

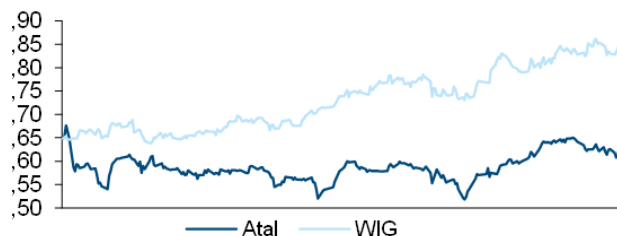
Atal

Rekomendacja Akumuluj podtrzymana

PLN mn	2025	2026e	2027e	2028e
Przychody	1 267.1	2 080.6	2 241.6	2 171.2
EBITDA	331.9	553.7	578.1	544.7
EBIT	327.2	548.8	573.0	539.4
Zysk netto dla jedn. dominującej	223.3	432.2	454.2	428.6
Zysk na akcję (PLN)	5.17	9.99	10.50	9.91
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	5.06	9.88	10.38	9.78
Wartość księgowa na akcję (PLN)	39.91	45.36	49.37	52.45
Dywidenda na akcję (PLN)	5.50	4.50	6.49	6.82

EV/EBITDA (x)	13.9	7.5	6.6	6.9
P/E (x)	12.1	6.2	5.9	6.3
P/CE (x)	12.1	6.2	5.9	6.3
Stopa dywidendy	8.8%	7.2%	10.4%	11.0%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu	62.3
Liczba akcji (mn)	43.3
Wartość rynkowa (PLN mn)	2 695
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	4 116



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	-3.9%	3.8%	8.9%	-2.8%

Reuters	1AT.WA	Akcje w wolnym obrocie	15%
Bloomberg	1AT.PW	Główni akcjonariusze:	Z. Juroszek (77%)
Dzień dywidendy	15.07.2026	NN OFE (8%)	
Cena docelowa	72.2	Strona internetowa:	www.atal.pl

Sprzedaż w 2Q26 napawa optymizmem

Analityk:

Cezary Bernatek

+48 22 257 5751

cezary.bernatk@erstegroup.com

Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla Atalu do 72.2 zł na akcję (z 70.1 zł). Ponieważ nadal implikuje ona 16% potencjał wzrostu, podtrzymujemy rekomendację Akumuluj.

Pomimo wybuchu konfliktu z Iranem, który negatywnie wpłynął na nastroje konsumentów i przełożył się na wzrost kosztu kredytów hipotecznych o ok. 25-50 pb kw./kw. w 2Q26, Atal zdołał zwiększyć sprzedaż mieszkań o 41% kw./kw. do 908 lokali (+135% r./r.) w tym okresie. Wynik ten potwierdza skuteczność bardziej elastycznej polityki sprzedażowej spółki, wspieranej dodatkowo relatywnie wysokim udziałem lokali gotowych do odbioru w ofercie. Dynamika sprzedaży wyraźnie przewyższyła wyniki szerokiego rynku, na którym odnotowano spadek kwartał do kwartału w 2Q26, jednocześnie stawiając naszą dotychczasową prognoza sprzedaży na 2026 r. po stronie konserwatywnej. W konsekwencji podnosimy ją o 3% do ok. 2.94 tys. lokali. Uwzględniając jednocześnie korekty harmonogramu uruchamiania nowych projektów, w tym włączenie do modelu niedawno pozyskanych projektów w Trójmieście poprzez przejście spółek z Grupy Budner, oraz przy założeniu dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w 2H27E-28E oraz stopniowej poprawy relacji popytu do podaży na kluczowych rynkach Atalu, podnosimy również nasze prognozy sprzedaży mieszkań na lata 2027E-28E o 3/4%, do odpowiednio ok. 3.26 tys. i 3.38 tys. lokali. Oznacza to wzrost sprzedaży o 75/11/4% r./r. w latach 2026E-28E, wyższy niż oczekiwany dla większości porównywalnych spółek.

W efekcie rewizji prognoz sprzedaży mieszkań oraz niewielkich zmian harmonogramu realizacji projektów (uwzględniających również nowo pozyskane inwestycje), przy pozostawieniu praktycznie niezmiennych założeń dotyczących cen sprzedaży i kosztów budowy, podnosimy nasze prognozy zysku netto Atalu o 2/1% na lata 2026E/27E. Obecnie oczekujemy wzrostu zysku netto o 94% r./r. do 432 mln zł w 2026E, następnie dalszego wzrostu o 5% do 454 mln zł w 2027E oraz jedynie niewielkiego, 6-procentowego spadku do 428 mln zł w 2028E. Przekłada się to zarówno na atrakcyjną dynamikę wyników, jak i relatywnie niskie wskaźniki wyceny, z C/Z na poziomie 5.9-6.3x w całym horyzoncie prognozy.

Finalnie, choć na koniec 2025 r. Atal był relatywnie mocno zadłużony, naszym zdaniem nie stanowi to istotnego powodu do obaw. Znaczna część finansowania pochodzi od głównego akcjonariusza, a w kolejnych kwartałach oczekujemy wyraźnej poprawy przepływów operacyjnych, napędzanej monetyzacją ukończonych projektów, wolniejszym tempem uruchamiania nowych inwestycji oraz ograniczonymi potrzebami w zakresie zakupu gruntów. W rezultacie nie dostrzegamy istotnego ryzyka płynnościowego i oczekujemy wyraźnej redukcji zadłużenia w latach 2026E-27E, przy jednoczesnym utrzymaniu atrakcyjnej polityki dywidendowej. Prognozujemy dywidendę na poziomie 4.5 zł na akcję (zatwierdzona; dzień dywidendy: 15 lipca), 6.5 zł oraz 6.8 zł odpowiednio w latach 2026E-28E, co implikuje atrakcyjne stopy dywidendy na poziomie 7.2/10.4/11.0% - wyraźnie powyżej średniej dla sektora.

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
PLN mm	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31	2028-12-30
Przychody ze sprzedaży	1 500.49	1 486.90	1 267.07	2 080.62	2 241.57	2 171.16
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	1 051.86	1 100.56	895.22	1 464.33	1 598.10	1 556.99
Zysk brutto ze sprzedaży	448.62	386.34	371.85	616.30	643.46	614.18
Koszty sprzedaży i administracyjne	45.98	58.37	62.77	70.74	73.97	78.16
Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji	8.24	10.93	21.10	12.48	13.45	13.03
Pozostałe koszty z uwzględnieniem rewaluacji	9.27	7.78	3.03	9.23	9.94	9.61
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	405.09	334.70	331.88	553.67	578.08	544.74
Amortyzacja	3.48	3.58	4.72	4.86	5.08	5.31
Zysk operacyjny - EBIT	401.62	331.12	327.16	548.81	573.00	539.43
Przychody i koszty finansowe	21.50	34.64	-52.72	-14.87	-11.92	-9.92
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	423.11	365.76	274.44	533.94	561.08	529.51
Podatek dochodowy	81.78	70.19	50.95	101.45	106.61	100.61
Wynik na działalności niekontynuowanej	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	0.12	0.17	0.18	0.30	0.32	0.30
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	341.22	295.40	223.31	432.19	454.16	428.60
Skonsolidowany bilans	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
PLN mm	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31	2028-12-30
Rzeczowe aktywa trwałe z uwzględnieniem nieruchomości inwestycyjnych	88.56	90.19	91.25	107.11	107.55	107.99
Wartości niematerialne	65.33	65.78	70.98	70.98	70.98	70.98
Pozostałe aktywa trwałe	34.44	38.86	41.22	42.04	39.94	37.94
Razem aktywa trwałe	188.34	194.82	203.45	220.13	218.47	216.92
Zapasy	2 668.16	3 384.39	4 437.58	4 265.66	4 106.35	4 150.27
Należności	63.14	93.35	128.81	137.32	147.94	143.30
Inne aktywa obrotowe	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	620.07	127.09	145.70	173.91	138.98	231.75
Razem aktywa obrotowe	3 351.37	3 604.82	4 712.08	4 576.89	4 393.28	4 525.32
RAZEM AKTYWA	3 539.70	3 799.64	4 915.53	4 797.02	4 611.74	4 742.24
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	1 698.78	1 738.78	1 724.89	1 962.38	2 135.62	2 269.02
Udziały niekontrolujące	0.13	0.29	0.48	0.48	0.48	0.48
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	707.29	245.18	1 315.25	1 002.37	749.53	764.38
Rezerwy	112.80	87.38	119.03	113.08	113.08	113.08
Depozyty otrzymane	131.45	449.30	27.41	24.67	20.97	17.82
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	35.37	39.28	48.02	50.42	52.94	55.59
Razem zobowiązania długoterminowe	986.92	821.14	1 509.71	1 190.54	936.52	950.87
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	87.11	825.54	756.33	622.24	513.88	520.25
Zobowiązania handlowe	131.82	179.84	198.81	246.10	265.07	256.24
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	634.95	234.06	725.32	775.28	760.18	745.38
Razem zobowiązania krótkoterminowe	853.88	1 239.43	1 680.47	1 643.62	1 539.13	1 521.87
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	3 539.70	3 799.64	4 915.53	4 797.02	4 611.74	4 742.24
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
PLN mm	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31	2028-12-30
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	112.69	-451.20	-657.30	700.46	619.63	377.43
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	7.05	10.28	-0.73	-20.72	-5.51	-5.76
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	101.87	-52.06	676.63	-651.53	-649.04	-278.91
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	221.61	-492.98	18.61	28.21	-34.92	92.76
Marże i wskaźniki	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
Wzrost przychodów rdr	-9.5%	-0.9%	-14.8%	64.2%	7.7%	-3.1%
Marża EBITDA	27.0%	22.5%	26.2%	26.6%	25.8%	25.1%
Marża EBIT	26.8%	22.3%	25.8%	26.4%	25.6%	24.8%
Marża zysku netto	22.7%	19.9%	17.6%	20.8%	20.3%	19.7%
ROE	22.7%	17.2%	12.9%	23.4%	22.2%	19.5%
ROA	10.2%	8.0%	5.1%	8.9%	9.7%	9.2%
Wskaźnik kapitału własnego	0.47	0.62	1.20	0.83	0.59	0.57
Dług netto	174.33	943.63	1 925.88	1 450.70	1 124.43	1 052.88
Dług netto do aktywów ogółem	0.05	0.25	0.39	0.30	0.24	0.22
Dług netto do kapitałów własnych	0.10	0.54	1.12	0.74	0.53	0.46

Źródło: Dane Spółki, Erste Securities Polska

Kluczowe czynniki ryzyka

- Mniejszy / większy od oczekiwań spadek kosztu kredytów hipotecznych w nadchodzących miesiącach, po ich wzroście kwartał do kwartału w 2Q26.
- Mniejsza / większa oraz/lub późniejsza / wcześniejsza od oczekiwań skala dalszych obniżek stóp procentowych w Polsce (od 2H27E); niższa / wyższa od zakładanej wrażliwość nabywców mieszkań na spadające koszty kredytów hipotecznych.
- Eskalacja lub szybsza od oczekiwań deeskalacja napięć geopolitycznych, wpływająca na nastroje nabywców mieszkań oraz ogólną awersję do ryzyka i sentyment inwestorów.
- Słabsze / silniejsze od oczekiwań ożywienie gospodarcze w Polsce w kolejnych latach; niższy / wyższy od zakładanego wzrost wynagrodzeń, wpływający na popyt na mieszkania z rynku pierwotnego.
- Większa / mniejsza od oczekiwań podaż nowych mieszkań w kluczowych aglomeracjach; wolniejsze / szybsze od oczekiwań ograniczanie oferty na głównych rynkach mieszkaniowych.
- Mniej / bardziej korzystna od oczekiwań ewolucja efektywnych cen mieszkań; słabszy / silniejszy od oczekiwań, wspierający ceny wpływ wprowadzenia klas energetycznych dla budynków wielorodzinnych na rynek pierwotny w średnim i długim terminie.
- Spadek elastyczności prowadzenia polityki sprzedażowej i marketingowej w związku z obowiązkiem publikacji cen mieszkań (obowiązującym od września 2025 r.).
- Zaostrzenie / złagodzenie kryteriów udzielania kredytów hipotecznych przez banki.
- Spowolnienie / przyspieszenie rozwoju rynku najmu mieszkań w kluczowych aglomeracjach, wpływające na popyt inwestorów indywidualnych na mieszkania oraz podaż relatywnie nowych lokali na rynku wtórnym (potencjalna realizacja planu pokojowego w Ukrainie i istotny odpływ obywateli Ukrainy z Polski stanowią dodatkowe ryzyko).
- Wyższy / niższy od oczekiwań wzrost kosztów budowy w kolejnych latach, wpływający na marże deweloperów na przyszłych projektach (na dynamikę kosztów wpływać będą m.in. rozwój sytuacji wokół konfliktu z Iranem oraz wdrożona ustawa o schronach, gdzie dostrzegamy potencjał pozytywnych zaskoczeń).
- Opóźnienia / przyspieszenie uruchamiania projektów z pipeline'u względem założeń oraz trudności z uzyskiwaniem pozwoleń na budowę lub użytkowanie.
- Trudności z pozyskiwaniem atrakcyjnie położonych gruntów po rozsądnych cenach, ograniczające potencjał sprzedażowy w dłuższym terminie (proces uchwalania planów ogólnych przez gminy w bieżącym roku może przejściowo ograniczyć podaż odpowiednich działek).

- Silniejszy / słabszy od oczekiwań wzrost cen gruntów w kolejnych latach, wpływający na marże brutto spółek w dłuższym okresie (grunty przeznaczone pod zabudowę mieszkaniową w planach ogólnych powinny zyskiwać na wartości dzięki większej pewności planistycznej).
- Trudności z pozyskaniem lub refinansowaniem zadłużenia na akceptowalnych warunkach, w odpowiednim czasie lub w skali wystarczającej do finansowania dalszego rozwoju.
- Silniejszy od oczekiwań rozwój segmentu PRS, ograniczający popyt ze strony klientów indywidualnych, ale jednocześnie zwiększający popyt instytucjonalny na mieszkania.
- Potencjalne niekorzystne zmiany regulacyjne, ograniczające popyt na nowe mieszkania lub obniżające rentowność krajowych deweloperów (obecnie bardziej prawdopodobna wydaje się likwidacja ulg podatkowych związanych z mieszkaniami niż wprowadzenie podatku katastralnego; dodatkowym czynnikiem są już wdrożone ograniczenia dotyczące najmu krótkoterminowego).

Wycena

Podnosimy naszą 12-miesięczną cenę docelową akcji Atal do PLN 72.2 na akcję (z PLN 70.1 na akcję), co implikuje obecnie potencjał wzrost na poziomie 15.8%.

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 5.5% (niezmieniona) i dodając premię za ryzyko kapitałowe w wysokości 5.0% (niezmieniona). Jednocześnie przyjęliśmy współczynnik beta równy 1.0. W konsekwencji szacujemy przedział WACC na 9.0-9.3% (9.1-9.3% pierwotnie) dla okresu prognozy szczegółowej 2026p-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	35.13
Rozszerzony scenariusz wyceny	96.86
Średnia (wagi 40:60)	72.16

Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

WYCENA (PLN m ln) - SCENARIUSZ SKRÓCONY	
Wartość projektów w trakcie realizacji i przekazaniach	5 663
Koszty projektów w trakcie realizacji i przekazaniach	-4 270
SUMA	1 393
WARTOŚĆ BIEŻĄCA SUMY	1 101
Estymowana wartość banku ziemi	925
Estymowane wydatki poniesione na projekty do końca 3Q25 skorygowane o przedpłaty	1 342
Zobowiązania/aktywa z tyt. podatku	40
WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA (PLN m ln)	3 409
Dług netto na koniec 2025*	-2 027
Udziały mniejszości	-0.5
WARTOŚĆ KAPITAŁÓW WŁASNYCH (PLN m ln)	1 381
Wartość kapitałów własnych na akcję (PLN)	31.93
12-miesięczna CENA DOCEŁOWA (PLN)	35.13

*skorygowany o estymowaną wartość gruntów nabytych od początku bieżącego roku

Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

WYCENA (PLN m ln) - SCENARIUSZ ROZSZERZONY	
Wartość projektów w trakcie realizacji i przekazaniach	5 663
Koszty projektów w trakcie realizacji i przekazaniach	-4 270
Wartość projektów w planach (do końca 2028P)	890
Koszty projektów w planach (do końca 2028P)	-678
Wartość rezydualna	2 827
SUMA	4 431
WARTOŚĆ BIEŻĄCA SUMY	3 529
Estymowana wartość banku ziemi	925
Estymowane wydatki poniesione na projekty do końca 3Q25 skorygowane o przedpłaty	1 342
Zobowiązania/aktywa z tyt. podatku	40
WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA (PLN m ln)	5 836
Dług netto na koniec 2025*	-2 027
Udziały mniejszości	-0.5
WARTOŚĆ KAPITAŁÓW WŁASNYCH (PLN m ln)	3 809
Wartość kapitałów własnych na akcję (PLN)	88.05
12-miesięczna CENA DOCEŁOWA (PLN)	96.86

*skorygowany o estymowaną wartość gruntów nabytych od początku bieżącego roku

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 8%. 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 3%.

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%	68.1	71.0	73.9	76.8	79.7
	-2.5%	67.3	70.2	73.0	75.9	78.8
	0%	66.4	69.3	72.2	75.0	77.9
	2.5%	65.5	68.4	71.3	74.2	77.0
	5.0%	64.6	67.5	70.4	73.2	76.1

Source: Erste Group Research

Analiza porównawcza

Atal vs. spółki porównywalne (cena zamknięcia z 7 lipca 2026)

	BBG ticker	Cena (PLN)	12M TP (PLN)	Potencjał wzrostu	Rating	C/WK				C/Z				Stopa dywidendy			
						2025	2026P	2027P	2028P	2025	2026P	2027P	2028P	2025	2026P	2027P	2028P
Archicom	ARHPW	52.6	59.5	13.1%	Akumuluj	2.46	1.96	1.64	1.44	27.5	7.2	5.3	5.5	3.7%	3.6%	9.0%	9.0%
Atal	1ATPW	62.3	72.2	15.8%	Akumuluj	1.56	1.37	1.26	1.19	12.1	6.2	5.9	6.3	8.8%	7.2%	10.4%	11.0%
Develia	DVLPW	10.9	10.4	-4.5%	Trzymaj	2.62	2.49	2.31	2.19	11.4	11.3	10.4	10.7	5.3%	6.8%	6.4%	7.2%
Dom	DOMPW	250.0	293.0	17.2%	Trzymaj	3.24	2.90	2.57	2.39	9.9	9.3	8.4	8.9	5.6%	7.1%	7.6%	8.3%
Lokum	LKDPW	23.0	21.3	-7.4%	Sprzedaj	0.74	0.73	0.74	0.69	12.4	16.3	30.9	8.5	2.2%	4.4%	4.0%	2.9%
Murapol	MURPW	37.6	51.6	37.2%	Akumuluj	2.39	2.09	1.81	1.68	6.5	5.2	4.8	5.2	13.1%	13.2%	13.5%	14.7%
Średnia						2.17	1.92	1.72	1.60	13.3	9.3	11.0	7.5	6.5%	7.0%	8.5%	8.9%
W porównaniu ze średnią																	
Archicom						13%	2%	-5%	-10%	107%	-22%	-52%	-26%	-42%	-48%	7%	2%
Atal						-28%	-29%	-27%	-26%	-9%	-33%	-46%	-16%	37%	3%	23%	24%
Develia						21%	29%	34%	37%	-14%	22%	-5%	42%	-18%	-4%	-24%	-19%
Dom						49%	50%	49%	50%	-26%	0%	-23%	18%	-13%	1%	-11%	-6%
Lokum						-66%	-62%	-57%	-57%	-7%	76%	182%	13%	-66%	-38%	-53%	-67%
Murapol						10%	9%	5%	5%	-51%	-43%	-57%	-30%	102%	87%	59%	66%

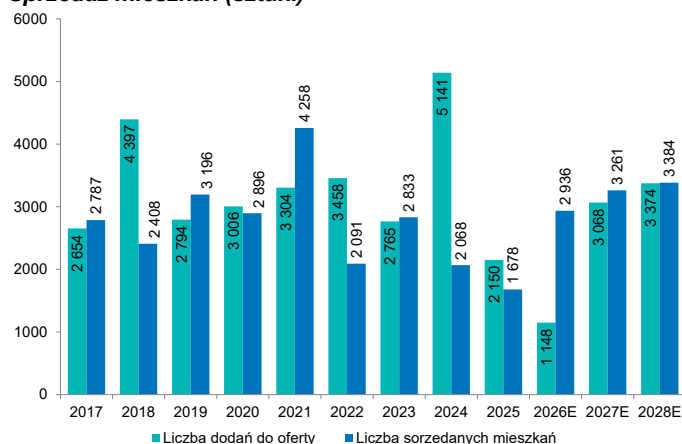
Źródło: Bloomberg, Erste Group Research

Prognozy finansowe: stare vs. nowe

Zmiana prognoz PLN mln	2026P			2027P			2028P		
	Stare	Nowe	Δ	Stare	Nowe	Δ	Stare	Nowe	Δ
Przychody ogółem	2 070.8	2 080.6	0.5%	2 227.0	2 241.6	0.7%	2 115.2	2 171.2	2.6%
COGS	1 460.0	1464.3	0.3%	1 584.2	1598.1	0.9%	1 505.2	1557.0	3.4%
Zysk brutto na sprzedaży	610.9	616.3	0.9%	642.9	643.5	0.1%	610.0	614.2	0.7%
Koszty sprzedaży i zarządu	68.3	70.7	3.5%	71.3	74.0	3.8%	74.0	78.2	5.6%
Wynik na pozostałej dział. operacyjnej	3.2	3.3	0.4%	3.5	3.5	0.6%	3.3	3.4	2.5%
EBIT bez rewaluacji	545.8	548.8	0.6%	575.1	573.0	-0.4%	539.3	539.4	0.0%
Wynik na rewaluacji	0.0	0.0	n.a.	0.0	0.0	n.a.	0.0	0.0	n.a.
EBIT z rewaluacją	545.8	548.8	0.6%	575.1	573.0	-0.4%	539.3	539.4	0.0%
Wynik na dział. finansowej netto	-13.5	-14.9	10.3%	-10.0	-11.9	18.8%	-9.1	-9.9	9.6%
Zysk brutto przed podatkiem	532.3	533.9	0.3%	565.0	561.1	-0.7%	530.3	529.5	-0.1%
Podatek dochodowy	107.0	101.4	-5.2%	114.4	106.6	-6.8%	101.3	100.6	-0.7%
Udziały mniejszości	0.3	0.3	-1.3%	0.3	0.3	-3.4%	0.3	0.3	-0.7%
Zysk netto po mniejszościach	425.0	432.2	1.7%	450.3	454.2	0.9%	428.6	428.6	0.0%

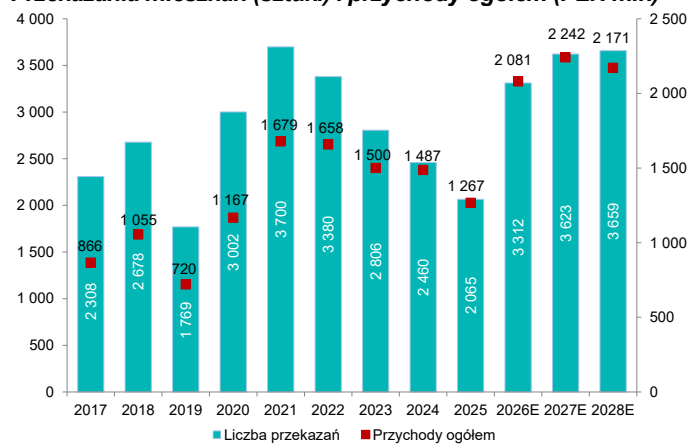
Źródło: Erste Group Research

Sprzedaż mieszkań (sztuki)



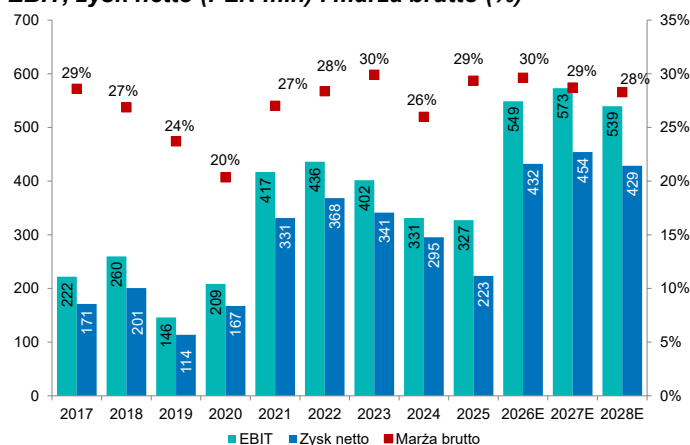
Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

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



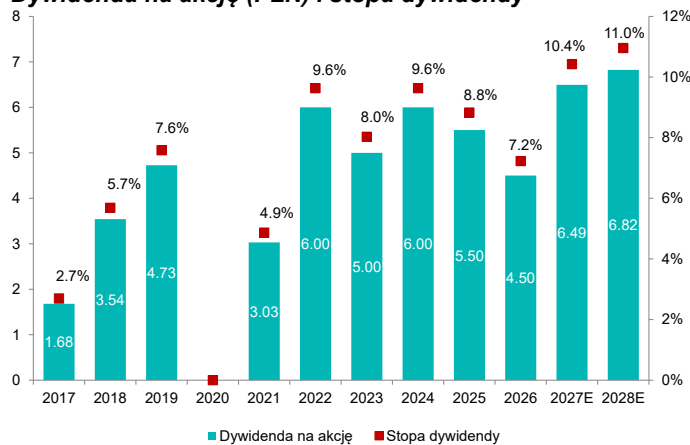
Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

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 wskazań 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>

Odnosniki

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: Banca Comercială 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

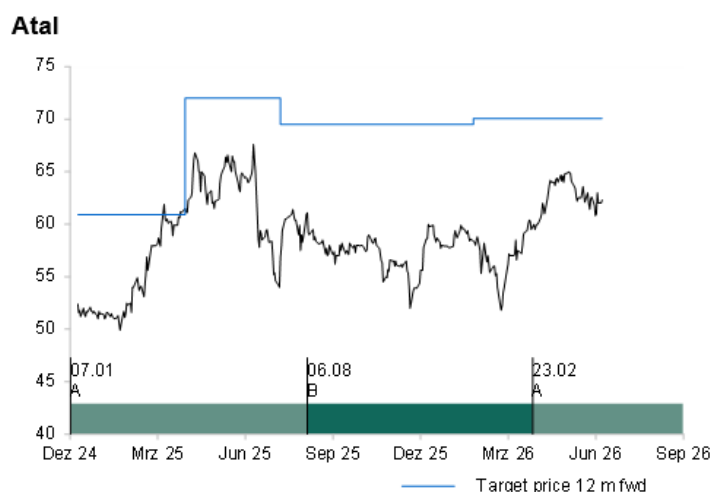
Disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest according to delegated Regulation (EU) 958/2016 supplementing Article 20 of Regulation (EU) 596/2014 (MAR):

Company	ISIN	1 EGG/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 to 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.
8 July 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](#)



Rating history

Date	Rating	Price	Target Price
23. Feb 26	Accumulate	58.40	70.07
06. Aug 25	Buy	56.80	69.50
29. Apr 25	Accumulate	61.50	72.03
09. Oct 24	Accumulate	50.40	60.90