 400 tys. akcji serii Z po 65 PLN, pozyskując 26,0mln PLN brutto, wpływy te nie są uwzględnione w stanie gotówki na koniec września;
- Taiwania CEE Fund, zarządzany przez Taiwania Capital, objął 198 462 akcje za 12,9mln PLN, uzyskując 5,9% udziału w kapitale po emisji, pozostałe 201 538 akcji objęli inni inwestorzy.

REX CONCEPTS

Wyniki 3Q26: skorygowana EBITDA 33.7 mln PLN

- Przychody grupy wyniosły 249.9 mln PLN (+57.8% r/r), w tym sprzedaż restauracyjna 241.3 mln PLN oraz przychody z subfranczyzy 8.6 mln PLN;
- EBITDA wzrosła do 22.7 mln PLN z 15.1 mln PLN; skorygowana EBITDA wyniosła 33.7 mln PLN wobec 20.2 mln PLN (+67.0% r/r);
- Korekty EBITDA obejmują 5.6 mln PLN kosztów programu motywacyjnego oraz 5.4 mln PLN kosztów rozpoczęcia działalności; od raportu za 9M26 definicja skorygowanej EBITDA uwzględnia koszty programu motywacyjnego;
- Strata operacyjna wyniosła 8.8 mln PLN wobec 3.6 mln PLN rok wcześniej, a strata netto 26.9 mln PLN wobec 12.7 mln PLN; koszty finansowe wzrosły do 22.6 mln PLN z 9.7 mln PLN.

INSTAL KRAKÓW

Korekta raportu 3Q26: zmiana prezentacji pozostałych całkowitych dochodów

- Usunięto omyłkowo wykazany podatek od pozostałych całkowitych dochodów w kwocie 2.42 mln PLN;
- Skonsolidowane całkowite dochody za sam 3Q26 skorygowano z 4.54 mln PLN do 6.96 mln PLN; nie jest to korekta zysku netto;
- Zmiana objęła również prezentację w zestawieniu zmian w kapitale własnym; końcowy stan kapitałów na 30 września nie uległ zmianie.

FINANCIALS

PZU (PZU PW; HOLD; TP PLN 75.0) / PEKAO (PEO PW; HOLD; TP PLN 288.0)

Wygaśnięcie dokumentów dotyczących reorganizacji grupy PZU

- Strony podpisały oświadczenie o wygaśnięciu listu intencyjnego, memorandum oraz term sheet wraz z aneksem dotyczących planowanej reorganizacji;
- Powodem jest m.in. brak podstaw do oczekiwania niezbędnych zmian prawa w terminach przewidzianych w dokumentach;
- Wygaśnięcie dotyczy dotychczasowych ram współpracy; nie wyklucza dalszych analiz i reorganizacji aktywów grupy PZU w przyszłości.

ERSTE BANK POLSKA (EBP PW; HOLD; TP PLN 785.0)

Obniżenie ceny w wezwaniu z 800 PLN do 713.60 PLN

- Nowa cena obowiązuje od 26 listopada od godz. 00:00;
- Osobom, które złożyły zapisy przed ogłoszeniem obniżki, wzywający zapłaci cenę, po której dokonały zapisu;
- Zapisy mają zakończyć się 2 grudnia; przewidywane zawarcie transakcji to 7 grudnia, a rozliczenie 9 grudnia.

ERSTE BANK POLSKA (EBP PW; HOLD; TP PLN 785.0)

Spełnienie warunku minimalnej liczby akcji w wezwaniu

- Złożono zapisy na ponad 1018384 akcje, co pozwala wzywającemu, łącznie z posiadanym pakietem, przekroczyć 50% ogólnej liczby głosów;
- Pozostaje warunek dotyczący zawarcia umów o nieuczestniczeniu w wezwaniu; wzywający zastrzegł możliwość odstąpienia od tego warunku.

RYNEK UBEZPIECZEŃ

PIU: wzrost składki o 7.7% r/r po trzech kwartałach

- Składka przypisana brutto sektora wyniosła 71.0 mld PLN: 20.7 mld PLN w ubezpieczeniach na życie (+13.1% r/r) i 50.3 mld PLN w majątkowych (+5.6% r/r);
- Wynik techniczny OC komunikacyjnego był bliski zera, a w AC spadł o 90%; średnia składka OC wzrosła o 1.1% do 554 PLN, przy wzroście średniej szkody o 4.4% do 12.5 tys. PLN;
- Liczba polis OC komunikacyjnego wzrosła o 2.7% do 26.2 mln, a AC o 6.1% do 6.9 mln.

POLITYKA FISKALNA

KE wstrzymuje dalsze kroki w procedurze nadmiernego deficytu wobec Polski

- Decyzja dotyczy ośmiu państw, w tym Polski i Rumunii; nie oznacza zakończenia procedury, a wcześniejsze zalecenia pozostają wiążące;
- Kolejna ocena ma nastąpić wiosną 2027 r., po publikacji danych o wykonaniu budżetów za 2026 r.

OIL, GAS & CHEMICALS

ORLEN (PKN PW; BUY; TP PLN 174)

Odwołanie Jędrzejczyka (CFO) i Balawejdera (C&P) z zarządu

RN Orlenu odwołała Sławomira Jędrzejczyka (wiceprezesa ds. finansowych) oraz Marka Balawejdera (wiceprezesa ds. Consumers and Products).

UTILITES & MINING

PGE (PGE PW; HOLD; TP PLN 18.8)

Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]

- Guidance EBITDA adj. na 2027: **1)** Energetyka węglowa (spadek wyniku r/r): niższe przychody z rynku mocy bilansujących i rynku mocy, zakładany niższy wolumen węgla r/r (<8m ton) **2)** OZE: pozytywny wpływ ramp-upu off-shore w Baltica 2 i magazynu energii Żarnowiec, nowe moce w PV, spadek przychodów z rynku mocy i rynku bilansującego r/r, **3)** zbliżone wyniki w energetyce gazowej (niższe marże, uruchomienie bloku w Rybniku), cieple, dystrybucji, energetyce kolejowej i w obrocie (nie ujęto delty r/r na rezerwie w taryfie G)
- Podtrzymanie planu wypłaty dywidendy za 2026r, za wcześnie na deklaracje wysokości wypłaty

ONDE (OND PW; HOLD; TP PLN 9.0)

Wygaszenie segmentu drogowego i zwolnienia grupowe do 125 osób [lekko pozytywne]

- Spółka zakończyła przegląd opcji strategicznych, podejmując decyzję o wygaszeniu nierentownego segmentu budownictwa drogowego i koncentracji na sektorze energetycznym. Spółka dokończy realizację zakontraktowanych projektów.
- Proces sprzedaży aktywów segmentu (m.in. wytwórnie mas bitumicznych, maszyny i sprzęt budowlany) oraz redukcji zatrudnienia (do 125 osób) ma zakończyć się do końca 2027r.
- W 4Q26 spółka utworzy ok. 3 mln PLN rezerwy na koszty zwolnień grupowych. Zarząd zakłada neutralny efekt finansowy całego procesu po uwzględnieniu wpływów ze sprzedaży aktywów.
- Spółka skoncentruje się na wykonawstwie i developmencie projektów OZE, magazynach energii, infrastrukturze elektroenergetycznej oraz usługach zarządzania i bilansowania energii

CONSUMER

ŻABKA GROUP (ZAB PW; HOLD; TP PLN 33.0)

Couche-Tard podtrzymuje ostateczną cenę 32 PLN w wezwaniu

- Wzywający poinformował, że nie podwyższy ceny 32 PLN za akcję i nie przedłuży zapisów kończących się 2 grudnia;
- Uzyskano wszystkie wymagane zgody regulacyjne, a wezwanie jest bezwarunkowe; zobowiązania do sprzedaży obejmują 57.2% akcji;
- Couche-Tard zamierza wycofać spółkę z obrotu; po osiągnięciu 95% przewiduje przymusowy wykup po 32 PLN za akcję.

E-COMMERCE

Wyniki Shein w 3Q26: sprzedaż w Europie -28% r/r w 3Q26, odbicie oczekiwane dopiero w 2H27

- Przychody globalne w 3Q26 spadły o 5,9% r/r do 10,3mld USD, w tym sprzedaż w Europie −27,6% r/r, w pierwszym pełnym kwartale obowiązywania cła 3 EUR na towary importowane do UE;
- Liczba zamówień spadła do 264mln z 272mln przed rokiem (−2,9% r/r), a wydatki marketingowe zmniejszono o 41,5% r/r;
- Adj. EBIT wzrósł o 45,6% r/r do 948mln USD, co wskazuje na istotną poprawę rentowności pomimo spadku przychodów;
- Zarząd oczekuje odbicia sprzedaży w Europie dopiero w 2H27, przyspieszając rozwój lokalnego fulfillmentu i dostosowanie modelu logistycznego do nowych regulacji;
- LINK do raportu 3Q26 (segmenty str. 7).

TMT

CYBER_FOLKS (CBF PW; BUY; PLN 230)

Udostępnienie asystenta AI robo_Folks z funkcją głosową

- Od 26 listopada funkcja głosowa trafi do pierwszych sklepów na Shoperze, następnie do sklepów PrestaShop i Sylius hostowanych przez cyber_Folks;
- Asystent analizuje dane sklepu oraz wykonuje polecenia przedsiębiorcy, m.in. zmienia ceny, opisy produktów, stany magazynowe i kod;
- Moduł głosowy powstał we współpracy z ElevenLabs, z wykorzystaniem głosu Jarosława Juszkiewicza;
- Wersja tekstowa działa od kwietnia 2025 roku, obecnie w Polsce, Rumunii i Francji, a nad rozwojem rozwiązania pracuje blisko 100 specjalistów;
- W 3Q26 robo_Folks obsłużył 26,9 tys. rozmów, ponad połowę wszystkich czatów, przy spadku liczby rozmów obsługiwanych przez zespoły wsparcia o 17% r/r.

GAMING

HUUUGE (HUG PW; BUY; TP PLN 32)

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Dobry start Huuuge Heist, dalsza przestrzeń do poprawy DTC [lekko pozytywne]

#Core business

- Wrześniowe zmiany w ekonomii gry i wdrożenie Huuuge Elites przełożyły się na poprawę engagementu w szerokiej grupie graczy, przy czym najsilniejszy efekt widoczny jest wśród najbardziej wartościowych użytkowników. Spadki DAU dotyczą głównie starszych, mniej zaangażowanych kohort;
- Soft launch Huuuge Heist wykazał pozytywny wpływ na KPI monetyzacyjne. Zarząd liczy na przeniesienie pozytywnego momentum z 4Q26 również na początek 2027 r. Jednocześnie wskaźniki zwrotu z UA dla ostatnich kohort pozostają powyżej wewnętrznych celów spółki;

#DTC

- Zarząd uważa osiągnięcie 60% udziału DTC w przychodach w perspektywie najbliższych dwóch lat za realistyczne, choć nie jest to formalny guidance. Spółka nie identyfikuje konkretnego sufitu penetracji kanału, jednak pozyskiwanie kolejnych pp. będzie coraz trudniejsze;
- Głównym celem migracji webshopu na własną platformę nie są bezpośrednie oszczędności kosztowe, lecz szybsze wdrażanie i testowanie funkcjonalności, lepsza integracja z własnymi systemami oraz większa kontrola nad procesem zakupowym. W dłuższym terminie powinno to wspierać monetyzację i dalszy wzrost DTC;
- Spółka nie obserwuje obecnie istotnych zmian w polityce platform dystrybucyjnych, które wymagałyby modyfikacji przyjętej strategii;

#iGaming

- Spółka wewnętrznie zakłada wygenerowanie pierwszych przychodów z iGaming w 2027 r., choć nie zobowiązuje się do konkretnego terminu. Priorytetem pozostają jakość produktu i ekonomika przedsięwzięcia. Huuuge koncentruje się na rynkach regulowanych i aktywnie pracuje nad pozyskaniem licencji;
- Zmiana podejścia do wejścia w iGaming jest efektem analizy większych celów akwizycyjnych. Zarząd uznał, że mniejsze transakcje i bardziej kontrolowany rollout pozwolą na szybszą realizację synergii i zwiększą szanse na długoterminowy sukces. Większe M&A nie jest jednak definitywnie wykluczone;

#Alokacja kapitału

- Spółka podtrzymuje politykę dystrybucji 50–100% FCF wypracowanego w poprzednim roku. Po umorzeniu akcji liczba wyemitowanych akcji wynosi 28.3m (w tym nieco ponad 3 mln akcji własnych przeznaczonych na program pracowniczy);
- Brak nowych informacji w sprawie potencjalnego zobowiązania związanego z ugodą Amazona (13 mln USD). Spółka nadal kwestionuje jego wysokość i metodologię kalkulacji. Sąd nie wyznaczył terminu rozpatrzenia sprzeciwu.

BLOOBER TEAM (BLO PW; BUY; TP PLN 38)

Podsumowanie czatu inwestorskiego

- Zapis czatu (LINK);

#Pipeline i komercjalizacja

- Spółka podtrzymuje plany minimum czterech premier do końca 2027 r., w tym grudniowego DLC do Cronosa i trzech premier w 2027 r. Wkrótce pojawią się nowe materiały z gier, jednak nie podczas The Game Awards;
- Cronos – liczba wishlist gry podstawowej zbliża się do 1 mln i skokowo wzrosła po zapowiedzi DLC Lazarus (3 grudnia, USD 10). Dodatek ma przede wszystkim wydłużyć okres sprzedaży premium podstawowej gry. Zarząd sygnalizuje dalsze plany rozwoju IP;
- SAW: Genesis – start early access w 1Q27. Przesunięcie premiery pozwoliło na dodatkowe testy i uniknięcie trudnego marketingowo 4Q26. Kluczowymi KPI po premierze będą również retencja i rozwój społeczności;
- Star Trek: Shadow Frontier – zaawansowany etap produkcji, premiera w 2027 r. zgodnie z planem. Bloober odpowiada za całość developmentu, Paramount udostępnia IP i jest partnerem wydawniczym. Ekonomika współpracy pozostaje niejawna;
- Silent Hill 1 Remake – płatności od Konami za realizację kolejnych kamieni milowych znajdują odzwierciedlenie w bieżących wynikach spółki. Komunikacja dotycząca premiery pozostaje w gestii Konami;
- Pozostałe projekty – Projekt U jest na zaawansowanym etapie produkcji, a zarząd wiąże z nim duże oczekiwania sprzedażowe. Projekt F powstaje wewnętrznie (premiera w 2027 r.), Projekt H rozwijany jest zgodnie z planem (bez ustalonej daty premiery). Projekt dla Netflixa został zakończony;

#Finansowanie i strategia

- Spółka nie planuje emisji akcji ani refinansowania kredytu obrotowego (USD 3.05m zadłużenia na koniec 3Q26), który jest sukcesywnie spłacany ze środków generowanych z bieżącej działalności;
- Pomimo rozbudowanego pipeline'u spółka nie zakłada istotnego zwiększania zatrudnienia. Pozostaje aktywna w zakresie pozyskiwania grantów na B+R;
- W kontekście celu PLN 500m skumulowanej EBITDA w latach 2026–29, zawartego w nieprzyjętym programie motywacyjnym, zarząd wskazał, że jego plany i cele pozostają bez zmian. Nie przedstawiono jednak formalnego guidance ani nowego programu;
- Spółka skierowała pismo do GPW i KNF w związku z sygnałami dotyczącymi potencjalnych działań mających na celu sztuczne zaniżanie kursu akcji.

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Premiera 1.0 StarRupture w 2H26, więcej contentu pojawi się przy jej okazji [lekko negatywne]

#StarRupture

- Update 3 - QoL, poprawiający jakość gameplay, custom game, personalizacja rozgrywki (np. ułatwienie budowanie, ustawiania dotyczące przeciwników) – standard w gatunku;
- Update 4, kolejna zaplanowana aktualizacja, również będzie skupiała się na QoL;
- Premiera 1.0 planowana jest w drugiej połowie roku, chce wydać kompletny produkt, który wymaga odpowiedniej ilości czasu;
- Spółka nie jest zadowolona z bieżącej sprzedaży SR, liczy na istotną poprawę przy premierze 1.0, która będzie zawierała nowy content (tryb fabularny, fala zimna wpływająca na gameplay, nowe budynki, rurociągi, nowe bronie i przeciwnicy) i inne ulepszenia;
- Nowy content ma się koncentrować dopiero na premierze 1.0;
- Poprawa ocen w ostatnich dniach to efekt dobrych review od nowych graczy, co uwidacznia się zwłaszcza przy okazji promocji (starzy gracze często są „zdenerwowani" wprowadzanymi zmianami);
- Spółka rozważa pogłębienie przecen (do tej pory max. 20%), to może się wydarzyć przed premierą 1.0;
- Premiera VR odbędzie się po premierze 1.0;

#Green Hell 2

- Rozpoczęta produkcja wybranych elementów, formują się małe zespoły, teraz to maksymalnie do 10 osób, ale z miesiąca na miesiąc będzie się to zwiększać;
- Prace zaczęły się od świata zwierząt, plemion przeciwników, następne będą prace nad dżunglą; w 4Q pojawi się capex na grę.

INDUSTRIALS

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

Przejęcie pozostałych 5% udziałów w El-Kajo [neutralne]

Fundacja Rodzinna DOTS skorzystała z opcji put na sprzedaż pozostałych 5% udziałów w El-Kajo, w wyniku czego Mo-Bruk będzie posiadał 100% udziałów w spółce. El-Kajo zajmuje się przetwarzaniem odpadów oraz produkcją materiałów budowlanych i prefabrykatów betonowych.

APATOR

Kara UOKiK dla Apator Metrix w wysokości 23.1 mln PLN [negatywne]

- UOKiK nałożył na czterech producentów gazomierzy kary w łącznej wysokości 44.5 mln PLN, w tym 23.1 mln PLN na Apator Metrix, w związku z zarzucaną zmową przetargową dotyczącą dostaw gazomierzy dla PSG. Według UOKiK porozumienie trwało siedem lat.
- Decyzja nie jest prawomocna. Apator Metrix nie zgadza się z rozstrzygnięciem i zamierza złożyć odwołanie do sądu. Spółka będzie analizowała zasadność utworzenia rezerwy.

GRUPA WB / RYNEK DEFENCE

Umowa licencyjna z Łukasiewiczem na technologię zwiększającą zasięg amunicji 155 mm

- Grupa WB podpisała 25 listopada umowę licencyjną z Siecią Badawczą Łukasiewicz na technologię gazogeneratora opracowaną przez Instytut Przemysłu Organicznego;
- Gazogenerator zmniejsza opór aerodynamiczny za pociskiem, zwiększając zasięg amunicji 155 mm bez wykorzystania napędu rakietowego;
- Łukasiewicz może uzyskać do 90mln PLN przychodów z licencji, wypłacanych transzami uzależnionymi od poziomu sprzedaży;
- Prototypy przeszły testy balistyczne w temperaturach od −20 do +50°C, a kolejnym etapem będą próby poligonowe umożliwiające certyfikację;

- WB ma odpowiadać za produkcję wielkoseryjną, z krajowym wytwarzaniem komponentów chemicznych, paliwa oraz elementów mechanicznych.

ZREMB-CHOJNICE

Term sheet dotyczący przyszłych dostaw kontenerów o wartości >100mln PLN dla podmiotu z branży zbrojeniowej

- Zremb podpisał 25 listopada term sheet z jednym z największych podmiotów branży zbrojeniowej i obronnej z jednego z krajów NATO;
- Planowane wynagrodzenie spółki za przyszłe dostawy częściowo wyposażonych kontenerów ma przekroczyć 100mln PLN;
- Kontenery mają zostać doposażone przez kontrahenta i dostarczone odbiorcy z branży zbrojeniowej jako część systemu obrony powietrznej;
- Term sheet określa intencje stron i przewidywany wolumen dostaw oraz zobowiązuje do prowadzenia negocjacji w dobrej wierze;
- Ostateczna wartość i warunki dostaw zostaną określone w umowie docelowej, która ma zostać zawarta po zakończeniu negocjacji.

SATIM / RYNEK SPACE

Podsumowanie wywiadu z prezesem zarządu Satim, oczekiwany 5-10x wzrost przychodów w 2026 roku - Pb

- Satim podpisał 25 listopada strategiczne porozumienie z MON dotyczące rozwoju modeli AI do analizy satelitarnych zobrazowań radarowych konstelacji Polsaris;
- Na początku listopada MON zamówił oprogramowanie OREC za >15mln PLN, umożliwiające wykrywanie i klasyfikację obiektów na zdjęciach SAR;
- Z OREC korzysta już Agencja Rozpoznania Geoprzestrzennego i Usług Satelitarnych (ARGUS), a system ma wspierać polski program MikroSAR;
- Prezes oczekuje przychodów w 2026 na poziomie 5-10-krotności wyniku z 2025, kiedy wyniosły 6,9mln PLN;
- Spółka testuje OREC Evolve, umożliwiający użytkownikom samodzielne trenowanie modeli AI, z planowanym rozpoczęciem sprzedaży w 2H27;
- Satim prowadzi rozmowy z potencjalnymi klientami w Europie, Ameryce Północnej i Azji, zapowiadając ogłoszenie kolejnych kontraktów w najbliższym czasie;
- Zespół liczy 65 osób, a zatrudnienie ma wzrosnąć do 80 pracowników do końca 2026;
- Spółka rozważa rundę finansowania w 2027, z przeznaczeniem środków na przejęcia w sektorze obronnym i bezpieczeństwa oraz dalszy rozwój biznesu.

TECHNOLOGIE KWANTOWE / UE

KE proponuje Quantum Act i fundusz technologiczny o docelowej skali 50mld EUR

- KE zaproponowała 25 listopada Quantum Act, wspierający komercjalizację badań kwantowych, rozwój zdolności przemysłowych oraz bezpieczeństwo łańcuchów dostaw;
- Henna Virkkunen potwierdziła 50mld EUR jako docelową skalę proponowanego Sovereign Tech Equity Fund (STEF), którego budżet pozostaje nieustalony;
- STEF ma zapewniać finansowanie kapitałowe technologii kwantowych, AI, cyberbezpieczeństwa, biotechnologii i półprzewodników, z możliwością udziału kapitału publicznego oraz prywatnego;
- Quantum Europe Framework Initiative ma połączyć programy unijne i krajowe wokół wspólnych priorytetów badawczych, przemysłowych oraz wdrożeniowych;
- Przedsiębiorstwa mają uzyskać lepszy dostęp do finansowania, wspólnej infrastruktury, usług wsparcia oraz współpracy z publicznymi podmiotami dokonującymi zakupów;
- Projekt ogranicza dostęp do zamówień publicznych na technologie kwantowe do dostawców kontrolowanych przez podmioty unijne oraz uprawnionych partnerów zagranicznych;
- Konkursy Grand Challenges mają wspierać m.in. budowę komputerów kwantowych odpornych na błędy oraz rozwój nawigacji niewymagającej sygnałów satelitarnych;
- Akt ma wspierać przejście na kryptografię postkwantową, chroniącą dane, komunikację i infrastrukturę krytyczną przed przyszłymi zagrożeniami;
- KE proponuje również sieć wiodących instytutów badawczych oraz European Quantum Alliance, łączący przedsiębiorstwa, sektor publiczny i środowisko naukowe;
- Według FT szczegóły operacyjne STEF mają zostać przedstawione w lutym 2027, a KE zakłada uruchomienie funduszu wraz z perspektywą budżetową 2028-2034;
- Quantum Act wymaga przyjęcia przez Parlament Europejski i Radę UE, a ostateczne zasady oraz harmonogram wdrożenia będą zależeć od negocjacji.

PRZEMYSŁ ENERGOCHŁONNY

W październiku PSE po raz pierwszy od 8 miesięcy odnotowały spadek 0,75% r/r krajowego zużycia energii

- To przełamanie trendu wzrostowego, który utrzymywał się od sierpnia 2025r
- Narastająco od stycznia zużycie wzrosło o 3,3%. r/r
- Za trend ten w największym stopniu odpowiada produkcja przemysłowa, która wykazywała wyraźnie dodatnią dynamikę od lutego do września, popyt na prąd napędzały, poza tym mroźna zima i upalne lato
- Bilans KSE pogarszają opóźnienia bloków gazowych w Ostrołęce i Grudziądzu (1.3 GW, start w 2027r.), przy wycofaniu podobnej skali mocy węglowych przez PGE, planowych postojach (Bełchatów, Kozienice) i awariach

RYNEK SPACE

Zgoda FCC na konstelację do 1 mln satelitów SpaceX pełniących funkcję orbitalnych centrów danych - Reuters

- FCC zatwierdziła 25 listopada konstelację Starmind, obejmującą do 1 mln satelitów obliczeniowych, mających odpowiadać na rosnący popyt na moc obliczeniową AI;
- Licencja wymaga rozpoczęcia rozmieszczania do listopada 2033, wyniesienia 100tys. satelitów do listopada 2035 i 500tys. do listopada 2038;
- Według SpaceX niemal ciągły dostęp do energii słonecznej ma zapewnić niższe koszty i większą efektywność energetyczną niż naziemne centra danych;
- Realizacja projektu opiera się na oczekiwanym obniżeniu kosztów wynoszenia dzięki rozwijanej przez SpaceX rakiecie wielokrotnego użytku Starship;

- Reuters zaznacza, że faktyczna liczba satelitów pozostaje niepewna, a operatorzy czasem uzyskują zgody na większe konstelacje dla zachowania elastyczności projektowej;
- Obecnie na orbicie znajduje się około 17tys. satelitów, w tym ponad 11tys. Starlinków, wobec wcześniejszego wniosku SpaceX dotyczącego 42tys. urządzeń.

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

PORR (POS AV; BUY; TP EUR 40)

Podpisanie umowy o wartości 140 mln EUR na farmę wiatrową w Rumunii dla Premier Energy

- PORR Construct S.R.L. podpisał z Energia Mileniului III S.A. (Grupa Premier Energy) umowę w formule EPC na budowę farmy wiatrowej Războieni o mocy 99 MW w okręgu Tulcea w Rumunii.
- Zakres prac PORR obejmuje projektowanie, budowę, testowanie i uruchomienie farmy, natomiast 16 turbin dostarczy, zainstaluje i przez 20 lat będzie serwisować Vestas na podstawie odrębnej umowy.
- Budowa już się rozpoczęła, a oddanie farmy do użytku planowane jest na koniec 2028 r.

DEVELIA (DVL PW; HOLD; TP PLN 10.0)

164 mieszkania w projekcie Lewandów Vita w Warszawie

- Projekt na Białołęce obejmuje 164 mieszkania;
- Rozpoczęcie budowy przewidziano na 4Q26, a zakończenie na 2Q28.

MURAPOL (MUR PW; BUY; TP PLN 52.5)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [pozytywne]

#Sprzedaż, bank ziemi

- W 1-3Q26 Grupa sprzedała 2,286 lokali w segmencie detalicznym (2,005 umów deweloperskich i 281 opłaconych umów rezerwacyjnych), a łącznie z segmentem PRS 2,801 lokali.
- Oferta na koniec września wyniosła ok. 4,200 lokali (+4% kw./kw.).
- Udział gotowych, niesprzedanych lokali z pozwoleniem na użytkowanie w ofercie w aglomeracjach wynosi tylko 3% (ok. 80 z ok. 3,200 lokali), a w całej ofercie Grupa posiada ok. 440 takich lokali (ok. 10% oferty).
- Bank ziemi na koniec września opiewał na ok. 20,000 lokali (vs. 19,151 lokali kwartał temu).
- Od początku roku Grupa zabezpieczyła 15 projektów (13 w segmencie detalicznym i 2 w PRS), wszystkie w aglomeracjach, z największym udziałem Warszawy i Trójmiasta. Do końca roku Grupa planuje kupić jeszcze kilka projektów, w tym 1-2 w miastach regionalnych.
- Ok. 10% banku ziemi (ok. 2,000 lokali w 5 projektach: 3 w Warszawie, 1 w Gdańsku i 1 we Wrocławiu) wymaga przejścia procedury ZPI.
- Średnia cena sprzedanego przez Grupę lokalu w 1-3Q26 wzrosła o ok. 6% r./r. (10.40tys. PLN za m2, nominalnie 463 tys. PLN).
- Od początku roku Grupa wprowadziła do oferty 1,857 lokali na 7 rynkach (Gdańsk, Warszawa, Wrocław, Kraków, Łódź, Toruń, Siewierz), z czego ponad 83% przypadało na aglomeracje.
- W październiku i listopadzie Grupa wprowadziła do oferty kolejne projekty w Katowicach, aglomeracji krakowskiej, Gdyni oraz Gdańsku, a w najbliższym czasie planuje wprowadzenia w Poznaniu, Lublinie i Warszawie.
- W strukturze lokali sprzedanych w 1-3Q26 dominowały Łódź, Gdańsk oraz Warszawa.

#Outlook, guidance

- W FY26E Grupa planuje sprzedać ponad 3,000 lokali samymi umowami deweloperskimi (bez zmian), a wliczając rezerwacje 3,100-3,300 lokali (bez zmian), przy czym górna granica jest realna, ale nie kosztem marż.
- W FY27E Grupa chce zawalczyć o sprzedaż 3,500 lokali (wliczając rezerwacje), czemu ma sprzyjać wzrost oferty do ok. 4,800 lokali (okresowo nawet 5,000 lokali w okolicach czerwca-lipca 2027 r.) wynikający ze zwiększonych zakupów gruntów. Szczegółowy cel zostanie zakomunikowany w 2027 r.
- W FY27E Grupa liczy na mocną sprzedaż w Poznaniu (w 1-3Q26 tylko 127 lokali), gdzie w najbliższych miesiącach uruchomi 3 niezależne projekty, oraz w Katowicach, gdzie posiada obecnie 3 inwestycje i planuje wprowadzić kolejne 1-2 projekty.
- Udział aglomeracji w sprzedaży Grupy wzrósł stopniowo z 67% do 73%, a w ciągu 4-6 kwartałów Grupa zakłada osiągnięcie docelowej struktury 80/20 (aglomeracje/miasta regionalne). W miastach regionalnych Grupa chce pozostać w Lublinie, Bydgoszczy, Toruniu i Bielsku-Białej, natomiast nie planuje nowych inwestycji w mniejszych miastach aglomeracji śląskiej (np. Sosnowiec, Chorzów).
- Potencjał przekazań w FY26E wynosi ok. 4,000 lokali, natomiast Zarząd planuje przekazać ok. 3,000 lokali.
- Potencjał przekazań w FY27E Zarząd szacuje na 4,000-4,500 lokali, co w zależności od poziomu sprzedaży powinno przełożyć się na 3,000-3,500 przekazanych lokali.
- W 3Q26 Grupa sprzedała projekt PRS na 515 lokali (ul. Domaniewska w Warszawie, budowa już ruszyła), w przygotowaniu jest kolejne 800 lokali PRS w Warszawie, a Grupa prowadzi negocjacje kolejnych projektów w Warszawie, Gdańsku i Krakowie.
- Grupa podtrzymuje średnioterminowy cel portfela PRS na poziomie 8,000-10,000 lokali (obecnie ponad 5,000 lokali) i zakłada dostarczanie średnio ok. 1,000 lokali PRS rocznie.
- W FY26E nakłady na grunty powinny zamknąć się w ok. 300mln PLN (vs. ponad 100mln PLN w FY25), z czego dotychczas wydano ok. 270mln PLN.
- Koszty budowy są stabilne (wzrost w okolicach inflacji), a efekt wojny na Bliskim Wschodzie jest relatywnie neutralny. W ostatnich tygodniach cena stali wzrosła o 500-600 PLN/t, co przy obecnych cenach dokładałoby ok. 50 PLN per m2 kosztów budowy (ok. 0.4% przychodów), jednak Grupa zabezpieczyła stal po ok. 2,800 PLN/t do końca lutego/marca 2027 r.
- Wpływ nowych przepisów Grupa szacuje na ok. 100-150 PLN per m2 (ok. 1.5% przychodów), jednak obecnie realizowane inwestycje nie są nimi objęte, pierwsze pojedyncze projekty pojawią się w FY27E, a większość w FY28-29E.
- Ceny gruntów na rynku detalicznym rosną szybciej niż ceny sprzedaży mieszkań z uwagi na silną konkurencję między czołowymi deweloperami, natomiast w segmencie PRS konkurencja jest umiarkowana. Relatywnie atrakcyjne ceny gruntów Grupa obserwuje w Łodzi.

PEKABEX (PBX PW; Under Review)

Umowa generalnego wykonawstwa Squarebizz Warszawa Okęcie

- Pekabex BET zawarł umowę ze Squarebizz Warszawa Okęcie sp. z o.o. na realizację inwestycji w Warszawie;
- Wartość określono jako 2% przychodów grupy z ostatniego rocznego sprawozdania, czyli ok. 38.5 mln PLN;
- Realizacja rozpoczyna się w dniu podpisania umowy, a zakończenie przewidziano na 8 października 2027 r.;
- Limit kar wynosi 10% wartości netto, zabezpieczenie wykonania 10%, a usunięcia wad 5%; maksymalna gwarancja wynosi 10 lat, a rękojmia 5 lat.

VINCI

VINCI Concessions zwiększa udział w LISEA do 50.04%

- VINCI Concessions odkupił od Caisse des Dépôts et Consignations 8.0% udziałów w LISEA, koncesjonariuszu linii kolei dużych prędkości South Europe Atlantic, zwiększając swój udział do większościowych 50.04%.
- Transakcja wycenia 100% kapitału własnego LISEA na 2.1mld EUR, co implikuje ok. 170mln EUR za nabyty pakiet.
- Od 2017 r. z linii skorzystało ponad 175mln pasażerów, a perspektywy LISEA wspiera otwarcie francuskiego rynku przewozów kolejowych na konkurencję, pod które spółka buduje centrum utrzymania taboru obsługujące od 2028 r. m.in. składy przewoźnika Velvet.
- Według Spółki rozważana w budżecie Francji na 2027 r. podwyżka podatku TEITLD miałaby ograniczony wpływ na tę koncesję.

SKANSKA

Dodatkowe zlecenie o wartości 275mln USD na budowę centrum danych w USA

- Skanska otrzymała od dotychczasowego klienta dodatkowe zlecenie o wartości 275mln USD (ok. 2.8mld SEK) na budowę nowego centrum danych w stanie Georgia, które zostanie ujęte w portfelu zamówień w USA w 4Q26.
- Projekt obejmuje budowę obiektu o mocy 48 MW i powierzchni ok. 22,700 m2 (stan surowy oraz wykończenie przestrzeni technicznych, magazynowych i biurowych), a także budynku uzdatniania wody o powierzchni ok. 80 m2.
- Prace rozpoczęły się w listopadzie 2026 r., a ich zakończenie planowane jest na październik 2028 r.

BIOTECH

MEDICOVER (MCOVB SS; BUY; TP SEK 325)

Finalizacja sprzedaży Medicover Hospitals India do KKR [neutralne]

- Medicover sfinalizował sprzedaż Medicover Hospitals India (MHI) funduszom zarządzanym przez KKR. Wpływy brutto dla grupy wyniosły ok. EUR750m wobec wcześniej komunikowanych EUR740m.
- Spółka zamierza skoncentrować się na rozwoju usług medycznych i diagnostycznych w Polsce, Niemczech i Rumunii, wykorzystując pozyskane środki na wzrost organiczny, poprawę efektywności operacyjnej oraz selektywne inwestycje.

MOLECURE (MOC PW; BUY; TP PLN 11.4)

MS Galleon zapewni PLN50m finansowania OATD-01 do zakończenia II fazy w zamian za 46% przyszłych przychodów z komercjalizacji projektu – istotna redukcja ryzyka finansowania i możliwość maksymalizacji wartości partneringu [lekko pozytywne]

- MOC podpisało term sheet z MS Galleon, posiadającym 24.46% akcji spółki, dotyczący bezzwrotnego finansowania programu OATD-01 w wysokości PLN50m, wypłacanego w transzach uzależnionych od postępu rekrutacji. Finansowanie ma umożliwić ukończenie II fazy KITE i przygotowanie CSR najpóźniej do końca maja 2029 r. W zamian inwestor otrzyma 46% przyszłych przychodów z potencjalnej sprzedaży programu.
- Term sheet przewiduje dodatkowe zabezpieczenia dla MS Galleon, m.in. konieczność uzyskania zgody inwestora na sprzedaż całości praw do projektu poniżej uzgodnionych parametrów oraz mechanizm fire sale w przypadku wystąpienia określonych negatywnych zdarzeń klinicznych. Podpisanie umowy docelowej oczekiwane jest w ciągu kilku tygodni.

SYNTHAVERSE

Odnowienie rejestracji Distreptazy w Kazachstanie

- Rejestrację dostosowano do wymogów Euroazjatyckiej Unii Gospodarczej; umożliwia to kontynuację sprzedaży na największym dla produktu rynku EAEU;
- Kazachstan pełni rolę państwa referencyjnego, co umożliwia procedurę wzajemnego uznania m.in. w Kirgistanie, Białorusi i Armenii.

EUROPEAN COMPANIES

INDRA SISTEMAS / DEFENCE

Capital Market Day: obronność i AI zwiększają potencjał wzrostu [pozytywne]

#Sytuacja rynkowa

- Backlog na koniec września wynosił 22,2mld EUR, z czego ok. 70% ma zostać rozpoznane w przychodach do 2030, a średni okres realizacji przekracza sześć lat, co zapewnia wysoką widoczność sprzedaży
- Defence posiada ok. 11,4mld EUR backlogu i 880 zakontraktowanych pojazdów wojskowych, a popyt obejmuje zarówno modernizację tradycyjnych platform, jak i integrację radarów, łączności, systemów dowodzenia oraz rozwiązań autonomicznych
- Zarząd wskazuje na zacieranie granic między technologiami cywilnymi i wojskowymi, rosnące znaczenie suwerenności technologicznej oraz skracanie cykli rozwoju produktów pod wpływem wojny elektronicznej, AI i systemów bezzałogowych
- Space posiada ok. 4,8mld EUR backlogu, w tym 1,9mld EUR z IRIS2, a głównymi obszarami popytu pozostają bezpieczna łączność satelitarna, obserwacja Ziemi, infrastruktura naziemna i odporne systemy pozycjonowania
- Air Traffic korzysta z modernizacji infrastruktury w USA i APAC, posiada ponad 185 zakontraktowanych radarów dla FAA, natomiast Mobility ma ok. 1,7mld EUR backlogu, z istotnym udziałem Transport for London i amerykańskich systemów poboru opłat
- W Minsait popyt przesuwa się z tradycyjnego utrzymania aplikacji i infrastruktury w kierunku transformacji AI, usług danych i rozwiązań branżowych, przy czym zarząd traktuje znajomość systemów klientów i długoterminowe relacje jako podstawę utrzymania pozycji wobec hyperscalerów

#Koszty i marże
- Marża EBIT grupy ma wzrosnąć do >12,5% w 2030 dzięki większemu udziałowi Aerospace & Defence i IndraMind, efektom skali oraz poprawie efektywności, po uwzględnieniu inflacji wynagrodzeń i ok. 240mln EUR kosztów transformacji w latach 2026–2030
- W Defence docelowa marża EBIT wynosi 16% wobec 18% w przekształconej bazie 2025, ponieważ większy udział programów realizowanych jako prime contractor oraz czasowo wyższy udział zakupów zewnętrznych obniżą rentowność procentową mimo silnego wzrostu EBIT
- W Space marża EBIT ma wzrosnąć z ok. 10% w 2026 do 11% w 2030, a w Q&A zarząd wskazał, że ok. 70% zakresu IRIS2 będzie realizowane poprzez zakupy zewnętrzne, co ogranicza dźwignię operacyjną segmentu
- Transformacja Minsait początkowo obniży marżę EBIT, szczególnie w okresie zmian kompetencji i oferty w latach 2027–2028, a w Q&A zarząd wskazał na przejściowe obciążenie rzędu 2–3pp
- Docelowa powierzchnia przemysłowa ma przekroczyć 155tys. m² od 2028 wobec 35tys. m² w 2025, przy wzroście zatrudnienia przemysłowego do ok. 2tys. osób z 700 i zwiększeniu liczby zakładów do co najmniej 14 z 6 w 2025 roku

#Nowe technologie
- AI i dowodzenie: IndraMind ma łączyć dane z radarów, satelitów, dronów, platform wojskowych i źródeł cywilnych w jeden obraz sytuacji operacyjnej, a rozwijane combat cloud oraz strategiczne, operacyjne i taktyczne C2 mają odpowiadać na potrzebę szybszego podejmowania decyzji w środowisku dużej liczby zagrożeń i zakłócanej łączności
- Komercjalizacja AI: spółka opracowała 15 rozwiązań IndraMind, z czego osiem posiada podpisane kontrakty, a backlog wynosi ok. 400mln EUR i obejmuje dwa PEMs
- Cybersecurity i cyberdefence: oferta obejmuje zautomatyzowane cyberbezpieczeństwo, digital ID, system walki w cyberprzestrzeni, świadomość sytuacyjną i symulację cyberobrony, w tym referencję NATO
- Ochrona infrastruktury krytycznej: Indra rozwija zintegrowane rozwiązanie obejmujące AI, fuzję danych, C2, cybersecurity, ochronę przed dronami i odporną łączność satelitarną, testowane m.in. we własnym zakładzie w Gijón, przy wskazywanej przez spółkę bazie ok. 57tys. instalacji wymagających ochrony w Europie
- Drony i autonomia: portfolio ma objąć nowe UAS, autonomiczne drony oraz integrację bezzałogowców z C2 i combat cloud, natomiast zaplecze podażowe obejmuje projektowanie UAV w Sewilli, produkcję w León, rozwój napędów w Valladolid i oprogramowania w Maladze
- Systemy antydronowe: oferta łączy radary NEMUS, C2 i rozwiązania ochrony infrastruktury, a produkcja radarów NEMUS w 2026 ma być 7,1x wyższa niż w 2025, przy docelowej zdolności nowej linii w Córdobie wynoszącej 100 sztuk rocznie na dwóch zmianach wobec siedmiu sztuk produkcji w 2025
- Wojna elektroniczna: zarząd wskazuje na wzrost znaczenia jammingu, spoofingu, SIGINT i geolokalizacji, a kierunkiem rozwoju są EW Full Digital Suite, nowa generacja EW oraz modułowe, eksportowe rodziny produktów
- Tempo rozwoju i dostępność podaży: spółka chce skrócić cykle rozwoju produktów 2–3x, wdrożyć ponad 200 nowych lub zmodernizowanych produktów i osadzić AI w ok. 90% z nich

#Outlook/guidance
- Strategia Forward2030 zakłada >12mld EUR przychodów i >1,5mld EUR EBIT w 2030, co odpowiada odpowiednio ok. 17% i 24% CAGR względem 2025, przy wzroście od 2027 opartym wyłącznie na działalności organicznej, średnioroczny FCF >620mln EUR
- Poprzedni cel na 2030 rok zakładał 10mld EUR przychodów, 12% marży EBIT (marża 12%) i 510mln EUR średniorocznego FCF
- Docelowo Aerospace & Defence, obejmujące Defence, Space i Air Traffic, wraz z IndraMind mają generować ok. 1,2mld EUR EBIT i 80% wyniku grupy w 2030 wobec 313mln EUR i 61% w 2025, co pokazuje skalę zmiany struktury biznesu
- Skumulowany FCF w latach 2026–2030 ma przekroczyć 3,1mld EUR bez zaliczek PEMs, po uwzględnieniu capexu, kapitału obrotowego i kosztów transformacji, przy średniej konwersji EBIT na FCF ok. 55%
- Realizacja celu przychodowego wymaga według spółki średniego book-to-bill ok. 1,1x w latach 2027–2030 wobec historycznej średniej Indry 1,4x, natomiast baza zakłada utrzymanie hiszpańskich wydatków obronnych na poziomie ok. 2,1% PKB
- Priorytetami alokacji kapitału są M&A w Aerospace & Defence i IndraMind oraz dodatkowe inwestycje technologiczne, przy orientacyjnym payout 15–25%, maksymalnym zadłużeniu netto/EBITDA ok. 1,5x
- Cel 20mld EUR przychodów w 2035 pozostaje aspiracją, a nie guidance, i zakłada dalszą komercjalizację produktów, wzrost udziału rynków zagranicznych do ok. 50% oraz wykorzystanie możliwości wykraczających poza bazowy plan

EURm	Revenue			EBIT			EBIT margin		
	2025	2030	CAGR	2025	2030	CAGR	2025	2030	CAGR
Group	5,457	>12000	17%	517	>1500	24%	10%	13%	3.0pp
Defence	1,219	5,165	33%	232	825	29%	18%	16%	-2.0pp
Space	98	1,100	62%	0	120	-	0%	11%	10.9pp
IndraMind	323	1,215	30%	27	180	46%	8%	15%	6.8pp
Minsait	2,823	3,010	1%	181	240	6%	6%	8%	1.6pp
AirTraffic	523	810	9%	54	105	14%	10%	13%	2.7pp
Mobility	398	700	12%	24	70	24%	6%	10%	4.0pp

Source: Company, Trigon

NORSK HYDRO / MATERIALS

Wyniki 3Q26: Restarty hut i restrukturyzacja wspierają wzrost, jednak gaz pozostaje ryzykiem [neutralne]

#Sytuacja rynkowa
- Hydro oczekuje wzrostu globalnego popytu na półprodukty aluminiowe o ok. 3% rocznie do 2030, ze 107mln ton w 2026 do 121mln ton, wspieranego przez elektryfikację, rozbudowę sieci, transport i data centers
- Spółka zakłada wzrost globalnego popytu na wire rod o 3,4% rocznie i półprodukty dla transportu o 3,2% rocznie w latach 2026–2030, przy czym oba obszary mają łącznie wygenerować ok. 5,2mln ton dodatkowego zapotrzebowania
- Wzrost podaży z Indonezji i odbudowa produkcji na Bliskim Wschodzie mają równoważyć rynek, a przedstawiony scenariusz na 2030 zakłada produkcję aluminium pierwotnego 81,9mln ton przy popycie 81,8mln ton, wobec produkcji 74,8mln ton w 2026
- W Q&A CFO wskazał na możliwość ok. 1mln ton nadwyżki w 2027, którą zarząd ocenia jako umiarkowaną wobec skali rynku i bardzo niskich zapasów
- Deficyt aluminium w UE i USA wynosi odpowiednio ok. 6mln ton i 4,8mln ton według danych za 2025, co zwiększa znaczenie regionalnej produkcji Hydro i bezpieczeństwa dostaw niezależnie od globalnego bilansu

- Ostatni spadek premii za metal zarząd wiąże przede wszystkim z silną backwardation i kosztami utrzymywania zapasów, bez obserwowanego pogorszenia popytu klientów
- W północnoamerykańskim Extrusions widoczne są oznaki odbicia truck & trailer po okresie odraczania inwestycji, a spółka oczekuje wzrostu popytu na profile aluminiowe dla amerykańskiego rynku naczep o ponad 10% rocznie do 2030
- Europejskie automotive wspierają kontrakty platformowe uruchamiane w 2026 i zwiększające wolumeny w 2027, natomiast budownictwo pozostaje zróżnicowane regionalnie: relatywnie dobra sytuacja na Półwyspie Iberyjskim, pierwsze oznaki poprawy w Niemczech i brak wyraźnego odbicia we Francji

#Koszty i marże

- Restrukturyzacja Extrusions obejmuje zamknięcie sześciu zakładów w Europie i dwóch w USA do końca 2026, co ma zwiększyć średnie utilization o ok. 10pp i wygenerować 700mln NOK rocznych korzyści, z czego 500–600mln NOK w 2027
- Odrębny program redukcji zatrudnienia administracyjnego oraz wydatków na doradztwo i podróże ma osiągnąć 1mld NOK rocznych oszczędności na koniec 2026, natomiast poprawa jakości boksytu przynosi ok. 200mln NOK korzyści w 2026 przy pełnym potencjale przekraczającym 500mln NOK.
- Alunorte nadal kupuje LNG na rynku spot, a wskazany negatywny wpływ sytuacji gazowej na wynik 4Q26 wynosi 90–110mln USD; w Q&A zarząd potwierdził, że utrzymanie tych warunków przez cały 2027 oznaczałoby ok. 3,0–3,2mld NOK niższą EBITDA względem bazy kosztowej zastosowanej w prezentowanych scenariuszach
- Około 90% zapotrzebowania norweskich hut na energię zabezpieczono do 2035, ale wynik Energy pozostaje wrażliwy na hydrologię i różnice cen między strefami, które obciążyły EBITDA za ostatnie 12 miesięcy o ok. 500mln NOK

#Outlook/guidance

- Scenariusz na 2027 wskazuje na adj. EBITDA ok. 35mld NOK przy założeniach rynkowych z ostatnich 12 miesięcy lub ok. 38mld NOK przy założeniach spot, przy czym zarząd wyraźnie zaznacza
- Przejście z 32,3mld NOK EBITDA do scenariusza na 2027 obejmuje ok. 300mln NOK z odbudowy Qatalum, 400mln NOK ze Slovalco, 500mln NOK z ramp-upu recyklingu, 600mln NOK z restrukturyzacji Extrusions i 1,2mld NOK z programu poprawy efektywności
- Qatalum osiągnęło ok. 70% mocy i ma wrócić do pełnej produkcji w 1Q27 pod warunkiem utrzymania stabilnej sytuacji w Zatoce Perskiej, natomiast restart Slovalco obejmuje obecnie 75tys. ton rocznie, a kolejna faza wymagałaby większego capexu i nowej konkurencyjnej umowy energetycznej
- Potencjał adj. EBITDA grupy na 2030 wynosi 43–46mld NOK przy założeniach rynkowych z ostatnich 12 miesięcy lub 46–49mld NOK przy założeniach spot,
- Ambicja EBITDA Extrusions na 2030 wynosi 8–10mld NOK wobec 3,9mld NOK za ostatnie 12 miesięcy
- Obniżono ambicje recyklingu do 4–5mld NOK EBITDA w 2030 wobec 2,6mld NOK za ostatnie 12 miesięcy

#Substytucja miedzi przez aluminium

- Zarząd wskazuje na rosnącą atrakcyjność aluminium pod względem kosztu, masy i dostępności przy ograniczeniach podażowych miedzi, a przedstawiona relacja cen miedzi do aluminium wzrosła z ok. 3,4x na początku 2021 do ok. 4,7x w październiku 2026
- Substytucja wymaga dostosowania konstrukcji do niższej przewodności aluminium, dlatego Hydro koncentruje się na rozwiązaniach zapewniających wymagane parametry użytkowe, rozwijanych wspólnie z klientami
- W HVAC&R spółka zakłada wzrost udziału aluminium z 12% w 2026 do 15% w 2030 wobec 9% w 2020, co ma przekładać się na ok. 10% roczny wzrost zapotrzebowania na aluminium przy ok. 2% wzroście dla miedzi
- Penetracja aluminium w HVAC&R wynosi według prezentacji 34% w Ameryce Północnej, 18% w Europie i 10% w Azji, co pokazuje istotne różnice regionalne oraz przestrzeń do dalszego zwiększania udziału w Europie i Azji
- Ponad dwie trzecie przyrostu popytu na aluminium w HVAC&R ma wynikać z substytucji miedzi, a ekspozycję Hydro zapewnia Precision Tubing produkujące m.in. rury chłodnicze, rury spawane i wyciskane oraz micro-channel tubes
- Hydro oczekuje wzrostu własnych wolumenów Precision Tubing dla HVAC&R o 10–15% rocznie w latach 2026–2030 oraz dla busbarów o 20–30% rocznie, obejmujących zastosowania w wysokonapięciowych instalacjach automotive, data centers oraz rozwiązania powlekane i obrabiane
- W data centers oferta obejmuje busbary, przewody rurowe, gotowe systemy szynowe i rozwiązania chłodzenia, natomiast rozwój wire rod w Karmøy wspierają umowy z Nexans i NKT, przy czym wzrost sprzedaży dla sieci nie został w całości przypisany substytucji miedzi



OTHER INFORMATION

ARLEN: Spłata kolejnych 5 mln PLN pożyczki od OPTEX, finansowana kredytem inwestycyjnym Erste Bank Polska. Pierwsza rata 10 mln PLN została rozliczona w całości; do spłaty pozostaje 17.5 mln PLN z terminem 31 stycznia 2027 r. Pożyczka służyła finansowaniu zakupu PRABOS.

KRUK: W ramach programu motywacyjnego wyemitowano 36728 akcji serii H, objętych przez 35 osób po 248.96 PLN. Wartość emisji wyniosła 9.14 mln PLN, a liczba akcji wzrosła do 19580118.

TEXT
Wniosek zarządu do RN o zgodę na zaliczkę na dywidendę za rok 2026/27: 1.21 PLN na akcję, łącznie 31.16 mln PLN. Planowana wypłata: 4 stycznia 2027 r. Wniosek wymaga zgody RN.

INSIDER TRADING

APATOR
Członek zarządu kupił 7200 akcji po średniej cenie 20.6564 PLN.

CI GAMES
Wygasł zastaw na 6500000 akcji posiadanych przez prezesa zarządu. Zdarzenie nie oznacza kupna ani sprzedaży akcji.

CYBER_FOLKS
Podmiot blisko związany z prezesem zarządu i członkiem RN ustanowił zastaw na dwóch pakietach: 211626 i 410068 akcji, łącznie 621694 akcji. Nie jest to transakcja sprzedaży.

EQUNICO
Podmiot blisko związany z prezesem zarządu kupił 7500 akcji po średniej cenie 1.37 PLN.

PGE
Podmiot blisko związany z członkiem RN kupił 18000 akcji po 15.38 PLN i sprzedał 9000 akcji po średniej cenie 15.6658 PLN; ponadto kupił 3 i sprzedał 12 kontraktów terminowych na akcje spółki.

POLTREG
Podmiot blisko związany z członkiem RN sprzedał 1609 akcji po średniej cenie 17.0867 PLN.

VOTUM
Prezes zarządu kupił 370 akcji po 34.90 PLN, a podmiot z nim blisko związany kupił 355 akcji po średniej cenie 34.94 PLN.

SHARE BUYBACK PROGRAM

SANOK RUBBER COMPANY
Zaproszenie do sprzedaży maksymalnie 1141400 akcji własnych (do 5% kapitału) po 20 PLN za akcję. Maksymalna wartość planowanego skupu wynosi 22.83 mln PLN; akcje mają zostać umorzone.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

ORLEN
RN odwołała p. Sławomira Jędrzejczyka z funkcji wiceprezesa ds. finansowych oraz p. Marka Balawejdera z funkcji wiceprezesa ds. Consumers and Products, ze skutkiem od 25 listopada.

PEKABEX
p. Robert Jędrzejowski złożył rezygnację z członkostwa w RN; nie podał przyczyny.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

KRUK
Goldman Sachs Group przekroczył próg 5% w instrumentach finansowych wskutek zwiększenia pozycji w instrumentach rozliczanych pieniężnie. Łączna pozycja objęta zawiadomieniem wynosi 5.85%, w tym 0.70% w akcjach i 5.15% poprzez instrumenty finansowe.

MABION
Udział Macieja Wieczorka poprzez podmioty zależne zmniejszył się z 10.07% do 9.96% głosów po sprzedaży 17971 akcji przez Celon Pharma. Dane pochodzą ze skorygowanego zawiadomienia.

BLOCK TRADES

CREOTECH QUANTUM
Pakiet 2700 akcji po 104.00 PLN; dyskonto 23.25% do kursu sesyjnego 135.50 PLN. Wartość 280800 PLN; 0.08% akcji ogółem.

IMS
Pakiet 150000 akcji po 3.50 PLN; dyskonto 2.78% do kursu sesyjnego 3.60 PLN. Wartość 525000 PLN; 0.44% akcji ogółem.

PASSUS
Pakiet 8000 akcji po 168.60 PLN; premia 13.92% do kursu sesyjnego 148.00 PLN. Wartość 1348800 PLN; 0.50% akcji ogółem.

BONDS

ECHO INVESTMENT
Emisja 100 mln PLN niezabezpieczonych obligacji serii 9I/2026 dla inwestorów kwalifikowanych. Oprocentowanie: WIBOR 6M plus marża (nieujawniona); wykup 11 maja 2029 r. Planowane wprowadzenie do ASO GPW.

PKO BP
Emisja obligacji senior non-preferred o wartości 500 mln USD, notowanych w Luksemburgu. Termin wykupu: 25 listopada 2030 r., z opcją wcześniejszego wykupu w 2029 r. Kupon przez pierwsze trzy lata wynosi 6%, następnie SOFR +151.3 pb. Rating Moody's: Baa1.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

GRUPA AZOTY: Projekt uchwały NWZ na 22 grudnia: objęcie akcji Polic
- Proponowana zgoda na objęcie akcji serii D Grupy Azoty Police za maksymalnie 415.31 mln PLN;
- Do 245.71 mln PLN ma zostać rozliczone przez potrącenie wierzytelności z pożyczek, a pozostała część gotówką; emisja ma być skierowana wyłącznie do Grupy Azoty, z wyłączeniem prawa poboru.

KOGENERACJA: Wniosek o rozszerzenie porządku NWZ na 16 grudnia
- PGE Energia Ciepła wnioskuje o dodanie punktu dotyczącego zmian w składzie RN; komunikat nie oznacza dokonania zmian personalnych.

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, VOX, XTP	ACP, DIA, MRB, RBW, 1AT, CIG, CRI, ECH, ENT, FAB, PCF, VRG, WTN	**MDV**, ACG, BCX, PLW, RWL, TOR, VGO
30	LBW, DIG, GEA, PBX, SCP, WLT				

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	134.8	22%	17,599	10.7	8.4	8.1	1.3	1.2	1.2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	36.5	15%	45,537	11.8	8.8	8.3	1.8	1.6	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	171.0	13%	25,299	11.3	8.8	8.0	1.4	1.3	1.2	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	30.6	5%	21,325	17.0	11.0	10.5	1.9	1.7	1.6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	104.4	23%	42,858	10.4	9.1	8.9	1.6	1.5	1.4	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	120	5%	15,731	11.7	11.4	10.8	1.6	1.5	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	442.8	-5%	57,608	14.2	12.3	10.7	2.7	2.5	2.3	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	989.5	15%	188,054	10.7	10.1	9.8	1.5	1.4	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,570.5	-24%	66,822	16.9	13.3	12.3	2.6	2.3	2.1	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	22	-11%	26,191	17.3	10.6	9.9	2.2	1.9	1.7	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	179.4	8%	91,673	12.7	11.8	11.4	2.5	2.4	2.4	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	36,960.0	35%	10,349	9.1	7.6	7.3	1.7	1.5	1.4	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	245.0	18%	64,305	10.9	8.8	8.4	1.8	1.7	1.6	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	108.1	14%	135,175	12.4	9.3	8.7	2.2	2.0	1.9	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	770.0	2%	78,686	14.4	11.7	10.4	2.2	2.0	1.9	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	308.0	53%	6,031	6.1	5.5	5.2	1.0	0.9	0.8	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	68.1	10%	58,789	9.5	9.1	8.7	1.6	1.5	1.4	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	101.8	34%	246	---	---	13.3	4.6	38.0	4.4	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	121.0	49%	2,118	7.7	8.2	8.6	5.4	5.7	5.7	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	16.4	26%	203	10.0	9.1	8.1	6.0	5.2	4.6	4%	5%	5%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	65.1	0%	65,135	31.5	23.7	19.4	16.9	13.8	11.8	2%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	17.1	23%	432	9.3	9.5	8.7	4.3	4.1	3.8	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	8.4	1%	1,846	26.9	16.3	14.2	4.8	4.8	4.7	2%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	22.0	34%	419	14.5	10.2	8.1	6.8	5.9	5.2	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65.0	51.4	26%	3,007	7.3	6.8	5.9	7.0	6.6	5.8	5%	7%	10%	---
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.0	18.2	49%	220	12.1	10.8	6.7	7.9	3.8	2.7	0%	0%	9%	---
Asbis	ASB	Buy	180.0	135.6	33%	7,526	9.7	8.1	6.9	6.5	5.8	5.2	2%	5%	6%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	149.3	31%	3,147	20.6	17.3	15.4	10.4	8.9	7.7	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	82.0	15%	2,740	17.0	15.8	14.1	12.2	11.3	10.3	5%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230.0	212.8	8%	17,662	20.9	19.4	18.2	---	---	---	6%	6%	4%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81.0	67.6	20%	3,508	15.9	13.5	12.1	8.8	7.8	7.0	3%	3%	3%	---
Atal	1AT	Buy	80.0	59.8	34%	2,587	5.9	5.8	5.4	7.7	6.9	6.2	8%	14%	14%	---
Auto Partner	APR	Buy	34.5	26.8	29%	3,494	12.2	10.5	9.6	8.6	7.4	6.7	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	---	12.9	---	1,280	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	6,600.0	6,540.0	1%	21,589	21.9	17.7	17.0	13.0	10.8	9.5	2%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	63	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	18.2	109%	351	---	6.3	2.8	11.3	3.1	1.3	0%	0%	13%	---
Budimex	BDX	Buy	900.0	737.0	22%	18,816	25.2	21.6	18.3	14.9	13.0	11.2	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110.0	45.0	144%	286	---	6.7	---	---	3.9	---	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	14.8	163%	796	7.8	80.3	27.3	125.6	12.4	8.9	---	---	---	---
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	2.3	0%	512	146.6	7.8	6.8	20.8	3.0	2.9	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	345	30%	248	6.3	14.9	63.1	3.1	5.2	8.3	11%	15%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	608.0	55%	2,131	99.5	39.3	27.2	38.0	18.8	12.5	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	20.4	18%	4,559	49.2	26.2	12.6	7.3	6.6	5.1	5%	7%	7%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	94.5	16%	1,859	23.4	13.4	11.3	11.9	8.1	7.0	4%	5%	6%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	8.9	147%	8,900	7.8	6.5	5.6	5.6	4.5	3.7	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	12.4	49%	6,244	14.0	5.4	4.5	16.3	8.7	7.9	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	208.4	10%	3,862	59.0	24.9	19.0	18.1	12.8	10.3	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.8	12.9	46%	8,218	14.8	14.6	11.6	6.0	5.9	5.5	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	74.6	37%	880	32.0	23.1	16.4	17.5	13.7	10.1	0%	0%	0%	---
Develia	DVL	Hold	10.0	8.4	19%	3,987	8.8	8.1	8.0	8.1	7.7	7.5	9%	9%	9%	36
Diagnostyka	DIA	Hold	181.0	152.0	19%	5,131	19.6	16.1	13.9	9.7	8.4	7.4	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	271.6	38%	1,240	19.8	14.7	11.6	9.4	7.5	6.3	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	36.9	10%	36,157	22.2	16.6	13.4	13.4	10.3	8.2	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	245.0	16%	6,321	9.1	8.3	7.6	7.7	6.8	6.0	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	23.1	30%	275	---	9.5	9.9	4.8	5.1	4.0	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	20.3	27%	10,743	4.5	4.4	5.1	3.8	4.0	4.6	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	49.0	49%	860	61.5	14.5	13.4	4.0	3.9	3.8	6%	7%	7%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.7	---	650	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	27.1	11%	75	12.5	10.3	9.5	7.1	6.0	5.4	9%	9%	9%	---
Ferro	FRO	Buy	35	28	27%	584	8.9	8.2	7.5	6.1	5.9	5.4	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,474	13,520	0%	2,520,128	11.7	9.1	8.1	5.6	5.7	4.6	4%	7%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	96.0	-12%	4,029	15.9	14.9	14.3	12.9	11.5	10.8	4%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62.0	49.3	26%	3,397	12.7	11.3	10.6	8.8	7.7	6.9	6%	6%	7%	---
GTC	GTC	Buy	3.0	2.3	33%	1,292	---	45.8	17.2	45.8	23.3	19.9	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	25.6	25%	725	2.8	3.2	3.8	1.6	2.0	2.5	68%	36%	32%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	182.5	-33%	291,794	22.9	22.1	21.1	8.7	8.7	8.6	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	57.5	2%	179,083	26.1	23.7	21.6	14.2	13.0	11.9	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,028.0	21%	14,565	13.5	11.5	10.0	9.6	8.3	7.2	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	19.6	7%	12,334	19.7	14.7	13.5	6.5	5.9	5.6	4%	4%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	24.5	---	2,878	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,221.0	15%	12,039	17.5	15.2	12.0	11.5	10.1	8.7	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	226.0	54%	45,200	4.7	6.0	6.8	3.3	3.6	3.7	1%	2%	2%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	27,540	2%	51,189	17.0	16.1	14.2	8.6	7.7	6.8	3%	4%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	6	135%	1,926	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	8	---	148	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	249.0	31%	462	0.7	3.7	2.6	1.3	2.8	2.1	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	45.6	38%	477	11.8	6.1	---	8.5	4.0	---	38%	102%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	11.2	21%	1,228	9.7	9.7	8.3	6.3	6.5	5.3	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	89.2	46%	2,140	8.2	5.4	4.1	10.4	8.8	7.3	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	418.5	2%	1,470	13.8	12.9	12.4	9.4	8.7	8.3	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	118.8	-28%	9,151	---	35.4	22.7	14.8	8.2	6.8	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	4,496.0	20%	3,379	5.1	5.6	6.8	3.0	3.0	3.1	8%	8%	9%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	5.4	112%	133	---	1.5	---	---	0.5	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	36	44%	1,485	5.5	5.2	5.3	6.1	5.7	5.7	13%	14%	15%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	100.5	74%	12,011	21.0	13.6	11.0	5.2	4.3	3.3	4%	1%	0%	80
Neuca	NEU	Hold	810.0	730.0	11%	3,389	16.2	14.2	12.7	8.6	7.7	6.9	2%	3%	3%	76
Onde	OND	Hold	9.0	7.7	17%	418	30.8	15.8	13.3	8.7	6.7	5.8	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	100.8	59%	1,139	13.3	11.5	10.2	8.2	7.5	6.8	3%	5%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	16.8	13%	21,982	18.9	16.7	14.1	5.9	5.7	5.3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	116.8	49%	135,598	4.5	4.9	5.6	2.5	2.6	3.0	7%	9%	9%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	60.4	29%	1,224	9.7	10.3	8.7	4.9	4.3	3.8	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	2.9	---	135	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	151.0	---	75,500	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.1	---	201	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	50.0	1%	26,315	16.1	14.4	13.2	7.4	6.7	6.3	---	---	---	57

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
PGE	PGE	Hold	18.8	15.3	23%	34,261	5.2	5.8	6.6	3.9	4.4	4.7	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	240.0	67%	1,600	10.7	8.4	8.3	6.6	4.7	4.7	7%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	65.7	51.0	29%	3,938	35.5	30.0	37.0	11.7	10.6	10.8	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.0	90%	1,588	12.0	10.8	9.5	4.0	3.0	2.3	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	16.0	128%	95	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Porr	POS	Buy	40.0	33.2	21%	1,300	9.4	8.7	8.0	2.0	1.9	1.8	3%	4%	5%	88
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	108.4	66%	1,577	8.2	8.0	7.3	5.7	5.2	4.5	8%	6%	7%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	748.5	103%	35,022	22.9	15.2	11.4	12.5	8.5	6.5	1%	2%	3%	75
Robyg	ROB	Buy	40.0	27.5	45%	2,984	7.4	6.1	5.5	7.3	6.4	5.8	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.7	15.6	116%	361	---	11.2	38.5	---	5.7	11.5	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	607.0	24%	329,834	38.8	26.8	21.7	21.5	15.7	12.8	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	206	131.8	56%	418	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35.0	17.3	102%	327	---	42.6	21.1	8.3	7.3	5.4	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	81.4	23%	1,027	12.9	10.4	10.2	7.5	6.3	6.0	---	---	---	---
Strabag	STR	Buy	145.0	101.0	44%	11,660	11.5	10.3	9.6	4.0	3.6	3.3	3%	3%	3%	68
Synektik	SNT	Hold	378	303.0	25%	2,584	14.6	12.5	11.5	9.9	8.1	7.2	4%	5%	6%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	8.7	34%	15,307	6.5	6.2	6.4	5.4	5.4	5.5	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102.4	82.7	24%	536	11.8	9.0	6.3	7.2	5.5	3.7	12%	9%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	51.8	64%	1,190	12.3	9.3	6.2	5.4	3.3	1.7	7%	4%	5%	---
Toya	TOA	Buy	17.5	13.3	32%	985	9.8	8.7	7.0	8.4	7.6	6.1	10%	0%	13%	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	311.5	---	429,870	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	141.0	29%	1,107	6.7	10.8	8.9	6.0	6.3	5.9	5%	5%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	128.6	21%	2,858	24.6	19.2	15.5	17.6	13.8	10.9	2%	2%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	485.0	53%	488	41.4	22.8	12.8	15.5	12.3	7.6	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	135.6	33%	1,424	13.2	13.4	11.5	7.5	7.5	6.6	2%	3%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.1	30%	1,186	10.0	8.7	7.9	4.9	4.5	4.2	1%	5%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	50.3	29%	1,498	10.0	13.5	11.9	5.6	4.9	4.6	20%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	10.2	-28%	189	17.1	14.7	14.6	4.0	4.3	4.1	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	11.5	---	1,192	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Buy	144.0	107.8	34%	12,674	7.7	9.0	7.9	4.8	5.3	4.3	5%	10%	8%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	63.3	---	187	---	---	---	---	---	---	---	---	---	
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.8	4%	31,895	26.3	19.3	15.8	8.9	7.6	6.6	---	---	---	

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

TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepcja@trigon.pl

LinkedIn
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	*Managing Director*

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

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