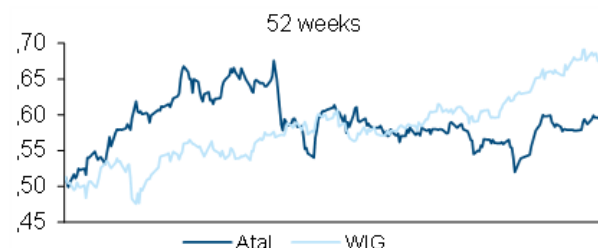


Atal

Rekomendacja obniżona do Akumuluj z Kupuj

PLN mn	2024	2025e	2026e	2027e
Przychody	1486.9	1256.2	2070.8	2227.0
EBITDA	335.4	324.7	556.8	593.3
EBIT	331.1	319.7	551.7	588.1
Zysk netto dla jedn. dominującej	295.4	218.8	437.9	470.3
Zysk na akcję (PLN)	6.84	5.06	10.13	10.88
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	6.74	4.95	10.02	10.76
Wartość księgowa na akcję (PLN)	40.24	39.80	45.83	50.63
Dywidenda na akcję (PLN)	6.00	5.50	4.10	6.08
EV/EBITDA (x)	10.4	13.8	7.0	6.0
P/E (x)	8.6	11.6	5.8	5.4
P/CE (x)	8.6	11.6	5.8	5.4
Stopa dywidendy	10.2%	9.4%	7.0%	10.3%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu	58.8	Reuters	1AT.WA	Akcje w wolnym obrocie	15%
Liczba akcji (mn)	43.3	Bloomberg	1AT.PW	Główni akcjonariusze:	Juroszek Inv. (77%)
Wartość rynkowa (PLN mn)	2 544	Dzień dywidendy			NN OFE (8%)
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	4 471	Cena docelowa	70.07	Strona internetowa:	www.atal.pl



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	14.6%	-3.6%	2.8%	0.2%

Wyraźne odbicie sprzedaży i wyników przed spółką

Analitik:

Cezary Bernatek
+48 22 257 5751
cezary.bernatek@erstegroup.com

Zrewidowana 12-miesięczna cena docelowa dla Atalu wynosi 70.1 zł na akcję (wobec 69.5 zł wcześniej), co implikuje 19.2% potencjału wzrostu. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki, obniżając jednocześnie rekomendację do Akumuluj (z Kupuj).

Sprzedaż mieszkań Atalu spadła o 19% r/r do 1,678 lokali, co było wynikiem o 16% niższym od naszych wcześniejszych oczekiwań. W związku ze słabszą niż zakładano zależnością między luzowaniem polityki monetarnej a popytem mieszkaniowym, trudniejszą sytuacją na rynkach w Katowicach i Łodzi (25/12% portfela realizowanych przez spółkę projektów na koniec 3Q25) oraz korektą harmonogramu uruchamiania nowych inwestycji, obniżamy prognozy sprzedaży na lata 2026P-27P o 14% i 15%. Jednocześnie, przy założeniu większej elastyczności polityki sprzedażowej (co potwierdziły działania w grudniu 2025 r.), rosnącego udziału mieszkań gotowych do odbioru, dalszych obniżek stóp procentowych oraz poprawy równowagi popytu i podaży, oczekujemy odbicia sprzedaży o 70% i 11% r/r do około 2,850 i 3,160 lokali - wyraźnie powyżej dynamiki konkurentów.

Obniżka prognoz sprzedaży oraz większa elastyczność cenowa w trudniejszych projektach negatywnie wpływają na nasze szacunki zysków, jednak efekt ten jest w dużej mierze kompensowany przez łagodniejszy niż wcześniej zakładaliśmy wzrost kosztów budowy w 2025-26P oraz korzystniejszą dynamikę cen w 2027P. W rezultacie obniżamy prognozy zysku netto na lata 2025P-27P o 8-26% (podnosząc je o 6% na 2028E), co nadal oznacza ponadprzeciętną w sektorze dynamikę wzrostu o 100/7% r/r do 438/470 mln zł. w latach 2026P/27P oraz atrakcyjne wskaźniki C/Z na poziomie 5.8/5.4x (5.9x w 2028P).

Bilans spółki na koniec 9M25 pozostawał relatywnie napięty, jednak specyficzna struktura zadłużenia (istotny udział finansowania od głównego akcjonariusza) oraz oczekiwany silny wzrost przepływów operacyjnych - dzięki monetyzacji ukończonych projektów, ograniczeniu nowych uruchomień i niewielkim potrzebom zakupów gruntów - ograniczają ryzyko płynnościowe. Oczekujemy wyraźnej redukcji zadłużenia w 2026P i dalszej poprawy w 2027P przy utrzymaniu solidnej polityki dywidendowej. Prognozujemy DPS na poziomie 4.1 zł i 6.1 zł, co implikuje atrakcyjne stopy dywidendy rzędu 7.0% i 10.3%.

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
PLN mn	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31
Przychody ze sprzedaży	1 657.82	1 500.49	1 486.90	1 256.24	2 070.84	2 227.02
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	1 187.53	1 051.86	1 100.56	881.90	1 454.07	1 571.17
Zysk brutto ze sprzedaży	470.30	448.62	386.34	374.34	616.77	655.86
Koszty sprzedaży i administracyjne	41.74	45.98	58.37	67.21	68.34	71.26
Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji	11.45	8.24	10.93	15.07	12.43	13.36
Pozostałe koszty z uwzględnieniem rewaluacji	3.97	9.27	7.78	2.46	9.18	9.87
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	439.09	405.09	335.39	324.68	556.75	593.32
Amortyzacja	3.04	3.48	4.28	4.93	5.08	5.23
Zysk operacyjny - EBIT	436.05	401.62	331.12	319.75	551.67	588.08
Przychody i koszty finansowe	26.92	21.50	34.64	-51.15	-10.68	-7.04
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	462.96	423.11	365.76	268.60	540.99	581.05
Podatek dochodowy	94.72	81.78	70.19	49.69	102.79	110.40
Wynik na działalności niekontynuowanej	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	0.00	0.12	0.17	0.15	0.31	0.33
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	368.24	341.22	295.40	218.76	437.89	470.32
Skonsolidowany bilans	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
PLN mn	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31
Rzeczowe aktywa trwałe z uwzględnieniem nieruchomości inwestycyjnych	86.68	88.56	90.19	90.63	91.08	91.55
Wartości niematerialne	64.47	65.33	65.78	65.78	65.78	65.78
Pozostałe aktywa trwałe	50.87	34.44	38.86	36.92	35.07	33.32
Razem aktywa trwałe	202.03	188.34	194.82	193.32	191.93	190.64
Zapasy	2 494.82	2 668.16	3 384.39	4 485.55	4 144.13	4 032.57
Należności	82.78	63.14	93.35	113.06	134.60	144.76
Inne aktywa obrotowe	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	398.46	620.07	127.09	157.33	249.15	190.90
Razem aktywa obrotowe	2 976.05	3 351.37	3 604.82	4 755.95	4 527.88	4 368.23
RAZEM AKTYWA	3 178.08	3 539.70	3 799.64	4 949.26	4 719.81	4 558.87
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	1 301.74	1 698.78	1 738.78	1 719.85	1 980.55	2 188.14
Udziały niekontrolujące	0.00	0.13	0.29	0.29	0.29	0.29
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	402.07	707.29	245.18	1 154.92	805.55	552.72
Rezerwy	108.32	112.80	87.38	87.38	87.38	87.38
Depozyty otrzymane	64.52	131.45	449.30	89.86	71.89	57.51
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	32.58	35.37	39.28	43.21	45.37	47.63
Razem zobowiązania długoterminowe	607.49	986.92	821.14	1 375.37	1 010.19	745.25
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	387.73	87.11	825.54	929.71	779.98	671.62
Zobowiązania handlowe	123.40	131.82	179.84	184.33	244.90	263.30
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	757.72	634.95	234.06	739.70	703.88	690.27
Razem zobowiązania krótkoterminowe	1 268.85	853.88	1 239.43	1 853.75	1 728.77	1 625.20
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	3 178.08	3 539.70	3 799.64	4 949.26	4 719.81	4 558.87
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
PLN mn	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	222.15	112.69	-451.20	-730.48	782.33	576.42
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	16.04	7.05	10.28	-5.38	-5.54	-5.70
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-334.68	101.87	-52.06	766.10	-684.98	-628.97
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	-96.49	221.61	-492.98	30.24	91.82	-58.25
Marże i wskaźniki	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
Wzrost przychodów rdr	-1.3%	-9.5%	-0.9%	-15.5%	64.8%	7.5%
Marża EBITDA	26.5%	27.0%	22.6%	25.8%	26.9%	26.6%
Marża EBIT	26.3%	26.8%	22.3%	25.5%	26.6%	26.4%
Marża zysku netto	22.2%	22.7%	19.9%	17.4%	21.1%	21.1%
ROE	29.8%	22.7%	17.2%	12.7%	23.7%	22.6%
ROA	11.7%	10.2%	8.0%	5.0%	9.1%	10.1%
Wskaźnik kapitału własnego	0.61	0.47	0.62	1.21	0.80	0.56
Dług netto	391.34	174.33	943.63	1 927.31	1 336.39	1 033.44
Dług netto do aktywów ogółem	0.12	0.05	0.25	0.39	0.28	0.23
Dług netto do kapitałów własnych	0.30	0.10	0.54	1.12	0.67	0.47

Źródło: Dane Spółki, Erste Securities Polska

Kluczowe czynniki ryzyka

- mniej/bardziej wyraźne i/lub późniejsze/wcześniejsze niż oczekiwano dalsze obniżki stóp bazowych w Polsce; słabsza/silniejsza niż zakładano wrażliwość nabywców nowych mieszkań na spadek kosztów kredytów hipotecznych w kolejnych okresach
- słabsze/silniejsze niż oczekiwano ożywienie gospodarcze w Polsce w nadchodzących latach, wpływające na rynek pracy i nastroje konsumentów
- mniej/bardziej wyraźny niż oczekiwano wzrost wynagrodzeń w Polsce, wpływający na popyt na mieszkania na rynku pierwotnym
- większa/mniejsza niż oczekiwano podaż nowych mieszkań w kluczowych aglomeracjach kraju w kolejnych okresach; wolniejsze/szybsze niż zakładano tempo redukcji oferty na głównych rynkach krajowych
- mniej/bardziej korzystna niż oczekiwano ewolucja efektywnych cen mieszkań w kraju w kolejnych okresach; słabszy/silniejszy niż zakładano, wspierający ceny wpływ na rynek pierwotny w średnim i długim terminie, wynikający z planowanego na połowę 2026 r. wprowadzenia klas efektywności energetycznej dla budynków wielorodzinnych
- spadek elastyczności w realizacji polityki sprzedażowej/marketingowej w związku z obowiązkami informacyjnymi dotyczącymi publikacji cen mieszkań (obowiązującymi od września 2025 r.)
- zaostrzenie/złagodzenie wymogów kredytowych przez banki w zakresie kredytów hipotecznych
- spowolnienie/przyspieszenie na rynku najmu mieszkaniowego w kluczowych aglomeracjach krajowych, wpływające na skłonność inwestorów do zakupu mieszkań oraz na podaż relatywnie nowych lokali na rynku wtórnym (realizacja potencjalnego planu pokojowego w Ukrainie i hipotetyczny istotny odpływ obywateli Ukrainy stanowią tu czynnik ryzyka)
- silniejszy/słabszy niż oczekiwano wzrost kosztów budowy w nadchodzących latach, wpływający na marże deweloperów w przyszłych projektach (m.in. pod wpływem niedawno wdrożonej tzw. ustawy schronowej)
- opóźnienia/przyspieszenie w uruchamianiu projektów z banku ziemi względem zakładanego harmonogramu/trudności w uzyskiwaniu pozwoleń na budowę/pozwolenia na użytkowanie
- trudności w nabywaniu atrakcyjnie zlokalizowanych gruntów po rozsądnych cenach, wpływające na potencjał sprzedażowy w dłuższym terminie (proces uchwalania planów ogólnych przez gminy do połowy 2026 r. prawdopodobnie przynajmniej przejściowo ograniczy podaż odpowiednich działek)
- silniejszy/słabszy niż oczekiwano wzrost cen gruntów w kolejnych latach, wpływający na marże brutto spółki w dłuższym okresie (tereny przeznaczone pod zabudowę mieszkaniową w planach ogólnych mogą zyskiwać na wartości ze względu na ograniczoną podaż i większą pewność prawną)

- trudności w pozyskaniu/refinansowaniu zadłużenia na akceptowalnych warunkach, w odpowiednim terminie lub w kwocie wystarczającej do finansowania planów rozwojowych
- silniejszy niż oczekiwano wzrost segmentu PRS w kraju, wpływający na popyt na nowe mieszkania ze strony klientów indywidualnych/zwiększający popyt instytucjonalny na mieszkania
- potencjalne niekorzystne zmiany regulacyjne wpływające na popyt na nowe mieszkania w kraju/uderzające w rentowność krajowych deweloperów (bardziej prawdopodobna likwidacja ulg podatkowych niż wprowadzenie podatku katastralnego; ograniczenia najmu krótkoterminowego)
- eskalacja/złagodzenie napięć geopolitycznych wpływających na nastroje nabywców mieszkań oraz ogólną skłonność inwestorów do podejmowania ryzyka.

Wycena

Podnosimy naszą 12-miesięczną cenę docelową akcji Atal do PLN 70.1 na akcję (z PLN 69.5 na akcję), co implikuje obecnie potencjał wzrost na poziomie 19.2%.

Odzwierciedla to **40% wagę naszego skróconego scenariusza** portfela projektów i **60% wagę naszego rozszerzonego scenariusza** portfela projektów (niezmienione). Przeprowadzamy również **analizę porównawczą** (waga 0%).

Wykorzystujemy analizę scenariuszy, aby uzyskać to, co uważamy za konserwatywną wartość portfela projektów. Nasze podejście faworyzuje firmy z branży nieruchomości z większym udziałem nieruchomości pracujących w portfelu, ale nagradza również deweloperów za projekty w portfelu z bliskim terminem realizacji oraz z zabezpieczonym finansowaniem i budową w toku, ponieważ obie grupy aktywów są uwzględniane w naszych kalkulacjach wyceny kapitału własnego według szacunkowej wartości rynkowej z wagą 100%. Niższą wartość przypisujemy projektom w rozszerzonym portfelu projektów, które są bardziej narażone na odroczenie (lub całkowite porzucenie w skrajnych przypadkach).

Nasza cena docelowa uwzględnia zdolność dewelopera do generowania wartości poprzez nowe projekty. Aby uwzględnić zróżnicowane poziomy ryzyka, przyjęliśmy podejście scenariuszowe, wykorzystujące: 1) skrócony plan inwestycji; oraz 2) rozszerzony plan inwestycji. Nasz scenariusz skróconego planu inwestycji uwzględnia tylko te projekty, które są obecnie realizowane (w trakcie budowy), co oznacza, że finansowanie zostało zabezpieczone, a firma aktywnie pracuje na placu budowy. Nasz scenariusz rozszerzonego planu inwestycji uwzględnia wszystkie projekty, które firma ma w swoim planie inwestycji, a których finalizacja jest przewidywana w ciągu najbliższych trzech lat (dla zapewnienia porównywalności) i uwzględnia wartość rezydualną. W obu scenariuszach dodajemy również szacunkową wartość zabezpieczonego oraz opłaconego banku gruntów.

Atal charakteryzuje się stosunkowo przyzwoitym bilansem (biorąc pod uwagę specyfikę struktury zadłużenia) i sprawdzonym dostępem do finansowania zewnętrznego, dlatego zakładamy, że nie powinien napotkać poważnych trudności w finansowaniu swojego planu inwestycji lub obsłudze zadłużenia w nadchodzących kwartałach. W związku z tym utrzymujemy wagę naszego scenariusza rozszerzonego planu inwestycji na poziomie 60% w całym zakresie.

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału własnego ustaliliśmy, stosując stałą stopę wolną od ryzyka na poziomie 5.25% (5.50% pierwotnie) i dodając premię za ryzyko kapitałowe w wysokości 4.75% (5.00% pierwotnie). Jednocześnie przyjęliśmy współczynnik beta równy 1.0. W konsekwencji szacujemy przedział WACC na 9.1-9.3% (9.5-9.8% pierwotnie) dla okresu prognozy szczegółowej 2025p-28p. Do obliczenia wartości rezydualnej zastosowaliśmy rentę wieczystą, opartą na szacowanej średniej wartości netto generowanej rocznie przez spółkę oraz długoterminowej stopie wzrostu na poziomie 1.0%.

PODSUMOWANIE WYCENY	
Skrócony scenariusz wyceny	37.07
Rozszerzony scenariusz wyceny	92.07
Średnia (wagi 40:60)	70.07

Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

WYCENA (PLN m ln) - SCENARIUSZ SKRÓCONY	
Wartość projektów w trakcie realizacji i przekazaniach	5 842
Koszty projektów w trakcie realizacji i przekazaniach	-4 404
SUMA	1 437
WARTOŚĆ BIEŻĄCA SUMY	1 125
Estymowana wartość banku ziemi	912
Estymowane wydatki poniesione na projekty do końca 3Q25 skorygowane o przedpłaty	1 281
Zobowiązania/aktywa z tyt. podatku	46
WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA (PLN m ln)	3 364
Dług netto na koniec 3Q25	-1 905
Udziały mniejszości	-0.4
WARTOŚĆ KAPITAŁÓW WŁASNYCH (PLN m ln)	1 458
Wartość kapitałów własnych na akcję (PLN)	33.70
12-miesięczna CENA DOCEŁOWA (PLN)	37.07

Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

WYCENA (PLN m ln) - SCENARIUSZ ROZSZERZONY	
Wartość projektów w trakcie realizacji i przekazaniach	5 842
Koszty projektów w trakcie realizacji i przekazaniach	-4 404
Wartość projektów w planach (do końca 2028P)	1 402
Koszty projektów w planach (do końca 2028P)	-1 065
Wartość rezydualna	2 506
SUMA	4 280
WARTOŚĆ BIEŻĄCA SUMY	3 288
Estymowana wartość banku ziemi	912
Estymowane wydatki poniesione na projekty do końca 3Q25 skorygowane o przedpłaty	1 281
Zobowiązania/aktywa z tyt. podatku	46
WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA (PLN m ln)	5 527
Dług netto na koniec 3Q25	-1 905
Udziały mniejszości	-0.4
WARTOŚĆ KAPITAŁÓW WŁASNYCH (PLN m ln)	3 621
Wartość kapitałów własnych na akcję (PLN)	83.70
12-miesięczna CENA DOCEŁOWA (PLN)	92.07

Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

Analiza wrażliwości

Przedstawiamy analizę wrażliwości naszej ceny docelowej na zmiany założonych cen nieruchomości mieszkaniowych i kosztów budowy. Zmiana założonych cen nieruchomości mieszkaniowych o +/-5% w porównaniu z naszymi pierwotnymi oczekiwaniami zastosowanymi do wyceny portfela nieruchomości w budowie i planowanych w firmie Atal zwiększa/zmniejsza naszą wycenę kapitału własnego o około 9%. Jednocześnie 5% wzrost/spadek poziomu kosztów budowy zastosowanych do wyceny portfela nieruchomości w budowie i planowanych w firmie zmniejsza/zwiększa naszą cenę docelową o około 11%.

Wrażliwość wyceny na zmiany w założonych cenach mieszkań i kosztach budowy (PLN)

		Zmiana cen mieszkań				
		-5.0%	-2.5%	0%	2.5%	5.0%
Zmiana kosztów budowy	-5.0%	66.03	69.14	72.25	75.37	78.50
	-2.5%	64.96	68.06	71.17	74.29	77.42
	0%	63.86	66.96	70.07	73.19	76.31
	2.5%	62.74	65.83	68.94	72.05	75.17
	5.0%	61.58	64.67	67.78	70.89	74.01

Source: Erste Group Research

Analiza porównawcza

Atal vs. spółki porównywalne (cena zamknięcia z 18 lutego 2026)

	BBG ticker	Cena (PLN)	12M TP (PLN)	Potencjał wzrostu	Rating	C/WK				C/Z				Stopa dywidendy			
						2025P	2026P	2027P	2028P	2025P	2026P	2027P	2028P	2025P	2026P	2027P	2028P
Archicom	ARH PW	50.4	59.5	18.1%	Akumuluj	2.35	1.88	1.57	1.38	26.4	6.9	5.1	5.3	3.9%	3.8%	9.4%	9.4%
Atal	1AT PW	58.8	70.1	19.2%	Akumuluj	1.48	1.28	1.16	1.09	11.6	5.8	5.4	5.9	9.4%	7.0%	10.3%	11.1%
Develia	DVL PW	9.6	10.4	8.5%	Trzymaj	2.38	2.22	2.05	1.95	10.7	10.0	9.2	9.4	6.0%	6.9%	7.3%	8.1%
Dom	DOM PW	273.0	293.0	7.3%	Trzymaj	3.54	3.15	2.80	2.60	10.8	10.1	9.1	9.7	5.1%	6.5%	6.9%	7.7%
Lokum	LKD PW	25.4	21.3	-16.0%	Sprzedaj	0.82	0.80	0.80	0.76	12.5	16.5	28.2	8.9	2.0%	4.0%	3.9%	3.2%
Murapol	MUR PW	43.2	51.6	19.4%	Akumuluj	2.79	2.43	2.08	1.92	7.7	5.9	5.4	5.9	11.4%	11.5%	11.8%	13.0%
Mediana						2.37	2.05	1.81	1.65	11.2	8.4	7.3	7.4	5.6%	6.7%	8.4%	8.8%
W porównaniu z medianą																	
Archicom						-1%	-8%	-13%	-16%	135%	-18%	-30%	-29%	-30%	-43%	13%	8%
Atal						-38%	-37%	-36%	-34%	4%	-31%	-26%	-21%	68%	4%	24%	26%
Develia						1%	8%	13%	18%	-5%	18%	27%	27%	8%	3%	-13%	-8%
Dom						49%	54%	54%	58%	-4%	20%	26%	30%	-8%	-3%	-17%	-13%
Lokum						-66%	-61%	-56%	-54%	12%	96%	288%	20%	-65%	-40%	-53%	-64%
Murapol						18%	18%	15%	16%	-32%	-30%	-26%	-20%	104%	71%	41%	48%

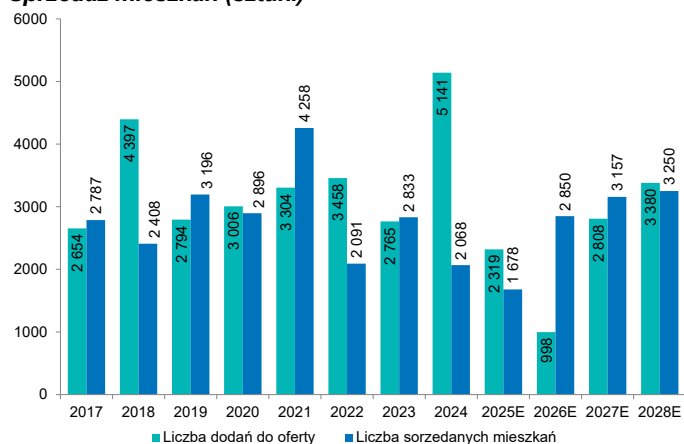
Źródło: Bloomberg, Erste Group Research

Prognozy finansowe: stare vs. nowe

Zmiana prognoz	2025P			2026P			2027P			2028P		
PLN mln	Stare	Nowe	Δ	Stare	Nowe	Δ	Stare	Nowe	Δ	Stare	Nowe	Δ
Przychody ogółem	1 537.3	1 256.2	-18.3%	2 592.4	2 070.8	-20.1%	2 630.5	2 227.0	-15.3%	2 085.2	2 115.2	1.4%
COGS	1 099.2	881.9	-19.8%	1 878.7	1454.1	-22.6%	1 917.9	1571.2	-18.1%	1 505.2	1505.2	0.0%
Zysk brutto na sprzedaży	438.2	374.3	-14.6%	713.7	616.8	-13.6%	712.7	655.9	-8.0%	580.0	610.0	5.2%
Koszty sprzedaży	22.2	26.9	21.1%	23.5	27.3	16.5%	26.3	28.5	8.3%	30.0	29.6	-1.4%
Koszty ogólnego zarządu	35.5	40.3	13.7%	37.5	41.0	9.4%	42.1	42.8	1.7%	45.0	44.4	-1.4%
Wynik na pozostałej dział. operacyjnej	1.7	12.6	659.9%	2.7	3.2	18.8%	2.8	3.5	25.6%	3.3	3.3	1.4%
EBIT bez rewaluacji	382.2	319.7	-16.3%	655.5	551.7	-15.8%	647.0	588.1	-9.1%	508.2	539.3	6.1%
Wynik na rewaluacji	0.0	0.0	n.a.	0.0	0.0	n.a.	0.0	0.0	n.a.	0.0	0.0	n.a.
EBIT z rewaluacją	382.2	319.7	-16.3%	655.5	551.7	-15.8%	647.0	588.1	-9.1%	508.2	539.3	6.1%
Wynik na dział. finansowej netto	-21.1	-51.1	142.3%	-16.1	-10.7	-33.7%	-13.7	-7.0	-48.6%	-6.4	-6.1	-5.3%
Zysk brutto przed podatkiem	361.1	268.6	-25.6%	639.4	541.0	-15.4%	633.4	581.0	-8.3%	501.8	533.3	6.3%
Podatek dochodowy	66.8	49.7	-25.6%	124.7	102.8	-17.6%	123.5	110.4	-10.6%	95.4	101.3	6.3%
Udziały mniejszości	0.1	0.2	4.1%	0.3	0.3	19.2%	0.3	0.3	29.2%	0.3	0.3	6.3%
Zysk netto po mniejszościach	294.1	218.8	-25.6%	514.5	437.9	-14.9%	509.6	470.3	-7.7%	406.2	431.6	6.3%

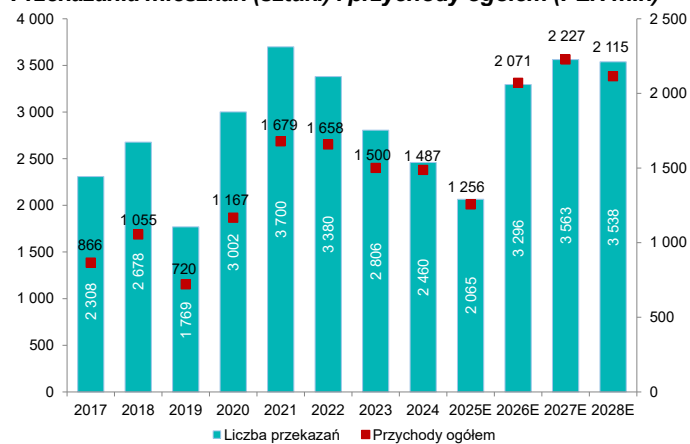
Źródło: Erste Group Research

Sprzedaż mieszkań (sztuki)



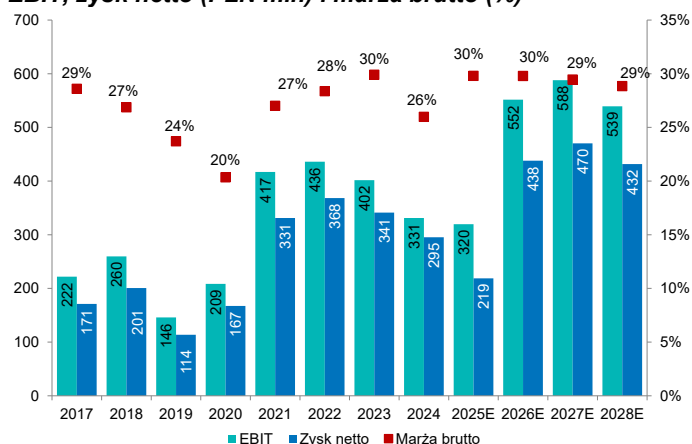
Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

Przekazania mieszkań (sztuki) i przychody ogółem (PLN mln)



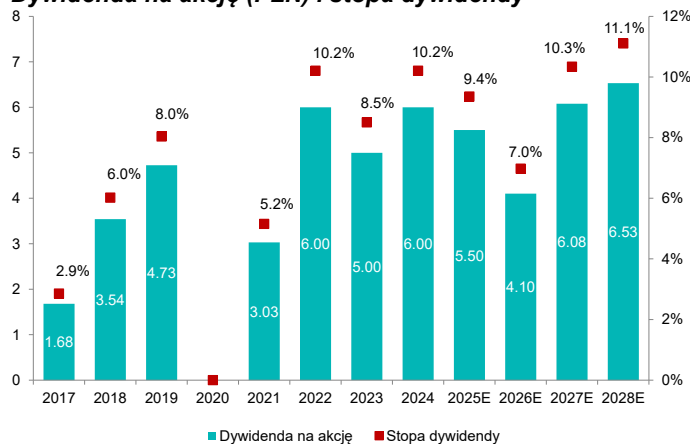
Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

EBIT, zysk netto (PLN mln) i marża brutto (%)



Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

Dywidenda na akcję (PLN) i stopa dywidendy



Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja ("Dokument") została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) w sposób niezależny i obiektywny w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych na temat analizowanej spółki lub spółek. Dokument opiera się na uzasadnionej wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na dzień jego sporządzenia i może być okresowo zmieniany. Służy on wyłącznie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani komunikacji marketingowej.

Atal S.A. została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. ("Program"). Program zakłada otrzymywanie przez Erste Securities Polska S.A. wynagrodzenia od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z tytułu objęcia analizą Atal S.A. W powyższym zakresie autorskie prawa majątkowe do raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jako zamawiającemu.

Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub zakupu jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego, a ani niniejszy Dokument, ani żadne zawarte w nim informacje nie mogą stanowić podstawy ani stanowić zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub włączenia instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego do strategii inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi również prospektu emisyjnego w rozumieniu rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego, austriackiej ustawy o rynku kapitałowym z 2019 r. ani porównywalnych przepisów prawa. Wszystkie informacje, analizy i wnioski zawarte w niniejszym Dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy Dokument nie ma na celu zapewnienia kompleksowego przeglądu jakiegokolwiek inwestycji, potencjalnego ryzyka i wyników, ani nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora ("Inwestor") w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. W związku z tym niniejszy dokument nie zastępuje żadnej oceny związanej z inwestowaniem ani kompleksowego ujawnienia ryzyka; każdy instrument finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dla przyszłych wyników instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w instrumenty finansowe, w tym powiązane instrumenty finansowe, mogą mieć charakter ryzykowny i spekulacyjny. Wszystkie projekcje, prognozy i docelowe ceny są jasno i wyraźnie oznaczone jako takie, a istotne założenia przyjęte przy ich tworzeniu lub wykorzystywaniu są jasno wskazane. Prognozy przyszłego rozwoju sytuacji opierają się wyłącznie na szacunkach i założeniach. Rzeczywisty rozwój sytuacji w przyszłości może różnić się od prognozowanego. Prognozy nie są zatem wiarygodnym wskaźnikiem przyszłych wyników i rozwoju sytuacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym wyższe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Ani niniejszy Dokument, ani żaden z jego elementów nie stanowią podstawy jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. W związku z tym Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym Dokumencie - zamierzona transakcja instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego jest odpowiednia dla potrzeb i intencji Inwestora, że Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i że po należytej analizie Inwestor zdecydował się na dokonanie inwestycji i jest w stanie ponieść ekonomiczne skutki takiej inwestycji. Inwestorów odsyła się na przykład do testu odpowiedniości i zaleca się zapoznanie się z informacjami dla klientów zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r. Wyniki inwestycji są pomniejszane o prowizje, opłaty i inne obciążenia, które zależą od indywidualnej sytuacji Inwestora. W wyniku wahań kursów walut wynik inwestycji może wzrosnąć lub spaść.

Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach obowiązujących przepisów prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów kapitałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałów mogą realizować inne interesy niż inwestorzy inwestujący w instrumenty dłużne, związane z tym samym emitentem. Analityk nie jest upoważniony do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej spółki lub emitenta, Erste Group, jednej z jej spółek lub jakiegokolwiek innej osoby. Dłożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dłożono wszelkich starań, aby zapewnić, że fakty przedstawione w niniejszym Dokumencie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i uzasadnione, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela wyraźnej ani milczącej gwarancji ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Fakty są wyraźnie odróżnione w dokumencie od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji niebędących faktami. Ani Erste Group, ani żaden z jej dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, członków kadry kierowniczej lub innych pracowników nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym szkody następne, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumencie.

Erste Group, a także jej przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w określonych instrumentach finansowych lub powiązanych instrumentach finansowych i mogą zapewniać wsparcie handlowe lub w inny sposób angażować się w transakcje dotyczące tych instrumentów finansowych i/lub powiązanych instrumentów finansowych. Ponadto, Erste Group oraz jej przedstawiciele i pracownicy mogą zasadniczo oferować usługi bankowości inwestycyjnej lub doradztwo na rzecz spółki lub emitenta, o których mowa w niniejszym Dokumencie, lub mogą sprawować funkcje zarządcze w takiej spółce lub emitencie.

Niniejszy dokument został sporządzony zgodnie z prawem polskim, obowiązującym dla terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Przekazywanie niniejszego dokumentu, jak również wprowadzanie do obrotu instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie jest ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to między innymi Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności, ani niniejszy Dokument, ani jakakolwiek jego kopia nie mogą być wwożone, przekazywane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio, na terytorium Stanów Zjednoczonych lub wśród osób amerykańskich (zgodnie z definicją zawartą w Amerykańskiej Ustawie o Papierach Wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych Stanów Zjednoczonych przewidują odpowiednie wyłączenia. Nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie przepisów prawa obowiązującego w innej jurysdykcji. Osoby wchodzące w posiadanie niniejszego Dokumentu są zobowiązane do zapoznania się z takimi ograniczeniami i do ich przestrzegania. Przyjmując niniejszy Dokument, odbiorca wyraża zgodę na przestrzeganie powyższych ograniczeń i stosowanie się do obowiązujących przepisów. Dokument nie może być powielany ani rozpowszechniany wśród innych osób bez zgody Erste Group. Dalsze informacje mogą zostać przekazane przez Erste Group na żądanie. Niniejszy Dokument oraz zawarte w nim informacje, analizy, komentarze i wnioski stanowią materiał chroniony prawem autorskim. Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym Dokumencie w dowolnym momencie. Erste Group zastrzega sobie również prawo do nieaktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym Dokumencie lub do zaprzestania aktualizacji w ogóle. Zastrzega się prawo do pomyłek i błędów drukarskich.

Uwaga dla odbiorców w Stanach Zjednoczonych Ameryki: Niniejszy Dokument został sporządzony poza Stanami Zjednoczonymi przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”). Erste Group nie jest zarejestrowana w Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd jako broker-dealer w Stanach Zjednoczonych ani nie jest członkiem Urzędu Regulacji Instytucji Finansowych („FINRA”). Ponadto, niniejszy Dokument został przygotowany i zweryfikowany przez analityków zatrudnionych przez Erste Group, którzy nie są zarejestrowani ani nie posiadają kwalifikacji analityków w FINRA i nie podlegają zasadom FINRA. Niniejszy Dokument może być rozpowszechniany w Stanach Zjednoczonych wyłącznie wśród „Dużych Amerykańskich Inwestorów Instytucjonalnych” (zgodnie z definicją zawartą w zasadzie 15a-6 Amerykańskiej Ustawy o Giełdach Papierów Wartościowych z 1934 r. i pismach o niepodejmowaniu działań na jej podstawie). Zlecenia dotyczące kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego Dokumentu mogą być przekazywane przez Erste Group wyłącznie do Baader Helvea Inc. w charakterze depozytariusza.

Oświadczenie odpowiedzialnego analityka (odpowiedzialnych analityków): Analitycy wymienieni w niniejszym raporcie zaświadcza, że: (1) poglądy wyrażone w niniejszym Dokumencie dokładnie odzwierciedlają ich osobiste poglądy na temat jakichkolwiek lub wszystkich przedmiotowych instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym Dokumencie, (2) żadna część ich wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie, bezpośrednio lub pośrednio, związana z konkretną rekomendacją lub poglądami wyrażonymi w niniejszym Dokumencie.

Jeśli jedna z klauzul przewidzianych w niniejszym wyłączeniu odpowiedzialności zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwą do zastosowania lub niewykonalną, klauzula ta musi być traktowana oddzielnie od innych klauzul przewidzianych w niniejszym wyłączeniu odpowiedzialności w najszerszym możliwym zakresie. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, stosowność lub wykonalność innych klauzul.

Ważne informacje

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ WWOŻONY DO STANÓW ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII, PRZEKAZYWANY JAKIEJKOLWIEK OSOBIE BĘDĄCEJ OBYWATELEM TYCH PAŃSTW ANI WYSYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W JAKICHKOLWIEK MEDIACH W KTÓRYMKOLWIEK Z TYCH PAŃSTW.

Ogólne informacje

Wszystkie rekomendacje udzielane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group są niezależne, obiektywne i opierają się na najnowszych publicznie dostępnych informacjach dotyczących spółek, branży i innych ogólnych informacjach, które Erste Group uznaje za wiarygodne; jednakże Erste Group nie oświadcza ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub rekomendacji. Erste Group dokłada wszelkich starań, aby uniknąć błędów i/lub nieprawidłowości. Na rating i/lub cenę docelową nie ma wpływu ani spółka objęta badaniem, ani inne wewnętrzne działy Erste Group. Każde badanie sporządzone przez analityka jest weryfikowane przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniane z starszym analitykiem wyższego szczebla/jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyła obszernie ramy zgodności dotyczące osobistych transakcji analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część ich wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacjami lub poglądami wyrażonymi przez nich w niniejszym Dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby w ramach Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami zawartymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikt interesów

Erste Group Bank AG zapewnia za pomocą wewnętrznych polityk, że konflikty interesów są zarządzane w sposób uczciwy i rozsądny. Polityka „Zarządzanie konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” jest dostępna pod poniższym linkiem:

https://www.erstegroup.com/legal/Managing_Conflicts_of_Interest_-_Umgang_mit_IK.pdf

Ujawnienia potencjalnych konfliktów interesów dotyczących Erste Group Bank AG i spółek powiązanych, a także odpowiednich pracowników i przedstawicieli w odniesieniu do emitenta (emitentów) lub instrumentów finansowych są aktualizowane codziennie. Przegląd konfliktów interesów dla wszystkich spółek analizowanych przez Erste Group Research znajduje się pod poniższym linkiem:

[Disclosure | Erste Group Bank AG.](#)

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod poniższym linkiem:

https://www.erstegroup.com/legal/Recommendations_Distribution.pdf

Wszystkie ujawnienia konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, obowiązują w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

Definicje ocen Erste Group

Kup	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: [Research Disclaimer | Erste Group Bank AG](#)

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziom popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem: https://www.erstegroup.com/legal/Bewertungsmethoden_and_Valuations.pdf

Planowana częstotliwość aktualizacji rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Jeśli w niniejszej publikacji dokonano zmiany rekomendacji, prosimy o zapoznanie się z poniższym linkiem w celu uzyskania szczegółowego przeglądu poprzednich rekomendacji:

<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

Odnośniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Zjednoczone Królestwo (UK): Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banka Comerciala Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2026. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.
Departament Analiz
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16
Siedziba: Warszawa
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl

oraz

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Siedziba: Wiedeń
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m
Sąd Gospodarczy w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group Bank AG: www.erstegroup.com

Disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest according to delegated Regulation (EU) 958/2016 supplementing Article 20 of Regulation (EU) 596/2014 (MAR):

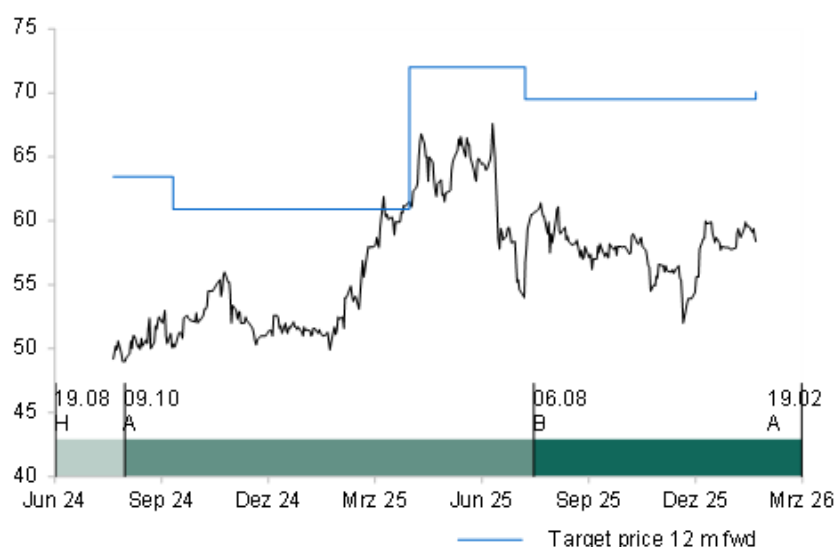
Company	ISIN	1 EGB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instrument s	3 agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months	4a Agreement with the covered company about the production of analyses	4b Agreement with a third party about the production of analyses	5 Managed or co- managed a public offering over the previous 12 months	6 Draft of report disclosed to issuer prior its publication	7 Analyst has a position in the issued share capital of the issuer	8 Net Long Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer	9 Net Short Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer
Archicom	PLARHCM00016										
Atal	PLATAL000046					Y					
Develia	PLLOCRP00017										
Dam Development	PLDMDVL00012										
Lokum Developer	PLLKMDW00049										
Murspol	PLMURPL00190			Y			Y				

The above specific disclosures (marked with “Y” if applicable), are valid at the time of publication of this report.
20 February 2026

For a more detailed and an up-to-date overview of conflicts of interests for all analysed companies and/or financial instruments by Erste Group, which are updated regularly upon changes, please follow below link:

[Disclosure | Erste Group Bank AG](#)

Atal



Rating history

Date	Rating	Price	Target Price
06. Aug 25	Buy	13.28	16.25
29. Apr 25	Accumulate	14.40	16.87
09. Oct 24	Accumulate	11.73	14.17
22. Feb 24	Hold	13.37	14.68