Daily

CEE | Equity Research

HIGHLIGHTS

FINANCIAL RESULTS

ASSECO POLAND: Wyniki za 3Q26 powyżej oczekiwań: nadal bardzo dobre wyniki w Polsce, poprawa marży zagranicą, lepsza Formula [lekko pozytywne]
DIAGNOSTYKA: Wyniki 3Q26: wzrost B2C i stabilizacja kosztów materiałowych nie wystarczają do odbudowy marż; słabsza EBITDA i obniżenie guidance na 2026 [negatywne]
RAINBOW TOURS: Wyniki 3Q26: zbliżone do oczekiwań, pod presją erozji marzy i straty P45, solidne hotele [neutralne]
MIRBUD: Wyniki 3Q26: zgodne ze wstępnymi, FCF zgodny z oczekiwaniami, choć wzrost aktywów kontraktowych zastanawia [neutralne]
VRG: Wyniki 3Q26: solidne recovery odzieży, wzrost kosztów ogranicza poprawę EBIT w jubilerze [lekko pozytywne]
ENTER AIR: Wyniki 3Q26: operacje +15% r/r, wyniki pod presją zmienności cen paliwa [neutralne]
AILLERON: Wyniki za 3Q26 powyżej oczekiwań: przyspieszenie sprzedaży i poprawa marży Software Mind, dodatni EBIT w FinTechu [pozytywne]
FABRITY: Wyniki zgodne ze wstępnymi, solidne dwucyfrowe wzrosty na kluczowych liniach P&L [neutralne]
ATM GRUPA: Wyniki za 3Q26: skor. EBITDA w grupie niższa o 2% r/r przez spadek w nieruchomościach, ale wyższa o 10% w podstawowej działalności
CAVATINA HOLDING: Wyniki 3Q26: 17.0 mln PLN zysku netto
NOCTILUCA: Wyniki 3Q26: wzrost przychodów i ograniczenie straty EBITDA

FINANCIALS

OTP BANK: Prezes OTP podtrzymuje apetyt na akwizycje – The Asian Banker
MBANK / UNICREDIT / COMMERZBANK: KNF bez sprzeciwu wobec przejęcia przez UniCredit pośredniej kontroli nad mBankiem
REVOLUT: Prezes Revolut: 15 mln klientów w Polsce to realny cel - XYZ

UTILITES & MINING

TAURON: Porozumienie z ArcelorMittal na sprzedaż udziałów w Tameh Holding [neutralne]
ENEA / BOGDANKA: Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]
POLENERGIA: Pozytywny wynik z rozliczenia IRS na 61.5m PLN [lekko pozytywne]

CONSUMER

MODIVO: Trading update
MODIVO: ShockPrice wchodzi na Słowację i przygotowuje debiut w Czechach
RAINBOW TOURS: Przedsprzedaż oferty Zima 2026/2027 na dzień 23.11.2026 – PAX 142,6 tys., +3,9% r/r [lekko negatywne]
VRG: Plany na 2027 r.: modernizacja salonów i dalsza optymalizacja sieci

GAMING

11 BIT STUDIOS: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Pipeline nabiera kształtu, ale na kluczowe katalizatory jeszcze poczekamy [neutralne]

INDUSTRIALS

CREOTECH INSTRUMENTS: Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]
XTPL: Sprzedaż DPS do madryckiego IMDEA Networks
SELENA FM: Warunkowa umowa zakupu 70% serbskiego Tesla Panels DOO
RYNEK CYNKU/STALPRODUKT: Nyrstar 30 listopada zawiesi produkcje cynku w europejskiej hucie Budel

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX / STRABAG: Czeski parlament zatwierdził finansowanie D35 w formule PPP
DEVELIA: Przedsprzedaż 280 mieszkań w inwestycji L62 we Wrocławiu
ATAL: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]
ECHO INVESTMENT: Lisala podnosi cenę w wezwaniu do 5.55 PLN
MIRBUD: Portfel zamówień na koniec października: 8.84 mld PLN netto
ŚNIEŻKA: Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26
TRAKCJA: Kauno tiltai podpisało umowę dla Via Lietuva za 35.26 mln EUR netto
MARVIPOL DEVELOPMENT: Do 435 mln PLN kredytów na projekt Aleje 138 w Warszawie

BIOTECH

GEDEON RICHTER: Spółka rozszerza współpracę z Adalvo o rozwój doustnego generyku semaglutydu; kolejny krok w budowie portfolio GLP-1 [lekko pozytywne]
VOXEL: Podsumowanie konferencji po 3Q26: silne wyniki kwartału dzięki finansowaniu KPO, diagnostyka walczy o marże; nowe kontrakty NFZ i radiofarmacja kluczowe dla wzrostu w 2027 [neutralne]

TRIGON DM COVERAGE

RECOMMENDATIONS

CORPORATE CALENDAR

FINANCIAL RESULTS

FINANCIAL RESULTS

ASSECO POLAND (ACP PW; HOLD; TP PLN 230)

Wyniki za 3Q26 powyżej oczekiwań: nadal bardzo dobre wyniki w Polsce, poprawa marży zagranicą, lepsza Formula [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**4,268**	**4,525**	**4,399**	**4,851**	**4,956**	**16%**	**2%**	**4,895**	**4,905**
Poland	576	592	599	690	642	11%	-7%	662	
International	1,118	1,335	1,130	1,238	1,135	1%	-8%	1,221	
Formula Systems	2,573	2,599	2,670	2,922	3,179	24%	9%	3,011	
EBITDA	616	584	695	770	794	29%	3%	774	770
EBIT	427	402	513	570	603	41%	6%	572	578
EBIT non-IFRS	512	592	575	665	671	31%	1%	-	
EBIT proportion	208	220	255	292	286	38%	-2%	-	
EBIT non-IFRS proportion	242	270	271	326	303	25%	-7%	-	
Net profit	**171**	**686**	**228**	**201**	**227**	**32%**	**13%**	**210**	**211**
Poland	91	66	131	102	127	40%	25%	113	
International	66	92	68	70	75	14%	8%	78	
Formula Systems	15	522	32	22	26	75%	18%	19	
Eliminations	0	6	-2	8	-2	-	-	0	
adj. Net profit	**199**	**226**	**224**	**262**	**241**	**22%**	**-8%**	**225**	
Poland	103	94	133	146	129	25%	-11%	-	
International	68	110	70	80	81	20%	2%	-	
Formula Systems	28	16	24	28	33	19%	19%	-	
Eliminations	0	6	-2	8	-2	-	-	-	
adj. P/E12M trailing	25.8	24.1	22.1	19.7	18.8				
EBITDA margin	14.4%	12.9%	15.8%	15.9%	16.0%				
EBIT margin	10.0%	8.9%	11.7%	11.8%	12.2%				
Net profit margin	4.0%	15.1%	5.2%	4.1%	4.6%				

Source: Company, Trigon

Backlog for the current year

	for 2025				for 2026			
PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25*	4Q25*	1Q26*	2Q26*	3Q26*
Asseco Group	**10,776**	**12,315**	**13,505**	**12,341**	**10,832**	**12,290**	**12,709**	**14,267**
Poland	1,562	1,725	1,929	1,970	1,754	2,003	2,246	2,375
Asseco International	2,276	2,563	2,798	3,155	2,602	2,826	3,156	3,522
Formula Systems	6,938	8,027	8,778	7,216	6,476	7,461	7,307	8,371
y/y Asseco Group	***6%***	***10%***	***9%***	***12%***	***19%***	***21%***	***18%***	***16%***
y/y Poland	*10%*	*13%*	*13%*	*14%*	*17%*	*21%*	*21%*	*21%*
y/y Asseco International	*11%*	*14%*	*11%*	*12%*	*12%*	*8%*	*11%*	*12%*
y/y Formula Systems	*3%*	*9%*	*8%*	*11%*	*23%*	*27%*	*20%*	*16%*

*Source: Company, Trigon, *dynamics adjusted for deconsolidation of Sapiens, DahliaMatic moved to segm. Asseco Int.*

- Backlog na 2026 wynosi 14,3mld PLN, +16% r/r przy bieżących kursach i +10% przy kursach stałych;
- W Polsce backlog rośnie o 21% r/r do 2,4mld PLN, podobna dynamika jak po 2Q, a w International i Formuli wzrost przy stałych kursach wynosi odpowiednio 9% i 7%;
- ~160 szpitali zakwalifikowanych do KPO to klienci Asseco, a wartość umów utrzymaniowych w segmencie istotnie wzrosła r/r;
- Asystenta głosowego Pola.AI wybrało ponad 30 podmiotów leczniczych, a kilkanaście szpitali zdecydowało się na narzędzie AI do automatycznego tworzenia opisów lekarskich;
- Po dniu bilansowym Michpal z grupy Formula kupił 70% Interspace, dostawcy usług płatniczych, e-commerce, hostingowych i chmurowych, za 68,2mln PLN.

MARKET QUOTES

INDICES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
WIG	152,971	1.7%	-5%	37%
WIG20	4,044	1.6%	-5%	35%
mWIG40	10,409	2.3%	-5%	29%
sWIG80	28,121	1.9%	-8%	-4%
PX (Prague)	2,563	0.5%	-3%	3%
BUX (Budapest)	135,960	0.5%	-7%	24%
BET (Bucharest)	33,361	-0.6%	-3%	46%
BIST30 (Istanbul)	13,454	0.7%	-3%	13%
DAX	25,216	2.1%	-1%	6%
FTSE 100	10,609	1.7%	-1%	9%
STOXX Europe 600	637	1.7%	-1%	11%
S&P 500	7,183	0.0%	-7%	5%
NASDAQ 100	26,047	0.0%	-12%	3%
Nikkei 225	58,717	0.9%	-7%	17%
Shanghai Comp	3,598	0.0%	-1%	-7%

BONDS	Rate	Change (bps) 1D	1M	1Y
PL 5Y bond yield	5.6%	-1.1	-40.6	95.4
PL 10Y bond yield	6.1%	-1.2	-30.1	89.4
CZ 10Y bond yield	5.3%	0.7	-14.7	67.1
HU 10Y bond yield	5.5%	-2.0	-22.0	-157.0
RO 10Y bond yield	7.2%	-0.4	7.3	29.5
WIBOR 3M	3.9%	0.0	0.0	-32.0
EURIBOR 3M	2.8%	1.5	14.3	74.3

CURRENCIES	Rate	Change (%) 1D	1M	1Y
USD/PLN	4.07	-0.2%	3.0%	10%
EUR/PLN	4.47	-0.1%	1.7%	5.4%
EUR/USD	1.10	0.1%	-1.3%	-5.3%
GBP/PLN	5.35	0.1%	-1.6%	-9.7%
CZK/PLN	0.18	0.1%	-1.2%	-4.4%
HUF/PLN	0.012	0.0%	-0.6%	-8.1%
RON/PLN	0.84	0.2%	-1.8%	-0.8%
CNY/PLN	0.61	0.1%	-3.2%	-15.8%

COMMODITIES	Price	Change (%) 1D	1M	1Y
Gold (USD/toz)	3,646	3.1%	-10%	-12%
Silver (USD/toz)	44.1	6%	-19%	-17%
Copper (USD/t)	11,872	1.9%	-17%	8%
Zinc (USD/t)	3,505	3.3%	-8%	15%
Molybdenum (USD/lb)	34.4	-0.1%	5%	59%
Iron ore (USD/t)	91	0.1%	0%	-13%
HCC (USD/t)	252	0.8%	-4%	13%
HRC EU (EUR/t)	795	2.6%	6%	30%
Brent crude oil (USD/bbl.)	97.2	0.6%	-15%	53%
CO2 (EUR/t)	84.2	2.4%	-5%	0%
TTF 1M gas (EUR/MWh)	87.7	1%	-9%	198%
Power 1Y in DE (EUR/MWh)	146	0.9%	-5%	67%
Power 1Y in PL (PLN/MWh)	600	2.0%	4%	33%
Shanghai Freight Index	3,504	-1.9%	-5%	141%

DIAGNOSTYKA (DIA PW; HOLD; TP PLN 181)

Wyniki 3Q26: wzrost B2C i stabilizacja kosztów materiałowych nie wystarczają do odbudowy marż; słabsza EBITDA i obniżenie guidance na 2026 [negatywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**612**	**618**	**671**	**683**	**680**	**11%**	**0%**	**687**	**695**
o/w B2B revenues	381	392	422	438	417	9%	-5%	425	
o/w B2C revenues	230	225	248	244	262	14%	7%	261	
Staff costs	-234	-244	-252	-254	-262	12%	3%	-260	
Raw materials	-123	-136	-137	-151	-140	14%	-7%	-151	
Services expense	-91	-99	-97	-108	-110	20%	1%	-103	
Other	-12	-20	-5	-15	-18	47%	18%	-20	
Adj. EBITDA	**152**	**122**	**180**	**135**	**153**	**0%**	**13%**	**156**	
EBITDA	152	120	180	154	151	-1%	-2%	153	156
EBIT	101	67	123	95	89	-11%	-6%	97	97
Net Profit	76	36	82	56	56	-26%	0%	62	
Adj. Net Profit	**63**	**38**	**82**	**42**	**54**	**-15%**	**29%**	**60**	60
Adj. EBITDA margin	**24.9%**	**19.7%**	**26.8%**	**19.8%**	**22.4%**	**-241 bps**	**260 bps**	**22.7%**	
EBITDA margin	24.9%	19.4%	26.8%	22.6%	22.2%	-263 bps	-38 bps	22.2%	22.4%
EBIT margin	16.4%	10.8%	18.3%	13.9%	13.2%	-329 bps	-77 bps	14.1%	14.0%
Net profit margin	12.4%	5.9%	12.2%	8.2%	8.3%	-415 bps	7 bps	9.0%	
Adj. Net profit margin	**10.3%**	**6.1%**	**12.2%**	**6.1%**	**7.9%**	**-244 bps**	**180 bps**	**8.8%**	**8.6%**
Test volume (m)	42.5	45.8	45.5	45.2	44.1	3.7%	-2.4%	45.5	
Price per test (PLN)	14.5	14.6	15.0	15.2	15.4	6.2%	1.4%	14.7	
OCF	129	128	138	125	122	-6%	-3%		
FCF	18	31	44	8	17	-4%	116%		
Net Debt	971	1062	1070	1204	1206	24%	0%		
adj. P/E 12M trailing	23.6	22.9	21.3	22.8	23.9				
EV/EBITDA 12M trailing	12.0	11.5	10.6	10.1	10.5				

Source: Company, Trigon, PAP for consensus. Note: Revenues from contracts with customers; adj. EBITDA and adj. net profit exclude ESOP and other one-offs. FCF = OCF - Capex (incl. M&A) - total lease payment.

- Przychody: 679,6mln PLN (+11% r/r; -0,5% q/q), 1% poniżej Trigon i 2% poniżej konsensusu. MLT: 641,2mln PLN (+10,9% r/r), DI: 38,3mln PLN (+12,4% r/r).

- B2B/B2C: Przychody B2C wzrosły o 13,6% r/r (+7,5% q/q) do 261,7mln PLN, wobec B2B +9,5% r/r (-5% q/q) do 416,6mln PLN.

- Wolumeny / pricing: Liczba badań wyniosła 44,1mln (+2,5% r/r; -3,1% q/q) vs 45,5mln prognozy Trigon. Po wyłączeniu utraty kontraktu Enel-Med dynamika wyniosłaby 4,1% r/r. Średnia cena badania wzrosła o 8,3% r/r do 15,4 PLN, w tym MLT +8,3% r/r (+7,1% bez AidPort), DI -6,3% r/r, pod wpływem zmian taryf NFZ, rozliczania nadwykonań i mixu procedur.

- Koszty: OPEX wzrósł o 15,4% r/r do 593,5mln PLN, szybciej niż przychody. Koszty pracownicze wzrosły o 12% r/r, materiałów i energii o 14% r/r (-7% q/q), a usług obcych o 20% r/r, m.in. wskutek konsolidacji DI i wdrożenia SAP.

- Recurring EBITDA: 152,5mln PLN (+0,2% r/r; -1,2% q/q), 2% poniżej Trigon i 3% poniżej konsensusu. Marża spadła do 22,4% (-2,4 p.p. r/r). W 9M26 r. EBITDA wyniosła 486,5mln PLN (+4,3% r/r), przy marży 23,9% vs 26,0% rok wcześniej.

- Cash flow / bilans: CAPEX bez M&A w 9M26 wyniósł 104mln PLN, wydatki akwizycyjne 63,3mln PLN. Kapitał obrotowy wzrósł do 271,4mln PLN (+82mln PLN r/r). Dług netto wyniósł 1 206mln PLN, przy ND/EBITDA LTM ok. 2,0x.

- B2C / digital: Aplikacja Diagnostyka+ osiągnęła ok. 1mln użytkowników i 25,8mln PLN sprzedaży LTM. Uruchomienie programu Profilaktyka+ planowane jest na 1Q27.

- M&A / nowe obszary: Przejęcie AidPort rozszerza działalność o badania kliniczne, a Genomed wzmacnia kompetencje w diagnostyce genetycznej. Projekt platformy danych medycznych i AI (102,9mln PLN, potencjalna dotacja 51,3mln PLN) planowany jest na lata 2027–28.

- Outlook 2026: Podtrzymano guidance wzrostu przychodów (low-to-mid teens), cen (high-single digit) i wolumenów (low-to-mid single digit), obniżając oczekiwania dotyczące marży recurring EBITDA względem 2025 (24,3%). CAPEX bez M&A obniżono do 140–200mln PLN z 170–220mln PLN.

VOLUME

AVG. VOLUME (PLNm)

Index	1D	1M	3M	6M	1D/3M
WIG	2866	2587.1	2611.4	2556.5	110%
WIG20	2383.9	2161.7	2132.1	2120.4	112%
WIG40	368.7	420.7	422.2	384.9	87%
sWIG80	70.8	58.7	60.8	58.8	116%

TOP VOLUME (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	Vol.	Ticker	Vol.	Ticker	Vol.
ALE	266	XTB	43.4	SCW	5.6
ZAB	185.8	BFT	34.3	BMC	4.2
KGH	166.9	ASB	31.0	LWB	4.0
PKO	133.0	ACP	17.9	CRQ	3.0
PKN	90.3	JSW	16.3	COG	2.5
EBP	82.3	CPS	15.1	TOA	2.4
DNP	62.5	TXT	14.6	1AT	2.3
MDV	53.4	CRI	11.8	ZEP	2.1
CDR	52.3	ATT	8.8	DIG	1.9
PEO	48.7	MIL	7.6	11B	1.8

VOLUME SPIKES (PLNm)

WIG20		mWIG40		sWIG80	
Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M	Ticker	1D/3M
ZAB	329%	TXT	660%	REX	459%
EBP	113%	ASE	374%	SNK	356%
MDV	106%	VOX	198%	ECH	245%
KRU	103%	VRC	153%	HUG	229%
ALE	71%	NEU	152%	1AT	226%
KGH	68%	EAT	143%	11B	216%
KTY	68%	DOM	132%	BMC	204%
CDR	62%	LBW	132%	AST	200%
PGE	52%	MRB	129%	PCR	199%
DNP	51%	CRI	123%	CIG	198%

STOCK PRICE PERFORMANCE

Ticker	Price	Chng.	Ticker	Price	Chng.
Best		**WIG20**			**Worst**
KGH	235	4.0%	EBP	746	-3%
KTY	1,258	3.0%	ZAB	32	-0.2%
MBK	1,609	2.5%	PCO	50	0.3%
ALE	67	2.4%	PGE	15	0.5%
PKN	119	2.2%	PZU	69	0.9%
Best		**mWIG40**			**Worst**
TXT	42.9	16.5%	EAT	8.3	-2%
ATT	14.4	11.6%	DOM	243.0	-0.8%
JSW	26.3	7.2%	OPL	16.7	-0.3%
ASB	144.8	6.8%	CBF	212.4	0.0%
VOX	144.0	6.2%	CBF	212.4	0.0%
Best		**sWIG80**			**Worst**
CRQ	148.0	9.2%	REX	10.6	-8%
LWB	25.4	8.1%	ZRE	7.9	-4.9%
GRX	2.2	7.6%	HUG	24.4	-4.7%
VOT	37.3	7.5%	BMC	7.0	-4.6%
QRS	12.0	7.5%	DCR	63.8	-1.2%

RAINBOW TOURS (RBW PW; BUY; TP PLN 180)

Wyniki 3Q26: zbliżone do oczekiwań, pod presją erozji marzy i straty P45, solidne hotele [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	1,957	803	884	1,100	2,219	13%	102%	2,163	2236
EBITDA	211	23	64	27	161	-24%	495%	170	166
EBIT	204	15	56	19	152	-25%	695%	161	157
Tour operator	172	28	63	14	116	-33%	721%	127	
o/w Poland	162	35	68	14	114	-29%	740%		
o/w Romania	-2	-7	-6	-8	-12	-	-		
Hotels	32	-12	-7	5	37	15%	611%	35	
adj. Net profit	160	15	46	19	126	-21%	554%	122	123
Gross margin	18.2%	15.2%	16.7%	11.9%	14.6%	-3.6pp	2.7pp	15.2%	
Tour operator	17.7%	17.3%	17.5%	12.2%	14.2%	-3.5pp	2.0pp	14.8%	
SG&A ratio	7.8%	12.8%	10.4%	10.3%	7.8%	0.0pp	-2.6pp	8.0%	
Tour operator	8.1%	13.5%	10.2%	10.8%	8.4%	0.2pp	-2.5pp	8.3%	
EBITDA margin	10.8%	2.8%	7.2%	2.5%	7.2%	-3.6pp	4.8pp	7.8%	7.4%
EBIT margin	10.4%	1.9%	6.3%	1.7%	6.9%	-3.6pp	5.1pp	7.4%	7.0%
Tour operator	9.0%	4.7%	7.9%	1.4%	5.8%	-3.2pp	4.4pp		
adj. Net profit margin	8.2%	1.8%	5.2%	1.8%	5.7%	-2.5pp	3.9pp	5.6%	5.5%
OCF	169	-23	-144	306	97	-42%	-68%		
Net debt	-364	-243	-154	-436	-407	-	-		
P/E12M trailing	6.7	7.0	7.4	7.5	8.7				
EV/EBITDA 12M trailing	4.0	4.4	5.0	4.3	5.2				

Source: Company, Trigon

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 13.5)

Wyniki 3Q26: zgodne ze wstępnymi, FCF zgodny z oczekiwaniami, choć wzrost aktywów kontraktowych zastanawia [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26P	3Q26E	Cons.
Revenues	732	1,002	547	910	1,062	45%	17%	1,062	981	930
Construction	731	1,016	505	935	1,059	45%	13%		950	
Residential	11	59	44	74	55	386%	-25%		59	
Rental	12	8	9	8	8	-34%	-1%		14	
Other & Eliminations	-22	-51	-10	-107	-60	-	-		-28	
Other operating activity, net	-3.8	74.2	-0.4	6.3	14.8	-	135%		12	
Revaluations	-0.6	-11.4	-0.6	0.1	-0.6	-	-		0	
EBITDA	28.4	99.1	32.9	60.7	86.3	204%	42%	n.a.	70.4	63.0
adj. EBITDA	**32.9**	**36.3**	**33.9**	**54.3**	**72.2**	**120%**	**33%**	**n.a.**	**70.4**	
EBIT	20.4	90.9	23.5	51.4	76.0	272%	48%	n.a.	60.9	54.0
Net profit	14.1	62.0	9.7	35.2	63.6	351%	80%	63.1	43.3	36.8
Gross Margin	7.5%	8.3%	10.2%	8.4%	9.3%	1.8pp	0.9pp	9.3%	8.8%	
Construction	6.9%	6.6%	7.9%	6.6%	7.0%	0.1pp	0.4pp		7.0%	
Residential	34.4%	33.4%	33.0%	31.1%	29.0%	-5.5pp	-2.1pp		32.0%	
Rental	19.5%	5.2%	10.9%	16.6%	-5.3%	-25pp	-22pp		15.0%	
Backlog	8,865	8,465	8,279	8,879	8,833	0%	-1%		8,833	
OCF	-1	251	-266	35	107	-	206%			
NWC	-29	184	-294	-18	25	-	-			
FCF	-10	208	-280	13	210	-	1554%			
Net Debt	365	177	462	436	234					
P/E12M trailing	11.9	11.3	11.9	10.5	7.4					
EV/EBITDA 12M trailing	8.7	7.3	8.7	7.7	5.4					
EBITDA margin	3.9%	9.9%	6.0%	6.7%	8.1%	4.2pp	1.5pp		7.2%	6.8%
EBIT margin	2.8%	9.1%	4.3%	5.7%	7.2%	4.4pp	1.5pp		6.2%	5.8%
Net profit margin	1.9%	6.2%	1.8%	3.9%	6.0%	4.1pp	2.1pp	5.9%	4.4%	4.0%

Source: Company, Trigon

VRG (VRG PW; BUY; TP PLN 6.6)

Wyniki 3Q26: solidne recovery odzieży, wzrost kosztów ogranicza poprawę EBIT w jubilerze [lekko pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	346	488	356	435	395	14%	-9%	399	399.8
Apparel	146	201	142	177	148	2%	-16%	148	
Jewellery	200	287	215	259	247	23%	-5%	251	
Gross Profit	188	275	201	260	227	21%	-13%	225	
EBITDA	57.3	99.3	52.6	98.5	74.7	30%	-24%	69.9	70.7
EBIT	23.3	64.9	14.1	58.9	34.2	46%	-42%	29.1	30.9
Apparel	-5.3	17.8	-2.5	19.3	2.7	-	-86%	-1.5	
Jewellery	28.7	47.0	16.6	39.6	31.5	10%	-20%	30.6	
Net profit	12.4	51.2	-0.2	44.8	14.5	17%	-68%	17.3	16.7
adj. Net profit	14.3	57.4	8.2	46.8	19.6	36%	-58%	18.2	16.7
Gross Margin	54.4%	56.3%	56.5%	59.8%	57.6%	*3.2pp*	*-2pp*	56.5%	
Apparel	57.1%	62.9%	61.0%	66.3%	62.7%	*5.6pp*	*-4pp*	60.6%	
Jewellery	52.4%	51.7%	53.5%	55.4%	54.5%	*2.0pp*	*-1pp*	54.2%	
SG&A ratio	47.4%	40.9%	52.4%	45.4%	48.9%	*1.6pp*	*4pp*	49.0%	
EBITDA margin	16.6%	20.4%	14.8%	22.6%	18.9%	*2.4pp*	*-4pp*	17.5%	17.7%
EBIT margin	6.7%	13.3%	4.0%	13.5%	8.6%	*1.9pp*	*-5pp*	7.3%	7.7%
Apparel	-3.7%	8.9%	-1.7%	10.9%	1.8%	*5.5pp*	*-9pp*	-1.0%	
Jewellery	14.3%	16.4%	7.7%	15.3%	12.8%	*-1.6pp*	*-3pp*	12.2%	
Net profit margin	3.6%	10.5%	0.0%	10.3%	3.7%	*0.1pp*	*-7pp*	4.3%	4.2%
Sales per sqm	2359	3316	2282	2734	2442	3.5%	-11%		
Sales area (k sqm)	48.9	49.0	52.1	53.1	53.9	10.3%	2%		
OCF	18	208	-31	79	17	-7%	-79%		
CAPEX	13	13	113	18	15	13%	-14%		
FCF	-24	167	-176	29	-32	-	-		
Net debt	467	307	529	497	620	33%	25%		
adj. P/E12M trailing	12.9	11.5	10.9	9.8	9.4				
EV/EBITDA 12M trailing	6.1	5.6	6.1	5.6	5.7				

Source: Company, Trigon

ENTER AIR (ENT PW; BUY; TP PLN 73)

Wyniki 3Q26: operacje +15% r/r, wyniki pod presją zmienności cen paliwa [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	Cons.
Revenues	**1,168**	**529**	**482**	**996**	**1,584**	**36%**	**59%**	**1,505**	**1,528**
EBITDA	**348**	**2**	**40**	**172**	**382**	**10%**	121%	**387**	**386**
Adj. EBITDA	**329**	**32**	**-13**	**191**	**382**	**16%**	100%	**417**	
EBIT	172	-89	-51	68	177	3%	159%	172	175
Adj. EBIT*	**153**	**-60**	**-104**	**87**	**177**	**16%**	**104%**	**202**	
Net financial result	-26	-12	-144	-33	-21	-	-	-55	
Net profit	109	-74	-159	28	128	17%	350%	95	132
Adj. Net profit*	**110**	**-58**	**-108**	**45**	**122**	**11%**	**168%**	**138**	
EBITDA margin	29.8%	0.4%	8.3%	17.3%	24.1%	-6pp	7pp	25.7%	25%
Adj. EBITDA margin	28.1%	6.0%	-	19.2%	24.1%	-4pp	5pp	27.7%	
EBIT margin	14.7%	-	-	6.9%	11.1%	-4pp	4pp	11.4%	11%
Adj. EBIT margin	13.1%	-	-	8.7%	11.1%	-2pp	2pp	13.4%	
Net profit margin	9.3%	-	-	2.8%	8.0%	-1pp	5pp	6.3%	8.6%
Adj. Net profit margin	9.4%	-	-	4.6%	7.7%	-2pp	3pp	9.2%	
Adj. P/E12M trailing	8.0	11.4	45.7	-	-				
Adj. EV/EBITDA 12M trailing	4.0	4.7	5.9	5.9	5.2				

Source: Company, Trigon. Note: (*) adjusted for unrealized FX and financial derivatives

#One-offy

- Wynik na niezrealizowanych FX i niezrealizowanej wycenie hedgingu paliwa lotniczego prezentowane w saldzie kosztów finansowych odpowiednio -40mln PLN oraz 47mln PLN;

AILLERON (ALL PW; BUY; PLN 20.6)

Wyniki za 3Q26 powyżej oczekiwań: przyspieszenie sprzedaży i poprawa marży Software Mind, dodatni EBIT w FinTechu [pozytywne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E
Revenues	134.8	161.7	140.7	149.2	162.8	21%	9%	151.0
Revenues FinTech	14.7	17.3	15.8	16.5	19.6	33%	19%	16.6
Revenues Software Mind	119.4	143.9	124.3	132.7	143.2	20%	8%	133.8
Revenues other	0.6	0.5	0.6	0.0	0.0	-100%	-	0.6
Poland	27.4	52.4	36.7	42.2	46.7	71%	11%	-
European Union	43.3	40.6	44.0	49.0	52.7	22%	8%	-
USA	59.9	65.6	56.7	50.3	56.1	-6%	11%	-
Other and Asia	4.2	3.7	3.3	7.6	7.3	73%	-5%	-
Opex FinTech	16.3	16.8	15.9	17.0	18.7	15%	10%	16.8
Opex Software Mind	105.8	129.4	111.1	117.7	122.5	16%	4%	115.7
EBITDA	17.9	16.7	19.2	20.1	27.6	54%	37%	23.8
EBIT	11.9	10.4	13.4	14.3	21.7	82%	52%	17.9
EBIT FinTech	-1.5	0.5	0.0	-0.5	0.9	-	-	-0.1
EBIT Software Mind	13.7	14.5	13.2	15.0	20.7	51%	38%	18.1
EBIT other	-0.2	-4.6	0.2	-0.2	0.1	-	-	0.0
Net profit	8.9	3.2	6.1	3.6	8.0	-11%	123%	5.1
adj. Net profit	4.0	8.8	4.5	5.4	8.8	118%	64%	5.9
P/E12M trailing	8.6	10.6	8.3	9.6	10.0			
P/E12M trailing adj.	15.2	11.6	11.3	9.2	7.6			
Revenues y/y	-7%	0%	-2%	7%	21%			
EBITDA margin	13%	10%	14%	13%	17%			
EBIT margin	9%	6%	10%	10%	13%			
Net profit margin	7%	2%	4%	2%	5%			

Source: Company, Trigon

- Wynik operacyjny wsparło odwrócenie odpisów na należności i aktywa kontraktowe w kwocie 0,7mln PLN, wobec 0,4mln PLN kosztu przed rokiem;
- Efektywna stawka podatkowa w 3Q wyniosła 5,7%, wspierając wynik netto;
- W FinTechu rośnie udział powtarzalnych przychodów z LiveBank, co wraz z dyscypliną kosztową poprawia rentowność;
- Zaliczka na poczet dywidendy za 2026 wynosi 0,65 PLN na akcję, łącznie 8,1mln PLN, z terminem wypłaty 10 listopada.

FABRITY (FAB PW; HOLD; PLN 30)

Wyniki zgodne ze wstępnymi, solidne dwucyfrowe wzrosty na kluczowych liniach P&L [neutralne]

PLNm	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q	3Q26E	3Qprel
Revenues	16.8	16.4	17.2	18.5	19.7	18%	7%	18.9	19.7
EBITDA	1.6	1.5	2.0	2.1	2.4	54%	18%	2.3	2.4
EBIT	1.0	1.0	1.6	1.6	2.0	92%	23%	1.9	2.0
Net profit b. minorities	1.0	1.3	1.3	1.5	1.6	65%	11%	1.6	-
Net profit	0.9	1.2	1.2	1.4	1.5	68%	9%	1.5	-
Net debt	-4.5	-11.5	-9.4	-2.0	-3.0				
P/E12M trailing	26.8	19.4	17.7	15.4	13.7				
EV/EBITDA 12M trailing	9.8	9.8	9.4	10.1	8.9				
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%	10.1%				

Source: Company, Trigon

- W 3Q zawarto umowy ramowe z OECD oraz Centrum Zakupów dla Sądownictwa;
- Zespół grupy liczy obecnie blisko 300 osób wobec 280 w 1H26 i 267 w 1Q26;
- Fabrity kontynuuje rekrutacje, szczególnie w obszarach danych, AI i przemysłowego IoT;
- Rozpoczęcie części projektów u nowych klientów przesunęło się na kolejne okresy, podczas gdy koszty rozbudowy zespołów i rozwoju oferty obciążają już bieżące wyniki;
- Platformy danych i rozwiązania AI należą do najszybciej rozwijających się obszarów oferty'
- Grupa obserwuje również wzrost liczby projektów i zapytań dotyczących przemysłowego IoT;
- Zarząd względnie optymistycznie ocenia perspektywy wyniku operacyjnego w 4Q, wskazując na dotychczasowy szybki rozwój biznesu software.

ATM GRUPA

Wyniki za 3Q26: skor. EBITDA w grupie niższa o 2% r/r przez spadek w nieruchomościach, ale wyższa o 10% w podstawowej działalności

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	Y/Y	Q/Q
Revenues	**60.5**	**64.1**	**118.2**	**80.2**	**73.3**	**65.0**	**106.6**	**-10%**	**64%**
y/y	*0%*	*25%*	*54%*	*44%*	*21%*	*1%*	*-10%*		
production	45.9	35.5	90.6	54.8	54.9	43.6	88.2	-3%	102%
fixed assets management	14.1	19.8	19.5	22.0	13.4	21.0	17.9	-8%	-15%
real estate development	0.1	8.4	8.0	2.8	4.6	0.0	0.1	-98%	173%
Adj. EBITDA	**10.7**	**18.1**	**28.6**	**11.6**	**12.6**	**13.3**	**28.1**	**-2%**	**111%**
production	4.6	6.9	18.1	3.3	6.6	5.4	19.7	9%	263%
fixed assets management	5.8	7.4	8.3	7.8	4.7	8.7	9.3	13%	7%
real estate development	0.1	3.4	2.4	0.7	1.3	-0.3	-0.2	-	-
EBIT	**5.7**	**12.7**	**23.3**	**6.0**	**7.0**	**7.5**	**22.5**	**-3%**	**202%**
y/y	*-27%*	*232%*	*16%*	*18%*	*23%*	*-41%*	*-3%*		
Net profit a.m.	**3.3**	**8.9**	**18.3**	**6.7**	**6.4**	**4.7**	**16.9**	**-8%**	**257%**
Operating CF	3.6	18.3	3.9	32.4	-14.5	30.1	-0.1	-	-
CAPEX	-7.7	-12.2	-10.2	-9.5	-11.2	-5.8	-6.4	-37%	10%
Net debt	-32.0	-28.4	-21.1	-37.2	-10.4	-10.5	-1.0	-95%	-91%
P/E 12M trailing	12.9	10.3	8.9	8.1	7.5	8.3	8.6		

Source: Company, Trigon

- Wynik 3Q26 wsparły dochody z dotacji w wysokości 2,4mln PLN wobec 0,2mln PLN przed rokiem;
- OCF wyniósł -0,1mln PLN wobec 3,9mln PLN przed rokiem, przy sezonowym wzroście należności o 25mln PLN;
- ATM Short Drama rozpoczęła w 3Q realizację dwóch pilotażowych seriali na rynki międzynarodowe, po 60 odcinków trwających 2–2,5 minuty, tworzonych z wykorzystaniem generatywnej AI;
- Wśród projektów produkcyjnych są drugi sezon „Breslau" dla Disney+, sześcioodcinkowa kontynuacja „Rancza" z premierą w grudniu oraz rozwijana adaptacja powieści Remigiusza Mroza „Piekło jest puste";
- Lumina planuje 12 parków iluminacji w sezonie 2026/27, w tym trzy nowe lokalizacje w Warszawie, Bukareszcie i Rzeszowie;
- ATM Studio pozyskała kredyt inwestycyjny na budowę nowej hali zdjęciowo-produkcyjnej w Warszawie o powierzchni blisko 2,5 tys. m², zwiększającej potencjał produkcyjny grupy.

CAVATINA HOLDING

Wyniki 3Q26: 17.0 mln PLN zysku netto

- Przychody ze sprzedaży mieszkań wyniosły 20.6 mln PLN wobec 35.4 mln PLN, a z najmu i aranżacji 57.6 mln PLN wobec 49.1 mln PLN;
- Wynik z najmu i aranżacji wzrósł do 32.9 mln PLN z 25.9 mln PLN; wynik na sprzedaży mieszkań spadł do 2.0 mln PLN z 8.2 mln PLN;
- Zysk z wyceny i sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych wyniósł 33.6 mln PLN wobec 19.3 mln PLN, a EBIT 43.6 mln PLN wobec 40.5 mln PLN;
- Zysk netto wyniósł 17.0 mln PLN wobec wyniku bliskiego zeru rok wcześniej; przychody finansowe wyniosły 35.6 mln PLN, a koszty finansowe 60.4 mln PLN.

NOCTILUCA

Wyniki 3Q26: wzrost przychodów i ograniczenie straty EBITDA

- Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi wyniosły 1.65 mln PLN (+91% r/r, +35% kw/kw); pozycja obejmuje również zmianę stanu produktów i aktywowane koszty projektów;
- EBITDA wyniosła -0.64 mln PLN wobec -0.89 mln PLN w 2Q26; EBITDA skorygowana o koszty i przychody grantowe oraz koszty pozyskiwania dotacji wyniosła -0.45 mln PLN;
- Na koniec września środki pieniężne wynosiły 1.13 mln PLN; spółka wskazuje na niewykorzystane linie pożyczkowe do 18.5 mln PLN, w części lub w całości warunkowe.

FINANCIALS

OTP BANK (OTP HB; BUY; TP HUF 49,753)

Prezes OTP podtrzymuje apetyt na akwizycje – The Asian Banker

- CEO Péter Csányi widzi możliwość dokupienia aktywów w Chorwacji, Serbii, Albanii i na Ukrainie, gdzie grupa analizuje dwa banki, które może sprywatyzować państwo;
- Polska pozostaje rynkiem, na który OTP chciałby wejść, a prezes liczy, że za pięć lat grupa będzie obecna w więcej niż 11 krajach.
- Wśród ostatnich transakcji jest zakup 25.11 od państwa uzbeckiego pozostałego pakietu 17.5% akcji Ipoteka Banku, po czym udział grupy wzrósł z 72.9% do 90.4%;
- Cena nie została ujawniona - zmiana pierwotnych warunków umowy obniży skonsolidowany zysk netto w 4Q26 o USD 55mln.

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

KNF bez sprzeciwu wobec przejęcia przez UniCredit pośredniej kontroli nad mBankiem

- KNF jednogłośnie nie zgłosiła sprzeciwu wobec pośredniego stania się przez UniCredit, za pośrednictwem Commerzbanku, podmiotem dominującym wobec mBanku, mBanku Hipotecznego, mTFI i mElements;
- Była to ostatnia brakująca zgoda regulacyjna, więc UniCredit ogłosił spełnienie wszystkich warunków oferty;
- UniCredit spodziewa się zapisania akcji z wymiany do 7 grudnia, a po rozliczeniu będzie miał 49.65% głosów w Commerzbanku;

- Commerzbank jest bezpośrednim akcjonariuszem mBanku z ok. 69% akcji;
- Wcześniej CEO mówił, że w najbliższym czasie UniCredit nie zamierza przekraczać progu 50% ani ogłaszać wezwania na mBank - zdanie mogłoby zmienić szerokie poparcie dla połączenia Commerzbanku z HVB;

REVOLUT

Prezes Revolut: 15 mln klientów w Polsce to realny cel - XYZ

- CEO uważa, że przy obecnej dynamice 15 mln klientów w Polsce to realny cel w dłuższym horyzoncie.
- Udział Revoluta w miesięcznej sprzedaży kart kredytowych w Polsce osiągnął dwucyfrową wartość;
- Portfel pożyczek gotówkowych w Polsce wzrósł o 30% r/r, a sprzedaż w 3Q26 była o 18% wyższa kw/kw, gdzie wzrost napędza głównie oferta refinansowania dla obecnych klientów;
- Bank poważnie rozważa przeniesienie dużej części portfela kredytowego poza bilans, np. przez sekurytyzację albo udzielanie kredytów na bilans innego banku.

BANKI

Drugi wyrok TSUE w sprawie WIBOR korzystny dla banków

- 26 listopada TSUE orzekł, że brak górnej granicy wzrostu WIBOR w umowie kredytu hipotecznego nie przesądza sam w sobie o nieuczciwym charakterze klauzuli zmiennego oprocentowania;
- O tym, czy klauzula jest nieuczciwa, rozstrzyga sąd krajowy, który ma zbadać m.in., czy przykładowa RRSO przedstawiona konsumentowi spełniała wymogi prawa UE;
- Według ZBP na koniec października w sądach toczyło się 4421 spraw dotyczących WIBOR, a wszystkie 340 zakończonych w II instancji rozstrzygnięto na korzyść banków;
- Otwarta pozostaje kwestia umów zawartych przed wejściem w życie rozporządzenia BMR, czyli przed 2018 rokiem; na rozstrzygnięcie czekają dwa pytania, a odpowiedzi TSUE spodziewane są w przyszłym roku.

UTILITES & MINING

TAURON (TPE PW; BUY; TP PLN 11.7)

Porozumienie z ArcelorMittal na sprzedaż udziałów w Tameh Holding [neutralne]

Kwota netto za 50% udziałów w Tameh (stare bloki węglowe przy hutach) ma wynieść 72m EUR (~325m PLN) plus ewentualna dodatkowa dywidenda.

ENEA (ENA PW; BUY; TP PLN 25.8) / BOGDANKA

Podsumowanie konferencji wynikowej [neutralne]

- Guidance EBITDA na 2027: 1) poprawa wyniku w wydobyciu r/r (wyższe ceny węgla, renegocjacja z LWB, gdzie widoczne będzie przesunięcie marży z wytwarzania do LWB), 2) spadek wyniku w tradingu r/r (przez marże na taryfe G), 3) wzrost w OZE (nowe moce), 4) stabilnie w wytwarzaniu (istotny negatywny wpływ dostępności i kosztu biomasy [+17.5% r/r w 1-3Q], niższe przychody z rynku mocy), 5) stabilnie w dystrybucji (wzrost WRA)
- Wynik w 2026 powinien być zbliżony do konsensus, 4Q bez większych zaskoczeń
- Ministerstwo Energii pracuje nad nowym rynkiem mocy, ale to początkowe prace
- Trwają analizy budowy nowego szybu w LWB, spółka liczy na państwowe źródła finansowania
- Capex w tym roku może być niższy o 10% vs. budżet (przesunięcia inwestycji na 1Q27)

POLENERGIA (PEP PW; BUY; TP PLN 65.7)

Pozytywny wynik z rozliczenia IRS na 61.5m PLN [lekko pozytywne]

Spółka uruchomiła nowe finansowanie dla pięciu farm wiatrowych, refinansując dotychczasowe zadłużenie, a przy okazji zrealizowała ok. 61.5m PLN dodatniego wyniku na zamknięciu starych zabezpieczeń stóp procentowych (IRS).

CONSUMER

MODIVO (MDV PW; SELL; TP PLN 86)

Trading update

- W okresie 1.11-25.11 2026 sprzedaż grupy wzrosła o 34%, w tym: HalfPrice +35%, CCC +24%, Modivo.com +32%;
- Sprzedaż LFL na poziomie grupy była wyższa o 11%, w tym: HalfPrice +8%, CCC +11%;
- Zysk brutto na sprzedaży wzrósł o 30%, w tym: HalfPrice +24%, CCC +20%, Modivo.com +40%;
- Operacyjna marża brutto Grupy wyniosła 53% i była niższa o 1 p.p. rdr;
- „W listopadzie priorytetem była wysoka odsprzedaż ukierunkowana na optymalizację zapasów, zgodnie z założonym planem. W strukturze sprzedaży grupy wzrósł udział formatów off-price i e-commerce - o niższej średniej marży brutto".

MODIVO (MDV PW; SELL; TP PLN 86.0)

ShockPrice wchodzi na Słowację i przygotowuje debiut w Czechach

- Sieć otworzyła 20. sklep i rozpoczęła działalność na Słowacji, trzecim rynku zagranicznym po Rumunii i Bułgarii;
- Wejście do Czech zaplanowano na grudzień; do końca roku liczba sklepów ma wzrosnąć do niemal 40;
- W 2027 r. koncepty off-price mają odpowiadać za blisko 90% nowej powierzchni handlowej Modivo Platform.

RAINBOW TOURS (RBW PW; BUY; TP PLN 180)

Przedsprzedaż oferty Zima 2026/2027 na dzień 23.11.2026 – PAX 142,6 tys., +3,9% r/r [lekko negatywne]

VRG (VRG PW; BUY; TP PLN 6.6)

Plany na 2027 r.: modernizacja salonów i dalsza optymalizacja sieci

- W segmencie odzieżowym zaplanowano modernizacje wybranych salonów, renegocjacje czynszów, relokacje i zamykanie nierentownych lokalizacji; Vistula ma rozwijać nowy koncept salonu wdrożony w 2026 r;
- Grupa kontynuuje poszukiwanie inwestora dla Deni Cler Milano; w jubilerstwie priorytetami są rozwój W.KRUK w Polsce, poprawa efektywności na Węgrzech i zwiększanie skali Lilou;
- Na koniec 2027 r. planowana powierzchnia handlowa wynosi ok. 55.0 tys. m², w tym 31.7 tys. m² w odzieży i 23.4 tys. m² w jubilerstwie;
- VRG zamierza rozwijać omnichannel i programy lojalnościowe oraz analizować możliwości wzrostu organicznego i akwizycji.

GAMING

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26: Pipeline nabiera kształtu, ale na kluczowe katalizatory jeszcze poczekamy [neutralne]

#Pipeline gier własnych

- Frostpunk 1886 – projekt znajduje się w fazie produkcji, a zespół osiągnął już niemal docelową liczebność. Osiągnięcie etapu alpha planowane jest na 1H27, zakończenie produkcji na przełom 2027/28, a premiera na 1H28. Potencjalne rozszerzenie zawartości gry na premierę skonsumowało część bufora czasowego, jednak na razie nie zagraża zakładanemu oknu premierowemu. Spółka od początku zakłada dalszy rozwój gry po premierze;
- Frostpunk IP – pierwsza odsłona gry zgromadziła na samym Steam ponad 7.3m graczy, ze średnim czasem rozgrywki na poziomie 24h, wobec ok. 11h potrzebnych na ukończenie gry. Ponad 27% graczy spędziło w grze powyżej 20h, 10% powyżej 50h, a 3% powyżej 100h. Wysoki engagement społeczności jest jednym z argumentów zarządu przemawiających za potencjałem komercyjnym Frostpunk 1886;
- P12 – nowe IP oparte na immersyjnej rozgrywce i mechanikach emergent gameplay, czerpiące inspiracje z This War of Mine. Projekt prowadzony jest przez twórców kluczowych IP spółki, będących jednocześnie członkami zarządu. Wstępne wrażenia z first playable są pozytywne, choć formalna ewaluacja milestone'u nadal trwa. Spółka zmodyfikowała proces oceny kolejnych etapów produkcji, kładąc większy nacisk na ich weryfikację;
- P13 – nowa produkcja w uniwersum Frostpunk, reprezentująca inny niż dotychczas gatunek gier w ramach tego IP. Projekt prowadzony jest przez jednego ze współreżyserów Frostpunk 2. Zarząd sygnalizuje wysokie wewnętrzne oczekiwania wobec projektu;
- P14 – nowe IP rozwijane przez zespół odpowiedzialny za The Alters, pod kierownictwem tego samego game directora. Prace nad first playable rozpisane są na ok. 12 miesięcy, a jego ocena nastąpi w 2H27;
- P15 (This War of Mine) – podobnie jak Frostpunk 1886 będzie reinterpretacją oryginalnej gry, z zachowaniem jej kluczowych mechanik, ale wzbogaconą o nową zawartość i rozwiązania gameplayowe. Spółka nadal poszukuje game directora, jednak zdaniem zarządu nie powoduje to opóźnień w produkcji;
- The Alters – spółka nadal pracuje nad dodatkowymi możliwościami monetyzacji gry, w tym potencjalnymi partnerstwami komercyjnymi. Zespół odpowiedzialny za wsparcie produkcji będzie stopniowo wygaszany w kolejnych miesiącach;

#Zatrudnienie i organizacja produkcji

- Na koniec września spółka zatrudniała 246 osób. Priorytetem pozostaje realokacja pracowników z kończących się projektów do nowych produkcji. W 2027 planowane są selektywne rekrutacje specjalistów, bez istotnego zwiększania skali zatrudnienia;
- Liczebność zespołów na koniec września: The Alters – 15 osób; P12 – 17; P13 – 7; P14 – 11; P15 – 16; Frostpunk 2 – 30, Frostpunk 1885 – 31; shared services i XDEV – łącznie 30 osób. Struktura zatrudnienia będzie dynamicznie zmieniać się w kolejnych kwartałach;
- Spółka pracuje nad nowym programem motywacyjnym, którego konstrukcja ma uwzględniać specyfikę branży i wieloletnie cykle produkcyjne. Szczegóły programu nie zostały jeszcze ujawnione;

#Działalność wydawnicza (XDEV)

- Trainwatch znajduje się na etapie late beta, a jego premiera na Steam zaplanowana jest na 10 marca 2027 r. Crop znajduje się na etapie pre-beta, a Volatiles na etapie alpha;
- W kolejnych latach spółka zakłada podpisywanie 1–2 nowych umów wydawniczych rocznie. XDEV ma uzupełniać kalendarz premier gier własnych, dywersyfikować ekspozycję gatunkową portfolio i ograniczać zmienność wyników pomiędzy dużymi premierami.

INDUSTRIALS

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

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q26 [lekko pozytywne]

#Obecne projekty

- Wszystkie cztery satelity Mikroglob działają i przechodzą uruchamianie oraz kalibrację, przekazanie systemu wojsku planowane jest na przełom 1Q/2Q27;
- CFO wskazał, że przy zakończeniu projektu w 1Q27 główne faktury końcowe zostaną wystawione jeszcze w tym kwartale;
- Koszty Mikroglobu, w tym wynagrodzenia, są akumulowane i rozpoznawane wraz z odpowiadającymi im przychodami, wzrostowi fakturowania będzie towarzyszyć rozpoznanie kosztów poniesionych również we wcześniejszych okresach;
- Przychody ze wsparcia technicznego będą rozliczane przez okres świadczenia usług, wraz z przypisanymi kosztami, po zakończeniu głównej części projektu Mikroglob nadal będzie wpływał na wyniki, ale w mniejszej skali;
- W 2027 zarząd oczekuje dalszego rozpędzania Camili oraz wzrostu aktywności w projekcie SAWA, równolegle z kończeniem Mikroglobu;

#Nowe zamówienia i projekty ESA

- Zarząd liczy na podpisanie w najbliższych 12 miesiącach kilku kolejnych umów podobnej klasy co SAWA, dzięki przechodzeniu części obecnych projektów z faz przygotowawczych do budowy satelitów;
- Według zarządu obecnie podejmowane studia zwykle dotyczą misji ze zidentyfikowanym budżetem na kontynuację, jednak przejście do faz wykonawczych pozostaje uzależnione od dalszych decyzji zamawiających;
- Obecna faza misji księżycowej Twardowski / Lunar Mapper zbliża się do zakończenia, rozstrzygnięcia dotyczącego kontynuacji zarząd spodziewa się w ciągu najbliższych 12 miesięcy;
- W projekcie SBOM Creotech wskazuje na silne zainteresowanie komercyjne obserwacją innych obiektów z orbity;
- Rozmowy o kolejnej generacji Mikroglobu mogą rozpocząć się w 2027, ale termin podpisania umowy pozostaje nieokreślony;
- Około 5-letnia żywotność obecnych satelitów przemawia zdaniem zarządu za kolejnym zamówieniem w perspektywie ~24 miesięcy;

- Powtórzenie obecnej konfiguracji Mikroglobu byłoby istotnie tańsze dla wojska, jednak zarząd nie podał wartości ani marży potencjalnej umowy i zaznaczył, że rozbudowa konstelacji wymagałaby również modernizacji segmentu naziemnego;
- Po publikacji pierwszych zobrazowań wzrosła liczba zapytań od zagranicznych odbiorców związanych z obronnością i bezpieczeństwem, większość dotyczy zastosowań dual use, ma być za wcześnie, aby określić ich przełożenie na kontrakty;

#IRIS², EOGS i łączność satelitarna

- Zarząd wskazuje IRIS² i EOGS jako najważniejsze szanse wśród obecnych projektów przygotowawczych, oczekując zamówień w tych programach w perspektywie obowiązującej strategii do 2029;
- W bazowym IRIS² Creotech zabiega o rolę podwykonawcy m.in. OHB, SES lub Hispasata, ponieważ główni wykonawcy zostali już wybrani;
- Sobieski jest odrębnym projektem rozwojowym ESA realizowanym z Aerospacelab, obecna faza kończy się w styczniu 2027, zakładanym kolejnym krokiem jest budowa demonstratora orbitalnego, a dopiero później potencjalne dostawy do konstelacji;
- Polish SatCom Alliance prowadzi studium krajowego operatora łączności satelitarnej, który mógłby zamawiać własne satelity;
- Inicjatywa celuje w usługi IoT w Europie i planowany według zarządu na 2027 przydział pasma MSS, więcej informacji może pojawić się w ciągu 2-3 miesięcy;

#Moce produkcyjne i Space Factory Poland

- Nowy zakład ma zostać uruchomiony w 2029, zapewniając ~10tys. m2 dodatkowej powierzchni oraz ~7-krotne zwiększenie powierzchni integracji satelitów, badania techniczne i prawne działki powinny zakończyć się w ciągu ~2 miesięcy;
- Docelowe moce wynoszą >40 satelitów rocznie, zależnie od struktury zamówień, obecnie spółka zakłada, że około połowę produkcji będą stanowiły długie serie, a pozostałą część krótsze serie i jednostki indywidualne;
- Zakład zostanie przystosowany do integracji satelitów o masie do 1,5t, wobec wcześniej komunikowanych 500kg, ma to umożliwić po 2030 wejście również w większe satelity telekomunikacyjne, w tym potencjalnie jednostki MEO;
- Własne laboratorium ma umożliwić wykonywanie większości testów środowiskowych na miejscu, ograniczając transport satelitów za granicę i zależność od dostępności zewnętrznych laboratoriów;
- Zarząd ocenia, że konwersja części obecnych szans sprzedażowych pozwoliłaby wypełnić moce po zakończeniu Mikroglobu, również po rozbudowie zakładu, spółka pracuje nad dużymi zamówieniami konstelacyjnymi;

#Zatrudnienie, koszty i finansowanie

- Początkowym celem spółki w Bremie jest pozyskanie doświadczonych specjalistów i know-how, etap ten może potrwać 12-18 miesięcy;
- Wzrost zespołu do ~100 osób zależy od pozyskania niemieckich projektów, podobny kierunek ekspansji planowany jest w Tuluzie;
- Zatrudnienie i związane z nim koszty nadal rosną wraz ze skalą działalności i przygotowaniami do nowych projektów, niegotówkowy koszt programu motywacyjnego w całym 2026 ma wynieść ~10mln PLN;
- Spółka prowadzi kilka procesów akwizycyjnych na różnych etapach, bez deklaracji terminu finalizacji, CFO ocenia, że niższe wyceny potencjalnych celów ułatwiają rozmowy.

XTPL (XTP PW; Restricted)

Sprzedaż DPS do madryckiego IMDEA Networks

- Zamówienie przekazał hiszpański dystrybutor SMT Worldwide; końcowym odbiorcą będzie Fundación IMDEA Networks;
- Urządzenie trafi do europejskiej linii pilotażowej fotoniki zintegrowanej PIXEurope, współfinansowanej w ramach Chips JU;
- DPS ma służyć pracom nad integracją i pakowaniem fotonicznych układów scalonych; wartości zamówienia nie ujawniono.

SELENA FM

Warunkowa umowa zakupu 70% serbskiego Tesla Panels DOO

- Tesla Panels produkuje płyty warstwowe dla budownictwa przemysłowego, komercyjnego i infrastrukturalnego, z dystrybucją głównie w Europie Południowo-Wschodniej;
- Produkty Tesla Panels DOO dystrybuowane są przede wszystkim na rynki Bałkanów Zachodnich i Europy Południowo-Wschodniej – na macierzysty rynek serbski, a także do Chorwacji, Bośni i Hercegowiny, Macedonii Północnej, Czarnogóry i Albanii
- Zamknięcie wymaga m.in. zgody serbskiego organu ochrony konkurencji i instytucji finansujących;
- Przewidziano mechanizm zakupu pozostałych 30% udziałów w kolejnym etapie; ostateczna cena będzie zależeć od wyników i korekt finansowych i nie została ujawniona

RYNEK CYNKU/STALPRODUKT

Nyrstar 30 listopada zawiesi produkcje cynku w europejskiej hucie Budel

- Moce produkcyjne huty wynoszą ok. 315 tys. ton rocznie
- Decyzja o wstrzymaniu produkcji wynika z wysokich cen energii

CONSTRUCTION & REAL ESTATE

BUDIMEX (BDX PW; BUY; TP PLN 900) / STRABAG (STR AV; BUY; TP EUR 145)

Czeski parlament zatwierdził finansowanie D35 w formule PPP

- Izba Deputowanych zatwierdziła zobowiązania finansowe państwa związane z ukończeniem 35.4 km autostrady D35 między Opatovcem a Mohelnicami; była to ostatnia brakująca zgoda, co pozwala podpisać umowę koncesyjną z konsorcjum ViAlliance35 (Budimex, Cintra Global, Strabag Motorway oraz Invesis);
- Bieżąca wartość netto płatności dostępności wynosi 71.3 mld CZK i obejmuje budowę, finansowanie oraz późniejszą eksploatację i utrzymanie autostrady; łączne płatności w okresie koncesji szacowane są na ok. 123 mld CZK bez VAT;
- Projekt podzielono na odcinki Opatovec - Staré Město oraz Staré Město - Mohelnice; obejmuje on najdłuższy tunel drogowy w Czechach (Dětřichov, 3,968 m), a okres utrzymania wynosi 22 lata;
- Zamknięcie finansowe oczekiwane jest w 1Q27, po czym rozpocznie się 70-miesięczny okres budowy; płatności państwa ruszą dopiero po oddaniu wszystkich odcinków i będą pomniejszane w przypadku niedostępności lub niższej jakości usług.

DEVELIA (DVL PW; HOLD; TP PLN 10.0)

Przedsprzedaż 280 mieszkań w inwestycji L62 we Wrocławiu

- Nowy projekt jest zlokalizowany na Popowicach; do oferty wprowadzono 280 lokali;
- Rozpoczęcie budowy planowane jest na 2Q27, a zakończenie na 2Q29.

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

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]

#Sprzedaż / bank ziemi

- Bank ziemi na koniec września obejmował 16,616 lokali (-9% kw./kw.). Stan ten nie uwzględnia przejęcia Grupy Budner.
- Oferta na koniec września wynosiła 7,122 lokali (-5% kw./kw.).
- Przekazania w 1-3Q26 były o 70% wyższe, natomiast wydany łączny PUM wzrósł o 88% r./r.
- Wydatki na grunty wyniosły w 1-3Q26 248mln PLN (łącznie 135 tys. PUM), natomiast średnia cena/PUM wyniosła 1,735PLN. Wydatki zostały zrealizowane we Wrocławiu, Katowicach, Warszawie oraz Gdańsku.
- Od początku roku Grupa zakończyła budowę ponad 20 projektów, łącznie 4,707 lokali.
- Na koniec września Grupa posiadała 3,914 lokali wybudowanych, nieprzekazanych (vs. 1,965 na koniec czerwca).
- Kowenantowy gearing na koniec września wynosił 0.23x (vs. 0.2x na koniec czerwca).

#Outlook / guidance

- W FY26E Grupa planuje sprzedać 3,200 – 3,500 lokali (podtrzymane).
- W FY26E Grupa planuje przekazać min. 3,300 lokali (podtrzymane).
- W najbliższym czasie Grupa planuje utrzymać ofertę na poziomie 5,000 – 6,000 lokali.
- Część zapadających w przyszłym roku pożyczek od głównego akcjonariusza (747mln PLN) zostanie spłacona, a część zastąpiona komercyjnym długiem.

ECHO INVESTMENT (ECH PW; BUY; TP PLN 7.0)

Lisala podnosi cenę w wezwaniu do 5.55 PLN

- Cena wzrosła z 5.20 PLN do 5.55 PLN za akcję; obowiązuje od 26 listopada do końca zapisów;
- Wyższą cenę otrzymają również akcjonariusze, którzy zapisali się przed zmianą;
- Zapisy kończą się 30 listopada; wezwanie obejmuje ok. 37.63% kapitału i głosów.

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 13.5)

Portfel zamówień na koniec października: 8.84 mld PLN netto

- Kontrakty infrastrukturalne stanowią 7.37 mld PLN, a kubaturowe 1.47 mld PLN;
- W segmencie deweloperskim od stycznia do października przekazano 388 mieszkań i zawarto 252 umowy przedwstępne oraz deweloperskie.

ŚNIEŻKA (SKA PW; BUY; TP PLN 100)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26

#Rynek

- Zarząd ocenia, że rynek pozostaje wymagający, a popyt konsumencki w Polsce jest nadal słaby i nie widać wyraźnego odbicia.
- Spadek wolumenów na rynku wyhamował, jednak Zarząd nie widzi silnych sygnałów odbicia popytu. Na wolumeny wpływa również mniejsza skala remontów (częściej pojedyncze pomieszczenia), natomiast konsumenci coraz częściej wybierają produkty premium.
- Na Węgrzech sprzedaż wspiera mocny forint, natomiast na Ukrainie warunki działalności pozostają trudne, a słabsza hrywna obniża dynamikę przychodów w PLN.
- Udział Poli-Farbe w rynku węgierskim jest stabilny, a Spółka widzi pierwsze pozytywne efekty rebrandingu i uporządkowania portfolio, choć popyt nadal ograniczają wysokie stopy procentowe. Na Ukrainie Spółka poszerza portfolio farb dekoracyjnych o nowe półki cenowe i subkategorie oraz szuka nowych kanałów dystrybucji.
- Spółka szacuje swój rynek docelowy w Polsce na 4.3 mld PLN. W FY26E wartość rynku dekoracyjnego (ok. 2.1 mld PLN) ma pozostać stabilna przy dalszym spadku wolumenów, natomiast rynek chemii budowlanej (ok. 1.9-2.0 mld PLN) może nieznacznie wzrosnąć.
- Udział Spółki w rynku dekoracyjnym jest stabilny, a jej celem jest utrzymanie udziałów powyżej 20%. Spółka chce zwiększać udziały w systemach kolorowania i jest gotowa do wejścia na rynki Czech i Słowacji.
- Spółka oraz konkurencja wprowadzały w tym roku zmiany w cennikach. Zarząd nie zamierza obniżać cen w celu zwiększenia udziałów.
- W chemii budowlanej udział Spółki jest obecnie jednocyfrowy, jednak przygotowała ona ofertę dla wykonawców i koncentruje się na pozyskaniu nowych klientów. Zarząd zaznacza, że budowa udziałów w tym segmencie będzie wymagać czasu.
- Po postawieniu spółki Rafil w stan likwidacji Grupa wycofała się z segmentu farb przemysłowych.

#Outlook

- Zarząd spodziewa się, że 4Q26E będzie zbliżony do trendu z 1-3Q26, przy czym ze względu na sezonowość jego wpływ na wynik roczny będzie niewielki.
- Spółka ograniczała wpływ wzrostu cen surowców na marżę brutto poprzez zwiększenie zapasów surowców i wyrobów gotowych. Zarząd spodziewa się dalszego wzrostu cen surowców w FY27E.
- Horyzont realizacji celów strategicznych został wydłużony do 2030 r., a głównym filarem ich realizacji ma być chemia budowlana. Zarząd widzi w tym segmencie największy potencjał wzrostu przychodów w FY27E.
- Celem Grupy jest obniżenie wskaźnika dług netto/EBITDA do ok. 1.0x na koniec FY26E (vs. 1.1x na koniec września).
- CAPEX w FY26E może nieznacznie przekroczyć 20 mln PLN, a zgodnie z polityką Spółki nie powinien on przekraczać amortyzacji. Plan na FY27E zostanie podany w raporcie rocznym.
- Spółka pracuje obecnie na dwie zmiany (historycznie trzy) i bez dodatkowych nakładów inwestycyjnych mogłaby zwiększyć produkcję ok. dwukrotnie.

TRAKCJA

Kauno tiltai podpisało umowę dla Via Lietuva za 35.26 mln EUR netto

- Kontrakt obejmuje przebudowę A6 Kowno–Zarasai–Daugpilis, dróg nr 1508 i 1519 oraz II etap południowo-wschodniej obwodnicy Jonavy;
- Wartość wynosi 35.26 mln EUR netto (158.00 mln PLN według raportu); dopuszczono wzrost do 15%, czyli o 5.29 mln EUR, przy większych rzeczywistych ilościach robót;
- Termin realizacji wynosi 20 miesięcy od wejścia umowy w życie; warunkiem jest dostarczenie gwarancji bankowej w ciągu 10 dni roboczych od podpisania;
- Nie potwierdzono wartości drugiej oferty ani budżetu zamawiającego w dostępnej dokumentacji.

MARVIPOL DEVELOPMENT

Do 435 mln PLN kredytów na projekt Aleje 138 w Warszawie

- PKO BP udzielił spółce projektowej do 415 mln PLN kredytu na budowę i refinansowanie oraz do 20 mln PLN odnawialnego finansowania VAT;
- Projekt na Ochocie obejmuje 399 mieszkań i 11 lokali usługowych; start budowy przewidziano na grudzień 2026 r., a realizację na 35 miesięcy;
- Oprocentowanie oparto na WIBOR plus marża; ostateczna spłata przypada na 31 grudnia 2031 r.

BIOTECH

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

Spółka rozszerza współpracę z Adalvo o rozwój doustnego generyku semaglutydu; kolejny krok w budowie portfolio GLP-1 [lekko pozytywne]

- Nowa umowa: Richter i Adalvo zawarły porozumienie o wspólnym rozwoju generycznego semaglutydu w postaci doustnej, rozszerzając dotychczasowe partnerstwo obejmujące semaglutyd w iniekcjach (maj 2025) oraz tirzepatyd (sierpień 2026). Celem jest zbudowanie zdywersyfikowanego portfolio leków GLP-1 stosowanych w leczeniu cukrzycy i otyłości.

- Model współpracy: Partnerzy deklarują współdzielenie nakładów rozwojowych i wykorzystanie komplementarnych kompetencji technologicznych oraz produkcyjnych. Nie ujawniono jednak podziału kosztów, praw komercjalizacyjnych, docelowych rynków ani harmonogramu rejestracji. Wcześniejsza umowa dotycząca semaglutydu w iniekcjach przewidywała podział kosztów rozwoju i zysków netto.

VOXEL (VOX PW; BUY; TP PLN 189.7)

Podsumowanie konferencji po 3Q26: silne wyniki kwartału dzięki finansowaniu KPO, diagnostyka walczy o marże; nowe kontrakty NFZ i radiofarmacja kluczowe dla wzrostu w 2027 [neutralne]

- Segment badań diagnostycznych: Wolumeny / pricing: Liczba kluczowych badań wyniosła 115,9 tys. (-5% r/r; +9% q/q), wobec spadku o 10% r/r w 2Q26. Rozliczanie nadwykonań TK/MR według 50% taryfy oraz niższe wyceny NFZ (MR -3%, TK -4% vs 2H25) skutkowały spadkiem przychodów z kluczowych badań o 6% r/r. Pozytywnym czynnikiem będzie rozszerzenie pełnej refundacji nadwykonań na pacjentów monitorowanych onkologicznie.

- Mix sprzedaży: Udział NFZ w przychodach Voxel spadł do 71% (-7 p.p. r/r), przy wzroście przychodów z badań prywatnych, komercyjnych i farmaceutycznych o 31% r/r oraz sprzedaży radiofarmaceutyków o 37% r/r.

- TK/MR/PET: Wolumeny TK wzrosły o 5% r/r, MR spadły o 11% r/r, a PET wzrosły o 18% r/r. EBITDA kluczowych badań w jednostce Voxel spadła o 9% r/r (MR -21%, TK -80%, PET +26%).

- Scanix / Rezonans Powiśle: Łączne wolumeny spadły o 33% r/r, a przychody z badań o 40% r/r. EBITDA Scanix wyniosła 1,2mln PLN (-49% r/r), a Rezonans Powiśle 0,5mln PLN (-66% r/r), m.in. wskutek czasowego zamknięcia modernizowanych pracowni.

- Nowy program diagnostyki raka płuca NFZ: Voxel pozyskał 11 kontraktów NFZ na profilaktykę raka płuca w pięciu województwach (37% pracowni programu na tych obszarach). Pełna ścieżka diagnostyczna wyceniana jest na 524 PLN, przy nielimitowanej, pełnej refundacji. Od połowy października wykonano ok. 700 badań; kolejne pięć pracowni rozpocznie działalność w grudniu.

- Segment IT & Infrastruktura: Alteris / Radpoint: Marża brutto Alteris wzrosła do 44% z 11% w 3Q25 dzięki wysokomarżowym projektom PUI/KPO. EBITDA Radpoint wzrosła do 4,4mln PLN z 1,1mln PLN. Spółka rozwija model SaaS oraz rozwiązania RIS/PACS zintegrowane z AI.

- Backlog / 4Q26: Backlog Alteris wynosi 185mln PLN vs 130mln PLN rok wcześniej, a Radpoint 23mln PLN vs 15mln PLN. W 4Q26 planowana jest finalizacja projektu PUI dla Centrum e-Zdrowia o wartości ok. 20mln PLN. Wyzwaniem na 2027 pozostaje normalizacja sprzedaży po wygasaniu KPO.

- Radiofarmacja: Cyklotron w Katowicach: Zakład otwarto 2 października (CAPEX ok. 69mln PLN). Spółka posiada zezwolenie GIF, a rozpoczęcie komercyjnej produkcji planowane jest na początek 2Q27. Trwają walidacje NaF, FCH i PSMA. Nowe moce umożliwią zwiększenie sprzedaży zewnętrznej radiofarmaceutyków i rozwój badań specjalistycznych PET.

- Bilans / finansowanie: Zadłużenie: Dług netto z MSSF16 spadł do 100,6mln PLN (-23,1mln PLN q/q), a ND/EBITDA LTM wynosi ok. 0,4x. Spółka oczekuje rozliczeń nadwykonań PET/SPECT za lata 2025–26. Wypłata dywidendy 2,50 PLN/akcję planowana jest na 4 grudnia.

OTHER INFORMATION

ENERGA: Fitch potwierdził długoterminowe ratingi IDR na poziomie BBB+ ze stabilną perspektywą.

XTPL: Zarejestrowano emisję 400 tys. akcji serii Z. Kapitał wynosi 335.0 tys. PLN i dzieli się na 3.35 mln akcji. Zarząd uzyskał także upoważnienie do emisji do 600 tys. akcji w ramach kapitału docelowego do 18 października 2029 r.

INSIDER TRADING

COMP
Podmioty blisko związane z członkami zarządu nabyły poza rynkiem 512.0 tys., 69.0 tys., 66.3 tys. oraz 26.5 tys. akcji po 85 PLN. Zawiadomienia obejmują również korekty statusu i wolumenu.

CREOTECH INSTRUMENTS
Członek RN kupił 600 akcji; w informacji zbiorczej podano średnią cenę 644.56 PLN.

EQUNICO
Podmiot blisko związany z prezesem zarządu kupił 3.9 tys. akcji; w zawiadomieniu wskazano średnią cenę 1.38 PLN.

MENNICA POLSKA
Podmiot blisko związany z przewodniczącym RN kupił 3.7 tys. akcji po średniej cenie 37.55 PLN.

PGE
Podmiot blisko związany z członkiem RN kupił 3.8 tys. akcji po średnio 15.26 PLN i sprzedał 9.8 tys. akcji po 14.99 PLN; dodatkowo kupił 6 kontraktów terminowych.

POLTREG
Podmiot blisko związany z członkiem RN sprzedał 1.5 tys. akcji po średniej cenie 16.11 PLN.

VOTUM
Członkowie zarządu kupili: 650 akcji po średnio 35.73 PLN, 417 akcji po 36.00 PLN i 300 akcji po 37.30 PLN. Prezes spółki zależnej kupił 553 akcje po 35.99 PLN, a komplementariusz spółki zależnej 713 akcji po 36.00 PLN.

CHANGES IN GOVERNING BODIES

DIGITAL NETWORK
RN powołała p. Macieja Paciorka do zarządu.

GRUPA AZOTY
p. Mirosław Sobczyk został powołany na wiceprezesa zarządu ze skutkiem od 1 grudnia 2026 r.

TAURON
Powołano p. Karolinę Muchę-Kuś na wiceprezes ds. strategii i regulacji od 1 grudnia 2026 r. oraz p. Krzysztofa Michalskiego na wiceprezesa ds. handlu od 1 stycznia 2027 r.

CHANGES IN SHAREHOLDERS

CREOTECH INSTRUMENTS
Norges Bank zmniejszył głosy przypisane bezpośrednio do akcji z 5.02% do 4.90% w związku z pożyczeniem 4.1 tys. akcji z prawem odwołania pożyczki. Łączna pozycja pozostała bez zmian: 221.3 tys. głosów, czyli 6.31%.

POLIMEX MOSTOSTAL
Łączny udział porozumienia Enea, PGE, Energa i Orlen Technologie zmniejszył się do 61.61% głosów, czyli 161.8 mln akcji; wcześniej komunikowany poziom wynosił ok. 62.84%.

BONDS

LOKUM DEWELOPER
Decyzja o wcześniejszym wykupie wszystkich pozostałych obligacji serii J o wartości 53 mln PLN w dniu 18 grudnia 2026 r. Na obligację przypada 1 tys. PLN nominału oraz 39.06 PLN odsetek; dzień ustalenia praw: 10 grudnia.

MARVIPOL DEVELOPMENT

Planowana publiczna emisja do 50 mln PLN obligacji P2026A. Kupon: WIBOR 6M plus marża 3.30–3.50 pp, ustalana w bookbuildingu. Wykup: 18 grudnia 2030 r.; planowane notowanie na Catalyst.

GENERAL MEETINGS OF SHAREHOLDERS

ASSECO POLAND: NWZ 22 grudnia na wniosek TSS Europe

- Porządek obejmuje jednorazowy program motywacyjny na lata 2027–2030 dla zarządu i kluczowych menedżerów grupy oraz roczny program dla zarządu;
- TSS Europe reprezentuje 23.14% kapitału; przedstawiono propozycje uchwał, a nie zatwierdzone programy.

COLUMBUS ENERGY: Propozycja rozszerzenia porządku NWZ 17 grudnia

- Gemstone ASI złożył wniosek o dodanie uchwał zatwierdzających kooptację członków RN oraz dotyczących dalszego istnienia spółki;
- Wniosek dotyczący dalszego istnienia uzasadniono stratą przekraczającą sumę kapitałów zapasowego i rezerwowych oraz jedną trzecią kapitału zakładowego.

TRAKCJA: Zmiana projektu uchwały na NWZ 7 grudnia

- Zaktualizowano projekt uchwały nr 4 dotyczący zatwierdzenia nowego brzmienia regulaminu RN; pozostałe projekty pozostają bez zmian.

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	137.5	20%	17,951	10.9	8.6	8.2	1.3	1.3	1.2	12%	15%	15%	17
Banca Transilvania	TLV	Buy	42.0	36.2	16%	45,188	11.7	8.7	8.2	1.8	1.6	1.5	16%	19%	18%	---
BNP Paribas PL	BNPPPL	Buy	194.0	172.0	13%	25,447	11.3	8.9	8.0	1.4	1.3	1.2	12%	14%	15%	---
BRD	BRD	Hold	32.0	30.9	4%	21,499	17.2	11.1	10.5	1.9	1.7	1.6	11%	15%	15%	---
Erste Group	EBS	Buy	128.6	107.5	20%	44,130	10.7	9.4	9.2	1.7	1.5	1.4	16%	16%	16%	77
Handlowy	BHW	Hold	126	121	4%	15,862	11.8	11.5	10.9	1.6	1.5	1.5	14%	13%	14%	59
ING	ING	Sell	420.0	453.0	-7%	58,935	14.5	12.5	10.9	2.7	2.5	2.3	19%	20%	21%	84
Komerční banka	KOMB	Hold	1,135.0	990.0	15%	188,149	10.7	10.1	9.8	1.5	1.4	1.4	14%	14%	14%	84
mBank	MBK	Sell	1,200.0	1,609.0	-25%	68,460	17.3	13.6	12.6	2.7	2.3	2.1	16%	17%	17%	62
Millennium	MIL	Sell	19.3	22	-13%	26,943	17.8	10.9	10.2	2.2	1.9	1.7	13%	18%	17%	67
Moneta	MONET	Hold	193.0	180.3	7%	92,133	12.8	11.8	11.4	2.5	2.5	2.4	20%	21%	21%	71
OTP	OTP	Buy	49,753.0	37,900.0	31%	10,612	9.3	7.8	7.5	1.7	1.6	1.4	18%	20%	19%	77
Pekao	PEO	Hold	288.0	248.6	16%	65,250	11.0	8.9	8.5	1.8	1.7	1.6	16%	19%	19%	---
PKO BP	PKO	Hold	123.0	110.2	12%	137,750	12.6	9.5	8.9	2.2	2.0	1.9	18%	21%	21%	61
Erste Bank Polska	EBP	Hold	785.0	746.0	5%	76,233	13.9	11.3	10.1	2.1	2.0	1.9	15%	17%	18%	78
Kruk	KRU	Buy	470.0	311.1	51%	6,091	6.2	5.6	5.3	1.0	0.9	0.8	17%	16%	16%	79
PZU	PZU	Hold	75.0	68.7	9%	59,307	9.6	9.1	8.8	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	101.1	35%	244	---	---	13.2	4.5	37.7	4.3	---	---	---	11
AB	ABE	Buy	180	126.2	43%	2,209	8.0	8.5	9.0	5.6	5.9	5.9	---	---	---	45
Ailleron	ALL	Buy	20.6	17.0	21%	210	10.4	9.4	8.4	6.1	5.3	4.7	4%	4%	4%	---
Allegro	ALE	Buy	65.0	66.7	-3%	66,676	32.2	24.3	19.9	17.3	14.2	12.0	2%	3%	3%	93
Ambra	AMB	Hold	21.0	17.4	20%	440	9.5	9.6	8.8	4.4	4.1	3.9	6%	6%	6%	---
Amrest	EAT	Sell	8.5	8.3	3%	1,814	26.4	16.0	14.0	4.8	4.8	4.6	2%	1%	2%	80
Answear.com	ANR	Buy	29.5	22.5	31%	429	14.9	10.4	8.2	6.9	6.0	5.3	0%	0%	0%	---
Archicom	ARH	Buy	65.0	53.0	23%	3,100	7.5	7.0	6.1	7.2	6.7	5.9	5%	7%	9%	---
Artifex Mundi	ART.	Buy	27.0	18.9	43%	229	12.6	11.2	7.0	8.3	3.9	2.9	0%	0%	9%	---
Asbis	ASB	Buy	180.0	144.8	24%	8,036	10.4	8.7	7.4	6.9	6.1	5.6	2%	5%	5%	---
Asmodee	ASMDEE	Buy	196.0	150.1	31%	3,176	20.8	17.5	15.5	10.5	9.0	7.8	1%	0%	0%	---
Asseco BS	ABS	Hold	94.0	82.8	14%	2,767	17.2	16.0	14.3	12.3	11.4	10.4	5%	5%	6%	---
Asseco Poland	ACP	Hold	230.0	222.4	3%	18,459	21.8	20.3	19.1	---	---	---	6%	6%	3%	74
Asseco SEE	ASE	Hold	81.0	71.7	13%	3,721	16.8	14.3	12.9	9.3	8.3	7.4	3%	3%	3%	---
Atal	1AT	Buy	80.0	61.0	31%	2,639	6.0	5.9	5.5	7.8	7.0	6.3	7%	13%	13%	---
Auto Partner	APR	Buy	34.5	27.1	28%	3,533	12.3	10.6	9.7	8.6	7.5	6.8	1%	1%	2%	29
Azoty	ATT	Under Review	---	14.4	---	1,427	---	---	---	---	---	---	---	---	---	62
Benefit Systems	BFT	Buy	8,100.0	6,645.0	22%	21,935	21.6	21.7	17.1	12.6	10.3	8.6	1%	2%	3%	59
Bioceltix	BCX	Buy	120	64	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bloober Team	BLO	Buy	38.0	19.0	100%	366	---	6.5	2.9	11.8	3.2	1.3	0%	0%	12%	---
Budimex	BDX	Buy	900.0	745.0	21%	19,020	25.5	21.8	18.4	15.1	13.2	11.3	4%	5%	5%	50
Captor Therapeutics	CTX	Buy	110.0	45.0	145%	286	---	6.6	---	---	3.9	---	0%	0%	0%	---
CD Projekt	CDR	Buy	325.0	277.6	17%	27,735	43.2	28.7	8.7	37.4	23.2	5.8	0%	1%	3%	90
Celon Pharma	CLN	Buy	38.8	15.2	155%	819	8.1	82.7	28.1	128.9	12.7	9.1	---	---	---	---
CEZ	CEZ	Hold	1,385	1,343	3%	722,520	19.9	20.3	22.7	8.2	8.0	8.3	3%	4%	4%	76
CI Games	CIG	Sell	2.34	2.4	-3%	530	151.6	8.1	7.1	21.4	3.1	3.0	---	---	---	---
Creepy Jar	CRJ	Hold	448	349	28%	251	6.4	15.0	63.8	3.2	5.3	8.4	11%	15%	6%	---
Creotech Instruments	CRI	Hold	940.0	641.0	47%	2,246	104.9	41.4	28.7	40.8	20.3	13.5	0%	0%	0%	---
Coffee Stain Group	COFFEEB	Buy	24.1	21.0	15%	4,676	50.5	26.9	12.9	7.5	6.8	5.3	5%	6%	6%	---
Comp	CMP	Hold	110.0	95.7	15%	1,883	23.7	13.6	11.4	12.0	8.2	7.1	4%	5%	5%	---
CSG	CSG	Buy	22.0	9.1	141%	9,113	8.0	6.6	5.7	5.7	4.6	3.8	0%	2%	6%	88

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

TRIGON DM COVERAGE

							P/E			EV/EBITDA			DY			
Company	Ticker	Recomm.	TP	Price	Upside	Market Cap	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	ESG*
CTP	CTPNV	Buy	18.5	12.8	45%	6,415	14.4	5.5	4.6	16.5	8.8	8.0	---	---	---	88
Cyber Folks	CBF	Buy	230.0	212.4	8%	3,936	60.2	25.4	19.3	18.3	13.0	10.4	1%	1%	1%	---
Cyfrowy Polsat	CPS	Buy	18.8	13.2	42%	8,439	15.2	15.0	12.0	6.0	5.9	5.5	0%	0%	0%	80
Dadelo	DAD	Hold	102.0	75.4	35%	889	32.3	23.4	16.6	17.6	13.8	10.2	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	156.0	16%	5,266	20.1	16.5	14.3	9.9	8.6	7.6	2%	2%	3%	---
Digital Network	DIG	Hold	375.0	281.0	33%	1,283	20.5	15.2	12.0	9.7	7.8	6.5	2%	2%	3%	---
Dino Polska	DNP	Hold	40.5	37.6	8%	36,814	22.6	16.9	13.7	13.6	10.5	8.4	0%	0%	0%	48
Dom Development	DOM	Buy	285.0	243.0	17%	6,269	9.1	8.3	7.6	7.6	6.7	5.9	6%	7%	8%	45
Echo Investment	ECH	Buy	7.0	5.5	28%	2,257	14.0	6.9	4.7	8.5	6.3	5.2	15%	15%	15%	---
Erbud	ERB	Buy	30.0	22.7	32%	270	---	9.3	9.8	4.8	5.0	4.0	0%	0%	0%	---
Enea	ENA	Buy	25.8	20.4	26%	10,828	4.5	4.5	5.2	3.8	4.0	4.6	3%	3%	3%	33
Enter Air	ENT	Buy	73.0	49.9	46%	875	62.6	14.8	13.6	4.0	3.9	3.9	6%	7%	7%	---
Eurocash	EUR	Under Review	---	4.8	---	668	---	---	---	---	---	---	---	---	---	55
Fabrity	FAB	Hold	30.0	26.7	12%	74	12.3	10.1	9.3	7.0	5.9	5.3	9%	9%	9%	---
Ferro	FRO	Buy	35	28	25%	593	9.0	8.3	7.6	6.2	6.0	5.5	---	---	---	---
Gedeon Richter	RICHT	Hold	13,474	13,400	1%	2,497,760	11.5	9.0	8.1	5.5	5.6	4.6	4%	7%	7%	75
GPW	GPW	Sell	84.5	98.7	-14%	4,141	16.4	15.3	14.7	13.3	11.9	11.1	3%	4%	4%	61
Grupa Pracuj	GPP	Buy	62.0	51.5	20%	3,548	13.2	11.8	11.0	9.2	8.1	7.3	6%	6%	6%	---
GTC	GTC	Buy	3.0	2.2	34%	1,286	---	45.6	17.1	45.8	23.3	19.8	0%	0%	0%	54
Huuuge	HUG	Buy	32.0	24.4	31%	691	2.7	3.0	3.6	1.5	1.9	2.4	71%	38%	33%	5
H&M	HMB	Sell	123.0	184.2	-33%	294,432	23.1	22.3	21.3	8.7	8.8	8.6	4%	4%	4%	95
Inditex	ITX	Hold	58.8	58.6	0%	182,698	26.7	24.2	22.1	14.5	13.2	12.1	3%	3%	4%	98
Inter Cars	CAR	Buy	1,240.0	1,046.0	19%	14,820	13.8	11.7	10.2	9.7	8.4	7.3	0%	0%	0%	---
Jeronimo Martins	JMT	Buy	21.0	19.9	5%	12,548	20.0	15.0	13.7	6.6	5.9	5.6	4%	3%	5%	85
JSW	JSW	Under Review	---	26.3	---	3,084	---	---	---	---	---	---	---	---	---	51
Kęty	KTY	Buy	1,400.0	1,258.0	11%	12,404	18.0	15.7	12.3	11.8	10.4	8.9	4%	4%	5%	48
KGHM	KGH	Hold	348.95	235.2	48%	47,030	4.8	6.3	7.0	3.4	3.8	3.8	1%	1%	2%	49
LPP	LPP	Hold	28,000	28,040	0%	52,118	17.3	16.4	14.5	8.7	7.9	6.9	3%	3%	4%	---
Lumina Metals	LMCU	Buy	14.3	6	131%	1,962	---	---	---	---	---	---	0%	0%	0%	---
Mabion	MAB	Under Review	---	8	---	145	---	---	---	---	---	---	---	---	---	12
Medicover	MCOVB	Buy	325.0	256.0	27%	478	0.8	3.9	2.7	1.3	2.8	2.1	0%	0%	0%	88
Medinice	ICE	Hold	63.0	46.2	36%	483	12.0	6.2	---	8.6	4.0	---	37%	100%	0%	---
Mirbud	MRB	Buy	13.5	11.5	17%	1,269	10.1	10.0	8.6	6.5	6.7	5.4	2%	2%	2%	---
MLP Group	MLG	Buy	130.0	92.4	41%	2,217	8.5	5.5	4.3	10.6	8.9	7.4	---	---	---	---
Mo-Bruk	MBR	Sell	427.1	421.0	1%	1,479	13.9	13.0	12.5	9.4	8.8	8.4	4%	4%	5%	---
Modivo	MDV	Sell	86.0	121.0	-29%	9,320	---	36.0	23.1	15.0	8.3	6.9	0%	0%	0%	70
MOL	MOL	Hold	5,382	4,452.0	21%	3,346	5.1	5.5	6.7	2.9	3.0	3.0	8%	8%	9%	71
Molecure	MOC	Buy	11.4	6.1	86%	151	---	1.7	---	---	0.7	---	0%	0%	0%	---
Murapol	MUR	Buy	52.5	36	44%	1,487	5.5	5.2	5.3	6.1	5.7	5.7	13%	14%	15%	---
Modern Times Group	MTGB	Buy	175.0	101.9	72%	12,177	21.2	13.8	11.2	5.3	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	7.9	14%	431	31.7	16.3	13.7	9.0	6.9	5.9	4%	4%	4%	---
Oponeo.pl	OPN	Buy	160.0	103.4	55%	1,168	13.6	11.8	10.5	8.4	7.6	6.9	3%	4%	6%	---
Orange	OPL	Buy	19.0	16.7	14%	21,916	18.8	16.6	14.0	5.8	5.7	5.3	4%	4%	5%	61
Orlen	PKN	Buy	174.0	119.4	46%	138,616	4.6	5.0	5.7	2.5	2.7	3.1	7%	9%	9%	61
PCC Rokita	PCR	Buy	77.8	60.0	30%	1,216	9.6	10.3	8.7	4.9	4.3	3.8	4%	5%	6%	---
PCF Group	PCF	Under Review	---	2.9	---	132	---	---	---	---	---	---	---	---	---	19
Pegasus Airlines	PGSUS	Under Review	---	151.4	---	75,700	---	---	---	---	---	---	---	---	---	60
Pekabex	PBX	Under Review	---	8.0	---	199	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pepco Group	PCO	Hold	50.5	50.1	1%	26,389	16.1	14.4	13.3	7.4	6.8	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	15.4	22%	34,441	5.2	5.8	6.7	3.9	4.5	4.7	0%	4%	3%	34
Playway	PLW	Buy	400	241.0	66%	1,607	10.7	8.4	8.3	6.6	4.8	4.7	7%	9%	12%	0
Polenergia	PEP	Buy	65.7	51.7	27%	3,992	36.0	30.4	37.5	11.8	10.7	10.9	0%	0%	1%	---
Polimex Mostostal	PXM	Buy	11.5	6.4	79%	1,683	12.7	11.4	10.0	4.4	3.4	2.6	0%	0%	0%	---
Poltreg	PTG	Buy	36.5	16.4	123%	97	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Porr	POS	Buy	40.0	34.1	17%	1,335	9.7	8.9	8.2	2.1	2.0	1.9	3%	4%	4%	88
Rainbow Tours	RBW	Buy	180.0	111.8	61%	1,627	8.5	8.3	7.5	5.9	5.4	4.6	8%	6%	7%	---
Rheinmetall	RHM	Buy	1,520.0	775.1	96%	36,267	23.7	15.8	11.8	12.9	8.8	6.7	1%	2%	3%	75
Robyg	ROB	Buy	40.0	28.0	43%	3,033	7.6	6.2	5.6	7.4	6.5	5.9	0%	10%	11%	---
Ryvu Therapeutics	RVU	Buy	33.7	16.6	103%	383	---	11.9	40.8	---	6.1	12.3	0%	0%	0%	---
Saab	SAABB	Buy	750.0	624.1	20%	339,126	39.9	27.6	22.3	22.1	16.1	13.2	0%	1%	1%	92
Scope Fluidics	SCP	Buy	206	136.0	51%	431	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Selvita	SLV	Buy	35.0	18.2	93%	344	---	44.7	22.2	8.6	7.6	5.6	0%	0%	0%	---
Śnieżka	SKA	Buy	100.0	82.0	22%	1,035	13.0	10.5	10.2	7.6	6.4	6.1	---	---	---	---
Strabag	STR	Buy	145.0	103.0	41%	11,891	11.7	10.5	9.8	4.1	3.7	3.4	3%	3%	3%	68
Synektik	SNT	Hold	378	308.6	22%	2,632	14.8	12.7	11.7	10.1	8.3	7.3	3%	5%	5%	---
Tauron	TPE	Buy	11.7	8.8	32%	15,475	6.6	6.2	6.5	5.4	5.4	5.5	2%	2%	3%	39
Ten Square Games	TEN	Hold	102.4	84.4	21%	546	12.0	9.1	6.4	7.3	5.6	3.8	12%	8%	11%	3
Torpol	TOR	Buy	85.0	52.4	62%	1,204	12.4	9.4	6.2	5.5	3.4	1.8	6%	4%	5%	---
Toya	TOA	Buy	17.5	13.9	26%	1,029	10.2	9.1	7.3	8.7	7.9	6.4	10%	0%	12%	---
Turkish Airlines	THYAO	Under Review	---	309.8	---	427,455	---	---	---	---	---	---	---	---	---	86
Unimot	UNT	Buy	182.2	146.4	24%	1,149	6.9	11.2	9.3	6.1	6.4	6.0	4%	4%	3%	---
Vercom	VRC	Buy	156.0	132.2	18%	2,938	25.3	19.7	16.0	18.1	14.2	11.3	2%	2%	3%	---
Vigo Photonics	VGO	Buy	740.0	498.0	49%	501	42.5	23.4	13.2	15.9	12.6	7.8	0%	0%	0%	---
Voxel	VOX	Buy	181.0	144.0	26%	1,512	14.0	14.2	12.3	7.9	7.9	7.0	2%	2%	3%	---
VRG	VRG	Buy	6.6	5.2	28%	1,210	10.2	8.8	8.0	5.0	4.6	4.3	1%	5%	5%	---
Wirtualna Polska	WPL	Hold	65.0	52.9	23%	1,575	10.6	14.2	12.5	5.8	5.0	4.8	19%	4%	5%	72
Wittchen	WTN	Sell	7.4	10.1	-27%	187	16.9	14.6	14.4	3.9	4.3	4.1	0%	0%	5%	---
Wizz Air	WIZZ	Under Review	---	11.5	---	1,185	---	---	---	---	---	---	---	---	---	67
XTB	XTB	Buy	144.0	110.1	31%	12,942	7.9	9.2	8.0	4.9	5.4	4.4	4%	10%	8%	32
XTPL	XTP	Restricted	---	64.5	---	216	---	---	---	---	---	---	---	---	---	
Zabka Group	ZAB	Hold	33.0	31.8	4%	31,844	26.3	19.3	15.8	8.8	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.