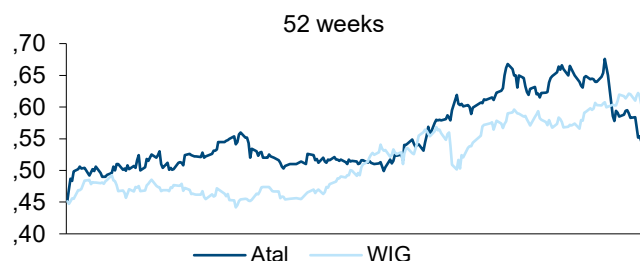


# Atal

## Rekomendacja podniesiona do Kupuj z Akumuluj

PLN mn	2024	2025e	2026e	2027e
Przychody	1486.9	1537.3	2592.4	2630.5
EBITDA	335.4	386.5	659.9	651.6
EBIT	331.1	382.2	655.5	647.0
Zysk netto dla jedn. dominującej	295.4	294.1	514.5	509.6
Zysk na akcję (PLN)	6.84	6.81	11.90	11.79
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	6.74	6.71	11.80	11.69
Wartość księgową na akcję (PLN)	40.24	41.54	48.00	53.37
Dywidenda na akcję (PLN)	6.00	5.50	5.45	6.43
EV/EBITDA (x)	9.8	9.7	5.3	5.0
P/E (x)	7.9	8.0	4.6	4.6
P/CE (x)	7.9	8.0	4.6	4.6
Stopa dywidendy	11.1%	10.1%	10.0%	11.9%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu	54.2	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)	2 345	Dzień dywidendy	15.07.2025	NN OFE (8%)	
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	3 288	<b>Cena docelowa</b>	<b>69.50</b>	Strona internetowa:	www.atal.pl



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	10.4%	6.3%	-13.0%	-15.3%

### Analitik:

Cezary Bernatek

+48 22 257 5751

cezary.bernatk@erstegroup.com

## Odbicie sprzedaży mieszkań na horyzoncie

**Obniżamy cenę docelową dla Atal do PLN 69.5 za akcję (z PLN 72.0). Implikuje to 28.2% potencjału wzrostu. Podnosimy naszą rekomendację do Kupuj (z Akumuluj).**

Sprzedaż mieszkań Atal w 1 poł. 25 roku wyniosła 735 lokali, co implikuje spadek o 43% r/r i wynik poniżej naszych oczekiwań oraz oczekiwań rynku. Oznacza to realizację jedynie 28% naszej pierwotnej prognozy na cały rok 2025 i słabszą dynamikę niż u większości porównywalnych spółek z sektora. W związku z tym, obniżamy naszą prognozę sprzedaży o 20% do poziomu około 2,110 lokali w bieżącym roku. Niemniej jednak, oznacza to nadal wzrost o 2% r/r, a co ważniejsze – skok o 87% h/h w drugim półroczu 2025, podczas gdy relatywnie słaby wynik z pierwszego półrocza wydaje się już być uwzględniony przez rynek. Dodatkowo, korygujemy naszą wcześniejszą prognozę sprzedaży na rok 2026 o 7% do około 3,315 lokali, uwzględniając głównie korektę zakładanego tempa sprzedaży w wybranych projektach oraz drobne zmiany w harmonogramie rozpoczęcia nowych inwestycji w nadchodzących kwartałach. Mimo to, prognozowany wzrost o 57% r/r w 2026 roku pozostaje wyraźnie powyżej średniej sektorowej (przed kolejnym wzrostem o 15% zakładanym na 2027).

Jako, że obniżka prognoz sprzedaży, nieznacznie skorygowane oczekiwania, co do wzrostu cen mieszkań w 2026 roku (opisane w sekcji 'Rynek' niniejszego raportu) oraz niższe prognozy wyników finansowych netto, są częściowo rekompensowane podwyższeniem założeń dotyczących marży brutto na lata 2025/26 (przeszacowaliśmy koszty budowy w wybranych, niedawno ukończonych projektach, co potwierdziła wyższa niż wcześniej prognozowana rentowność brutto w pierwszym półroczu 2025), nasza prognoza zysku netto dla Atal spada jedynie nieznacznie – o 3/4% – do poziomu PLN 294/514 mln odpowiednio dla lat 2025/26. Przekłada się to na nadal solidne momentum – płasko/w górę o 75% r/r w latach 2025/26, przed niewielkim spadkiem o 1% r/r w 2027 roku. Co jednak bardziej istotne, wskaźniki C/Z pozostają wyraźnie poniżej średniej sektorowej – odpowiednio 8.0x / 4.6x / 4.6x w latach 2025/26/27.

Sytuacja bilansowa Atal na koniec pierwszego kwartału 2025 roku pozostawała stosunkowo napięta – krótkoterminowe zadłużenie wynosiło PLN 785 mln, a środki pieniężne PLN 127 mln. Dodatkowo, słabe wyniki sprzedaży w ostatnich kwartałach zbiegły się z rekordową liczbą projektów w realizacji. Niemniej jednak, podkreślamy, że około PLN 300 mln z zadłużenia przypadającego na ten rok stanowi finansowanie od głównego akcjonariusza (oraz kolejne PLN 200 mln długu długoterminowego), a spółka powinna kontynuować skuteczną sprzedaż projektów planowanych do ukończenia w bieżącym roku. W związku z tym, nie spodziewamy się istotnych problemów z płynnością w przyszłości, a także zakładamy możliwość wypłaty dywidendy w wysokości PLN 5,45/6,43 na akcję w latach 2026/27 – co oznacza ponadprzeciętne dla sektora stopy dywidendy na poziomie 10.0/ 11.9%.

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
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 657.82</b>	<b>1 500.49</b>	<b>1 486.90</b>	<b>1 537.34</b>	<b>2 592.44</b>	<b>2 630.53</b>
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	1 187.53	1 051.86	1 100.56	1 099.16	1 878.71	1 917.87
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>470.30</b>	<b>448.62</b>	<b>386.34</b>	<b>438.18</b>	<b>713.73</b>	<b>712.66</b>
Koszty sprzedaży i administracyjne	41.74	45.98	58.37	57.65	60.92	68.39
Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji	11.45	8.24	10.93	8.46	14.26	14.47
Pozostałe koszty z uwzględnieniem rewaluacji	3.97	9.27	7.78	6.79	11.53	11.69
<b>Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA</b>	<b>439.09</b>	<b>405.09</b>	<b>335.39</b>	<b>386.46</b>	<b>659.92</b>	<b>651.65</b>
Amortyzacja	3.04	3.48	4.28	4.26	4.39	4.60
<b>Zysk operacyjny - EBIT</b>	<b>436.05</b>	<b>401.62</b>	<b>331.12</b>	<b>382.19</b>	<b>655.53</b>	<b>647.05</b>
Przychody i koszty finansowe	26.92	21.50	34.64	-21.11	-16.12	-13.69
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	462.96	423.11	365.76	361.08	639.41	633.35
Podatek dochodowy	94.72	81.78	70.19	66.80	124.69	123.50
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	0.26	0.25
<b>Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej</b>	<b>368.24</b>	<b>341.22</b>	<b>295.40</b>	<b>294.13</b>	<b>514.47</b>	<b>509.59</b>

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
<b>Razem aktywa trwałe</b>	<b>202.03</b>	<b>188.34</b>	<b>194.82</b>	<b>193.32</b>	<b>191.93</b>	<b>190.64</b>
Zapasy	2 494.82	2 668.16	3 384.39	4 162.62	4 092.12	3 971.42
Należności	82.78	63.14	93.35	99.93	168.51	170.98
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	120.42	265.10	180.09
<b>Razem aktywa obrotowe</b>	<b>2 976.05</b>	<b>3 351.37</b>	<b>3 604.82</b>	<b>4 382.97</b>	<b>4 525.73</b>	<b>4 322.50</b>
<b>RAZEM AKTYWA</b>	<b>3 178.08</b>	<b>3 539.70</b>	<b>3 799.64</b>	<b>4 576.29</b>	<b>4 717.66</b>	<b>4 513.14</b>

<b>Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej</b>	<b>1 301.74</b>	<b>1 698.78</b>	<b>1 738.78</b>	<b>1 795.23</b>	<b>2 074.39</b>	<b>2 306.17</b>
<b>Udziały niekontrolujące</b>	<b>0.00</b>	<b>0.13</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	402.07	707.29	245.18	1 106.77	1 026.57	793.06
Rezerwy	108.32	112.80	87.38	87.38	87.38	87.38
Depozyty otrzymane	64.52	131.45	449.30	584.09	467.28	373.82
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	32.58	35.37	39.28	41.24	43.30	45.47
<b>Razem zobowiązania długoterminowe</b>	<b>607.49</b>	<b>986.92</b>	<b>821.14</b>	<b>1 819.49</b>	<b>1 624.53</b>	<b>1 299.73</b>
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	387.73	87.11	825.54	409.08	374.70	274.63
Zobowiązania handlowe	123.40	131.82	179.84	181.20	307.50	311.72
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	757.72	634.95	234.06	371.00	336.24	320.60
<b>Razem zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 268.85</b>	<b>853.88</b>	<b>1 239.43</b>	<b>961.28</b>	<b>1 018.44</b>	<b>906.95</b>
<b>RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>3 178.08</b>	<b>3 539.70</b>	<b>3 799.64</b>	<b>4 576.29</b>	<b>4 717.66</b>	<b>4 513.14</b>

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	-201.30	505.52	535.16
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	16.04	7.05	10.28	-4.70	-4.84	-5.07
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-334.68	101.87	-52.06	199.34	-356.00	-615.10
<b>ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>-96.49</b>	<b>221.61</b>	<b>-492.98</b>	<b>-6.67</b>	<b>144.67</b>	<b>-85.01</b>

Marże i wskaźniki	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
Wzrost przychodów rdr	-1.3%	-9.5%	-0.9%	3.4%	68.6%	1.5%
Marża EBITDA	26.5%	27.0%	22.6%	25.1%	25.5%	24.8%
Marża EBIT	26.3%	26.8%	22.3%	24.9%	25.3%	24.6%
Marża zysku netto	22.2%	22.7%	19.9%	19.1%	19.8%	19.4%
ROE	29.8%	22.7%	17.2%	16.6%	26.6%	23.3%
ROA	11.7%	10.2%	8.0%	7.0%	11.1%	11.0%
Wskaźnik kapitału własnego	0.61	0.47	0.62	0.84	0.68	0.46
Dług netto	391.34	174.33	943.63	1 395.42	1 136.18	887.60
Dług netto do aktywów ogółem	0.12	0.05	0.25	0.30	0.24	0.20
Dług netto do kapitałów własnych	0.30	0.10	0.54	0.78	0.55	0.38

## Kluczowe czynniki ryzyka

- mniej/bardziej wyraźne i/lub późniejsze/wcześniejsze niż przewidywano obniżki referencyjnej stopy procentowej w Polsce w przyszłości, wpływające na wielkość sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym oraz ogólne nastroje wobec akcji/branży
- słabsze/silniejsze niż przewidywano ożywienie gospodarcze w Polsce w nadchodzących kwartałach, wpływające na rynek pracy i zaufanie konsumentów
- mniej/bardziej wyraźny niż przewidywano wzrost płac w Polsce, wpływający na popyt na mieszkania na rynku pierwotnym
- silniejsza/słabsza niż przewidywano podaż nowych mieszkań w kluczowych aglomeracjach kraju w przyszłości
- silniejsza/słabsza niż przewidywano podaż stosunkowo nowych mieszkań na rynku wtórnym w kluczowych aglomeracjach kraju, w świetle ostatniego spłaszczenia dynamiki cen nieruchomości
- mniej/bardziej korzystny niż przewidywano wzrost efektywnych cen mieszkań w kraju w przyszłości, wpływający na marżę deweloperów w przypadku projektów w toku/przyszłych, a także na popyt na mieszkania na rynku pierwotnym
- silniejszy/słabszy niż przewidywano wzrost kosztów budowy w kraju w nadchodzących latach, wpływający na marżę deweloperów
- spowolnienie/przyspieszenie na rynku mieszkań na wynajem w kluczowych miastach, wpływające na apetyt inwestorów mieszkaniowych na zakupy
- spadająca elastyczność w realizacji polityki sprzedaży/marketingu w świetle niedawno wprowadzonych obowiązków informacyjnych dotyczących publikacji cen mieszkań (obowiązujące od września)
- opóźnienia/przyspieszenie w uruchamianiu projektów w porównaniu z zakładanym harmonogramem/trudności w uzyskaniu pozwoleń na budowę
- trudności w uzyskaniu pozwolenia na użytkowanie w terminie, z powodu powolnych procedur administracyjnych
- zaostrzenie/złagodzenie wymogów dotyczących kredytów hipotecznych przez banki
- trudności w zakupie atrakcyjnie położonych działek po rozsądnych cenach, wpływające na potencjał sprzedaży w dłuższej perspektywie
- potencjalny wzrost podaży gruntów pod zabudowę mieszkaniową w kraju poprzez przydzielanie gruntów od przedsiębiorstw państwowych (wspomniane ostatnio przez Ministerstwo Finansów i Gospodarki)
- wzrost/spadek cen gruntów w nadchodzących latach, wpływający na marżę brutto spółki w dłuższej perspektywie

- trudności w zabezpieczeniu/rolowaniu zadłużenia na akceptowalnych warunkach, w terminie lub w kwocie wystarczającej do sfinansowania planów ekspansji
- silniejszy niż przewidywano wzrost segmentu PRS w całym kraju, wpływający na popyt klientów końcowych na mieszkania/ zwiększający popyt instytucjonalny na mieszkania
- potencjalne niekorzystne zmiany prawne wpływające na popyt na nowe mieszkania w kraju (Ministerstwo Finansów i Gospodarki nie pracuje obecnie nad podatkiem katastralnym, zgodnie z najnowszymi oświadczeniami jego szefa)/ wpływające na rentowność krajowych firm deweloperskich
- eskalacja napięć gospodarczych i/lub geopolitycznych, mająca istotny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Europie i na świecie w przyszłości oraz zwiększająca awersję inwestorów do ryzyka
- ogólna poprawa nastrojów wobec polskich akcji w związku z potencjalną realizacją planu pokojowego w Ukrainie

## Wycena

**Obniżamy naszą 12-miesięczną cenę docelową akcji Atal do PLN 69.5 na akcję (z PLN 72.0 na akcję), co implikuje obecnie potencjał wzrost na poziomie 28.2%.**

Odzwierciedla to **40% wagę naszego skróconego scenariusza portfela projektów i 60% wagę naszego rozszerzonego scenariusza** portfela projektów. Przeprowadzamy również wycenę wielokrotną dla porównania (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% (bez zmian w porównaniu z założeniem pierwotnym) i dodając premię za ryzyko kapitałowe w wysokości 5.0% (bez zmian w porównaniu z założeniem pierwotnym). Jednocześnie przyjęliśmy współczynnik beta równy 1.0. W konsekwencji szacujemy przedział WACC na 9.5–9.8% (w przybliżeniu bez zmian) dla okresu prognozy szczegółowej 2025p–27p. Do obliczenia wartości rezydualnej zastosowaliśmy rentę wieczystą, opartą na szacowanej średniej wartości netto generowanej rocznie przez spółkę oraz długoterminowej stopie wzrostu na poziomie 1,5%.

<b>PODSUMOWANIE WYCENY</b>	
Skrócony scenariusz wyceny	29.31
Rozszerzony scenariusz wyceny	96.30
<b>Średnia (wagi 40:60)</b>	<b>69.50</b>

Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

<b>WYCENA (PLN mIn) - SCENARIUSZ SKRÓCONY</b>	
<b>Wartość projektów w trakcie realizacji i przekazaniach</b>	<b>6 490</b>
<b>Koszty projektów w trakcie realizacji i przekazaniach</b>	<b>4 908</b>
<b>SUMA</b>	<b>1 583</b>
<hr/>	
<b>WARTOŚĆ BIEŻĄCA SUMY</b>	<b>1 190</b>
Estymowana wartość banku ziemi	1 031
Nieruchomości inwestycyjne	75
Zobowiązania/aktywa z tyt. podatku	-33
<b>WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA (PLN mIn)</b>	<b>2 329</b>
Dług netto	944
Udziały mniejszości	0.3
Dywidenda wypłacona	238
<b>WARTOŚĆ KAPITAŁÓW WŁASNYCH (PLN mIn)</b>	<b>1 148</b>
Wartość kapitałów własnych na akcję (PLN)	26.53
<b>12-miesięczna CENA DOCELOWA (PLN)</b>	<b>29.31</b>

Źródło: Dane Spółki, Erste Group Research

<b>WYCENA (PLN mIn) - SCENARIUSZ ROZSZERZONY</b>	
<b>Wartość projektów w trakcie realizacji i przekazaniach</b>	<b>6 490</b>
<b>Koszty projektów w trakcie realizacji i przekazaniach</b>	<b>4 908</b>
<b>Wartość projektów w planach (do końca 2027P)</b>	<b>1 274</b>
<b>Koszty projektów w planach (do końca 2027P)</b>	<b>965</b>
Wartość rezydualna	2 752
<b>SUMA</b>	<b>4 643</b>
<hr/>	
<b>WARTOŚĆ BIEŻĄCA SUMY</b>	<b>3 812</b>
Estymowana wartość banku ziemi	1 031
Nieruchomości inwestycyjne	75
Zobowiązania/aktywa z tyt. podatku	-33
<b>WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA (PLN mIn)</b>	<b>4 952</b>
Dług netto	944
Udziały mniejszości	0.3
Dywidenda wypłacona	238
<b>WARTOŚĆ KAPITAŁÓW WŁASNYCH (PLN mIn)</b>	<b>3 770</b>
Wartość kapitałów własnych na akcję (PLN)	87.15
<b>12-miesięczna CENA DOCELOWA (PLN)</b>	<b>96.30</b>

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%	70.14	73.40	76.66	79.93	<b>83.21</b>
	-2.5%	66.63	69.87	73.12	76.38	79.65
	0%	63.04	66.26	<b>69.50</b>	72.75	76.02
	2.5%	59.37	62.58	65.81	69.05	72.30
	5.0%	<b>55.64</b>	58.83	62.04	65.26	68.50

Source: Erste Group Research

## Analiza porównawcza

### Atal vs. spółki porównywalne (\*cena zamknięcia z 4 sierpnia 2025)

	BBG ticker	Cena (PLN)	12M TP (PLN)	Potencjał wzrostu	Rating	C/WK			C/Z			Stopa dywidendy			ROE		
						2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Archicom	ARH PW	46.8	43.0	-8.1%	Trzymaj	2.05	1.62	1.35	13.6	5.4	4.6	4.5%	5.9%	9.3%	15.5%	33.9%	32.2%
<b>Atal</b>	<b>1AT PW</b>	<b>54.2</b>	<b>69.5</b>	<b>28.2%</b>	<b>Kupuj</b>	<b>1.30</b>	<b>1.13</b>	<b>1.02</b>	<b>8.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>16.6%</b>	<b>26.6%</b>	<b>23.3%</b>
Develia	DVL PW	8.3	7.7	-7.7%	Trzymaj	2.08	1.92	1.87	9.9	9.0	10.2	6.9%	7.3%	8.4%	21.6%	22.3%	18.5%
Dom	DOM PW	242.0	251.9	4.1%	Akumuluj	3.22	2.84	2.55	9.8	8.9	8.4	6.4%	7.1%	7.9%	34.9%	34.0%	31.9%
Lokum	LKD PW	22.5	22.1	-1.7%	Trzymaj	0.69	0.68	0.65	6.4	10.3	8.6	2.2%	7.8%	7.8%	11.3%	6.6%	7.7%
Murapol	MUR PW	40.2	48.9	21.8%	Kupuj	2.56	2.18	1.97	6.6	4.9	5.3	13.0%	13.4%	14.2%	40.2%	47.7%	39.1%
<b>Średnia</b>						<b>1.98</b>	<b>1.73</b>	<b>1.57</b>	<b>9.0</b>	<b>7.2</b>	<b>7.0</b>	<b>7.2%</b>	<b>8.6%</b>	<b>9.9%</b>	<b>23.4%</b>	<b>28.5%</b>	<b>25.5%</b>
<b>W porównaniu ze średnią</b>						<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
Archicom						3%	-6%	-14%	50%	-25%	-34%	-38%	-32%	-6%	-34%	19%	27%
<b>Atal</b>						<b>-34%</b>	<b>-35%</b>	<b>-35%</b>	<b>-12%</b>	<b>-36%</b>	<b>-34%</b>	<b>41%</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>-29%</b>	<b>-7%</b>	<b>-9%</b>
Develia						5%	11%	19%	10%	25%	47%	-3%	-16%	-16%	-8%	-22%	-27%
Dom						62%	64%	63%	8%	24%	21%	-11%	-17%	-21%	50%	19%	25%
Lokum						-65%	-61%	-59%	-29%	44%	24%	-69%	-9%	-21%	-52%	-77%	-70%
Murapol						29%	26%	26%	-27%	-31%	-24%	81%	56%	43%	72%	67%	54%

Źródło: Bloomberg, Erste Group Research

## Model biznesowy

Atal S.A. jest wiodącym deweloperem na rynku polskim, z ponad 30 letnim doświadczeniem na rynku mieszkaniowym. Spółka od 2015 roku jest podmiotem publicznym, notowanym na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Atal S.A. jest dominującym podmiotem w grupie kapitałowej, której struktura została przedstawiona poniżej.

Warto jednak wspomnieć, że spółka równocześnie wchodzi w skład innej grupy kapitałowej, należącej do prezesa oraz założyciela Atalu – Pana Zbigniewa Juroszka (Juroszek Holding Sp. z o.o.). Ten fakt jest widocznie odwzorowany w strukturze akcjonariatu spółki. Pan Zbigniew Juroszek wraz z podmiotami zależnymi posiada w okolicach 77% udziałów w kapitale spółki oraz zbliżony stosunek procentowy w przypadku udziału w głosach na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, czyniąc go osobą bezapelacyjnie kluczową w kierowaniu firmą. Oprócz prezesa zarządu znaczny pakiet akcji, przekraczający 5% udziału w kapitale, posiadają jedynie fundusze zarządzane przez Nationale-Nederlanden PTE S.A.

Głównym przedmiotem działalności spółki Atal S.A. jest działalność deweloperska w zakresie budownictwa mieszkaniowego na terenie ośmiu kluczowym aglomeracji miejskich na terenie Polski:

- Warszawa,
- Kraków,
- Łódź (wraz z Piotrkowem Trybunalskim),
- Wrocław,
- Aglomeracja Śląska,
- Poznań (wraz ze Swarzędzem),
- Trójmiasto (wraz z Redą),
- Szczecin.

Grupa kapitałowa jednocześnie realizuje na znacznie mniejszą skalę projekty mieszkaniowe również poza granicami Polski – w Niemczech, a dokładniej na terenie Drezna. Za ten typ działalności jest odpowiedzialna spółka stowarzyszona firmy – Atal Development GmbH Niemcy.

Wszystkie projekty grupy realizowane są bezpośrednio przez Atal S.A., a w przypadku projektów na terenie Warszawy oraz Krakowa za pośrednictwem własnego generalnego wykonawcy – Atal Construction, który zapewnia inwestycjom spółki terminowość ich realizacji, natomiast usługi budowlane są zlecane podwykonawcom.

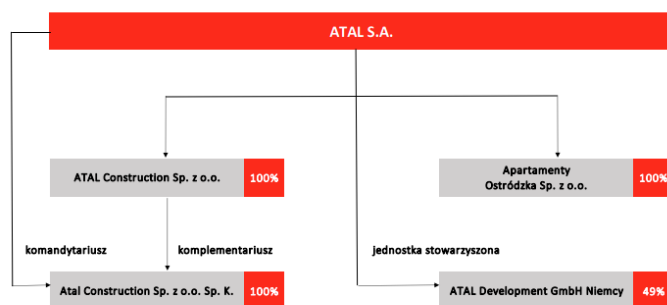
Kolejnym źródłem przychodu spółki Atal jest działalność uzupełniająca do samej sprzedaży mieszkań, czyli usługi wykończeniowe. Spółka oferuje swoim klientom program Atal Design, który polega na wykończeniu mieszkań „pod klucz”. Spółka oferuje zainteresowanym 3 pakiety do wyboru, różniące się od siebie jakością materiałów oraz wariantami dodatkowych udogodnień, jednak każdy wybór zapewnia kupującemu pomoc w doborze odpowiednich materiałów, usługi montażowe, projekty z wizualizacjami, czy usługi malowania ścian. Co istotne, koszty wspomnianych usług są wliczane w cenę kupowanego mieszkania, umożliwiając zainteresowanym sfinansowanie ich w ramach kredytu mieszkaniowego.

Poza działalnością deweloperską oraz wykończeniową spółka zajmuje się również najmem powierzchni magazynowo biurowych. W 2024 roku Atal wynajmował nieruchomości w 3 polskich miastach: Cieszynie, Wrocławiu oraz Krakowie. Należy jednak zaznaczyć, iż ten segment biznesu pozostaje dla firmy drugorzędny, w 2024 roku przyczyniając się jedynie w 0,77% do całości przychodów operacyjnych.

Głównymi odbiorcami produktów grupy Atal są klienci indywidualni oraz w znacznie mniejszym stopniu podmioty gospodarcze. W ofercie znajdują się przede wszystkim mieszkania o średnim oraz podwyższonym standardzie, a katalog spółki jest dostosowywany do wymagań oraz potrzeb poszczególnych rynków. Firma prowadzi sprzedaż poprzez własne, bezpośrednie biura sprzedaży, umożliwiając bliski kontakt z klientem oraz odpowiednią waluację czy ocenę jego preferencji oraz oczekiwań.

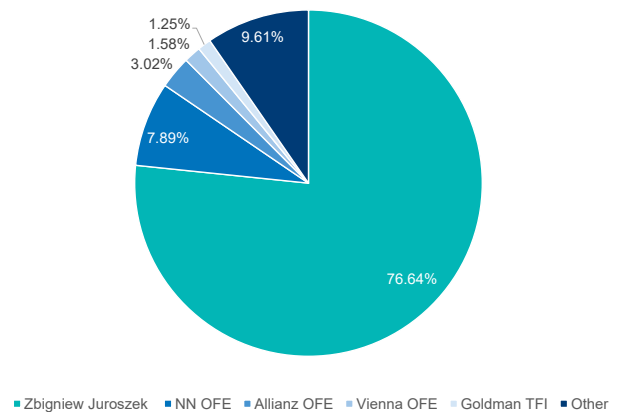
Grupa sama koordynuje zakupy i zlecenia na poczet realizowanych inwestycji, maksymalizując ich opłacalność ekonomiczną. Zamówienia są dokonywane przez osoby odpowiedzialne za poszczególne projekty, natomiast ceny i warunki są negocjowane na poziomie centrali. Większość dostawców materiałów stanowią polskie przedsiębiorstwa, głównie producenci lub duże hurtownie, znane oraz sprawdzone na rynku.

### Struktura organizacyjna



Source: Dane Spółki

### Struktura akcjonariatu



Dane Spółki

## Strategia

Atal konsekwentnie realizuje strategię wzrostu opartą na silnej obecności na ośmiu największych rynkach mieszkaniowych w Polsce, co czyni ją jednym z nielicznych deweloperów o ogólnokrajowym zasięgu operacyjnym.

Spółka koncentruje się na projektach mieszkaniowych w segmencie średnim i podwyższonym, co pozwala jej skutecznie adresować potrzeby szerokiej grupy nabywców, przy jednoczesnym utrzymaniu atrakcyjnych marż. Planowane na 2025 rok zakończenie 16 projektów obejmujących ponad 3,100 lokali i 182 tys. mkw PUM potwierdza zdolność operacyjną Grupy do realizacji dużej skali inwestycji w sposób zdywersyfikowany geograficznie.

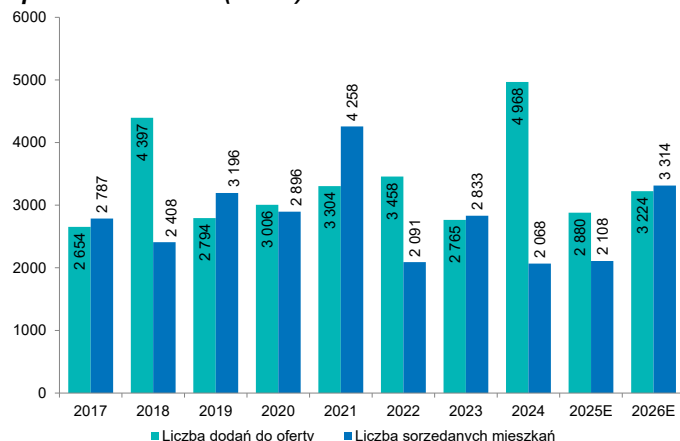
Kluczowym atutem Atal pozostaje bogaty bank ziemi, który umożliwia realizację ponad 577 tys. mkw PUM do 2028 roku, co zapewnia stabilność operacyjną oraz zabezpiecza działalność spółki na najbliższe lata. Strategia spółki, oparta na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy poprzez efektywne zarządzanie portfelem projektów i kontrolę kosztów, wpisuje się w aktualne trendy rynkowe i wzmacnia jej pozycję jako jednego z liderów sektora deweloperskiego w Polsce.

## Prognozy finansowe: stare vs. nowe

Zmiana prognoz PLN mln	2025P			2026P			2027P		
	Stare	Nowe	Δ	Stare	Nowe	Δ	Stare	Nowe	Δ
<b>Przychody ogółem</b>	<b>1 592.7</b>	<b>1 537.3</b>	<b>-3.5%</b>	<b>2 709.5</b>	<b>2 592.4</b>	<b>-4.3%</b>	<b>2 517.9</b>	<b>2 630.5</b>	<b>4.5%</b>
COGS	1 163.0	1099.2	-5.5%	1 982.6	1878.7	-5.2%	1 857.7	1917.9	3.2%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>429.8</b>	<b>438.2</b>	<b>2.0%</b>	<b>726.9</b>	<b>713.7</b>	<b>-1.8%</b>	<b>660.2</b>	<b>712.7</b>	<b>7.9%</b>
Koszty sprzedaży	23.6	22.2	-6.0%	26.1	23.5	-10.1%	27.1	26.3	-3.0%
Koszty ogólnego zarządu	37.7	35.5	-6.0%	41.7	37.5	-10.1%	43.4	42.1	-3.0%
Wynik na pozostałe dział. operacyjnej	1.7	1.7	-3.2%	2.8	2.7	-4.1%	2.7	2.8	4.2%
EBIT bez rewaluacji	370.2	382.2	3.3%	662.0	655.5	-1.0%	592.4	647.0	9.2%
Wynik na rewaluacji	0.0	0.0	n.a.	0.0	0.0	n.a.	0.0	0.0	n.a.
<b>EBIT z rewaluacją</b>	<b>370.2</b>	<b>382.2</b>	<b>3.3%</b>	<b>662.0</b>	<b>655.5</b>	<b>-1.0%</b>	<b>592.4</b>	<b>647.0</b>	<b>9.2%</b>
Wynik na dział. finansowej netto	4.5	-21.1	n.a.	1.5	-16.1	n.a.	4.3	-13.7	n.a.
<b>Zysk brutto przed podatkiem</b>	<b>374.7</b>	<b>361.1</b>	<b>-3.6%</b>	<b>663.5</b>	<b>639.4</b>	<b>-3.6%</b>	<b>596.7</b>	<b>633.4</b>	<b>6.1%</b>
Podatek dochodowy	71.2	66.8	-6.2%	129.4	124.7	-3.6%	119.3	123.5	3.5%
Udziały mniejszości	0.2	0.1	n.a.	0.3	0.3	n.a.	0.2	0.3	n.a.
<b>Zysk netto po mniejszościach</b>	<b>303.4</b>	<b>294.1</b>	<b>-3.0%</b>	<b>533.9</b>	<b>514.5</b>	<b>-3.6%</b>	<b>477.1</b>	<b>509.6</b>	<b>6.8%</b>

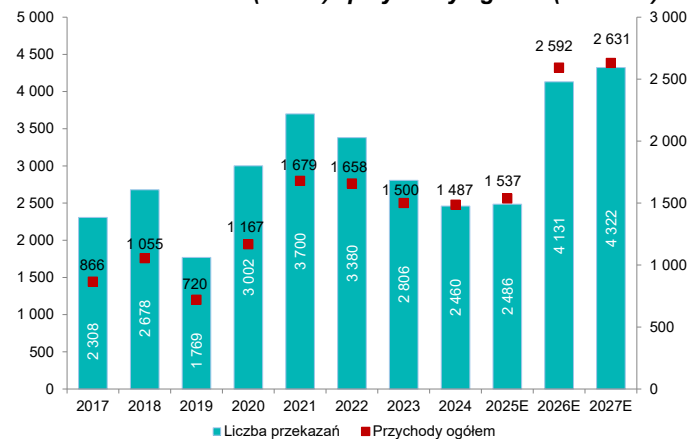
Source: Erste Group Research

### Sprzedaż mieszkań (sztuki)



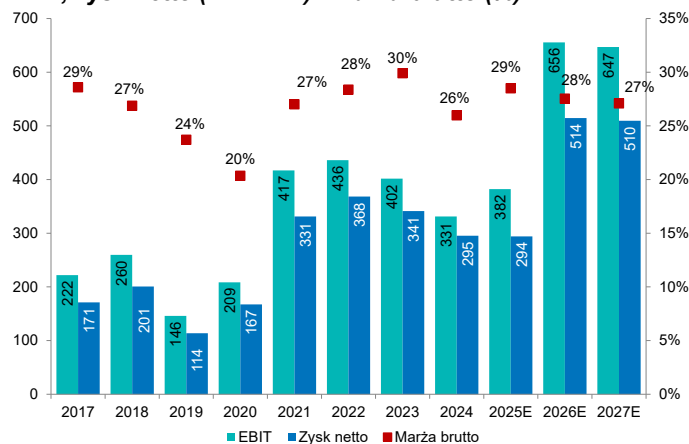
Source: Dane Spółki, Erste Group Research

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



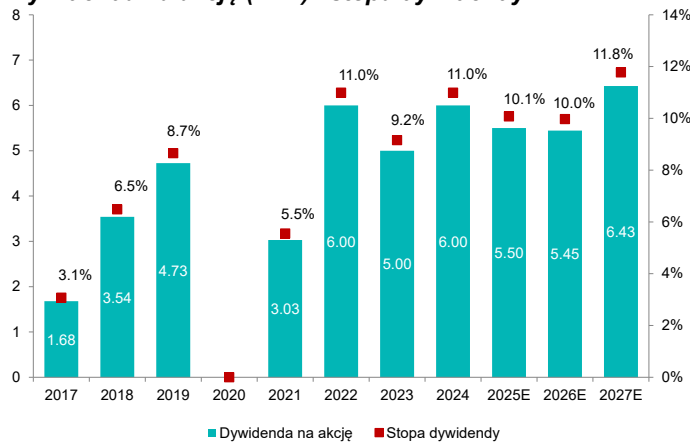
Source: Dane Spółki, Erste Group Research

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



Source: Dane Spółki, Erste Group Research

### Dywidenda na akcję (PLN) i stopa dywidendy



Source: Dane Spółki, Erste Group Research

## Rynek

Według JLL, w 2024 r. wolumen sprzedaży mieszkań w sześciu kluczowych miastach w kraju spadł o 31% r/r do około 40 tys. jednostek, głównie pod wpływem niepewności związanej z programem dopłat do kredytów hipotecznych dla osób kupujących mieszkanie po raz pierwszy, który nie został ostatecznie wprowadzony, oraz stosunkowo wysokich stóp procentowych.

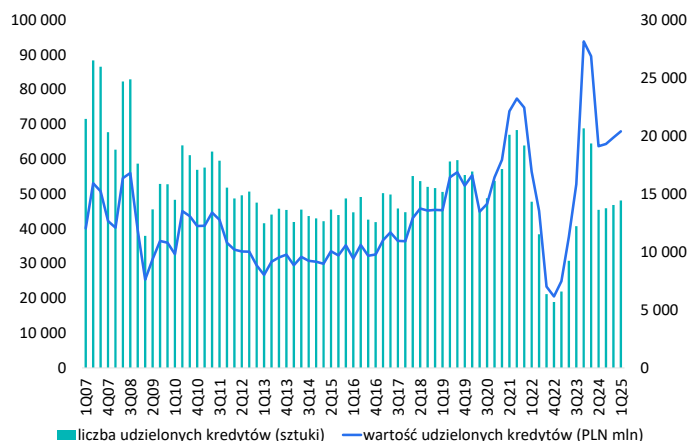
Pierwszy kwartał 2025 r. był pod tym względem rozczarowujący, zgodnie z oczekiwaniami, a łączna sprzedaż na wyżej wymienionych rynkach wyniosła nieco ponad 9 tys. jednostek, czyli o 9% mniej niż w czwartym kwartale 2024 r. Jednak inicjalna reakcja rynku na obniżkę krajowej stopy referencyjnej o 50 punktów bazowych na początku maja była nieco słabsza niż przewidywaliśmy, co ostatecznie spowodowało, że wolumen sprzedaży w pierwszym półroczu 2025 r. wyniósł około 19.4 tys. jednostek (spadek o 7% r/r i mniej więcej na tym samym poziomie kwartał do kwartału), czyli około 10% poniżej naszych założeń z końca kwietnia.

Niemniej jednak w maju i czerwcu odnotowano już ożywienie sprzedaży w porównaniu z początkiem roku na krajowym rynku pierwotnym, a lipiec był pod tym względem jeszcze lepszy, zgodnie z szacunkami oToDom (sprzedaż nowych mieszkań w górę 32% m/m i 59% r/r), po nieoczekiwanym obniżeniu polskiej stopy referencyjnej o 25 punktów bazowych. Ponadto, spodziewamy się kolejnych dwóch obniżek stopy referencyjnej do końca 2025 r., obu o kolejne 25 punktów bazowych, co spowodowałoby jej spadek o łącznie 125 punktów bazowych w tym roku do 4,50% (w porównaniu z poprzednio zakładanymi 100 punktami bazowymi, do 4,75%).

Wraz z przewidywanym wzrostem realnych wynagrodzeń i ożywieniem makroekonomicznym (straty polskiej gospodarki związane z wojną celną powinny być ograniczone), a także zakładając dalsze ożywienie odroczonego popytu, podwyższyliśmy nasze oczekiwania dotyczące wzrostu sprzedaży w drugiej połowie 2025 r. (do 23 tys. sztuk, co oznacza wzrost o około 20% r/r). W rezultacie, obecnie spodziewamy się, że sprzedaż w całym roku 2025 wyniesie około 42 tys. sztuk, co nadal oznacza wzrost o około 6% r/r i nie odbiega znacznie od naszych założeń z końca kwietnia (około 45 tys. sztuk). Należy również zauważyć, że większość krajowych deweloperów, których analizujemy, osiągnęła wyniki wyraźnie lepsze od ogólnej dynamiki sprzedaży na rynku, zarówno w pierwszym, jak i drugim kwartale 2025 r.

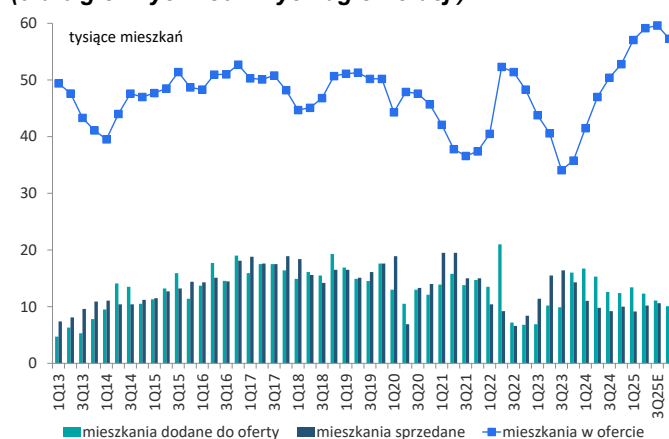
Jednocześnie jako, że spodziewamy się, że pod koniec 2025 r. referencyjna stopa procentowa osiągnie poziom niższy niż wcześniej zakładano, i nadal zakładamy dalsze istotne obniżenie w 2026 r. (o łącznie 100 punktów bazowych do 3,50%). Oczekujemy, że liczba mieszkań sprzedanych na krajowym rynku pierwotnym w tym okresie wzrośnie o ok. 27% r/r, do ok. 54 tys. sztuk, w przybliżeniu pokrywając się z naszymi pierwotnymi szacunkami.

### Liczba/wartość nowo udzielonych kredytów hipotecznych



Source: BIK

### Mieszkania dodane do oferty, sprzedane, łącznie w ofercie (dla 6 głównych rodzimych aglomeracji)



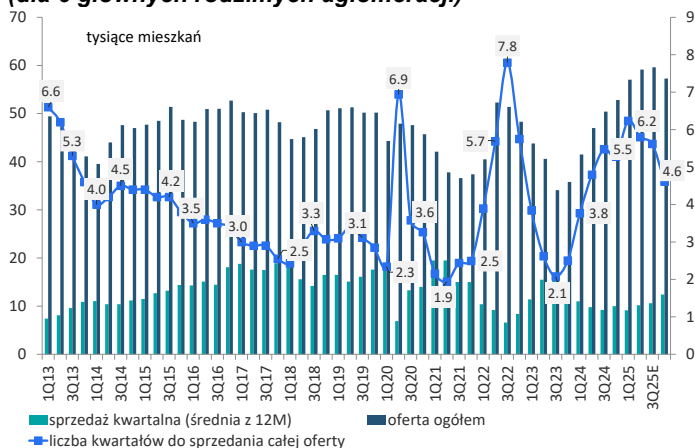
JLL, Erste Group Research dla estymacji

W związku z flagowanym zamiarem wdrożenia nowego programu wsparcia dla nabywców finansujących się kredytem hipotecznym, którego uruchomienie pierwotnie planowano na połowę 2024 r., podaż nowych mieszkań w sześciu kluczowych miastach w kraju wzrosła w ubiegłym roku o 33% r/r do około 57 tys. sztuk, według danych JLL.

W pierwszym kwartale 2025 r. odnotowano 8-procentowy wzrost w tym zakresie w ujęciu kwartalnym, do 13.4 tys. jednostek, co przekroczyło nasze pierwotne założenia. Jednak już w drugim kwartale 2025 r. nastąpił wyraźny spadek w ujęciu kwartalnym, do nieco ponad 12 tys. jednostek, przy czym pod koniec kwartału zaobserwowano szczególnie wyraźne spowolnienie. Biorąc te czynniki pod uwagę oraz mając na względzie fakt, że pod koniec pierwszego półrocza liczba dostępnych mieszkań na głównych rynkach utrzymywała się na stosunkowo wysokim poziomie, dostęp mniejszych podmiotów z sektora do zewnętrznego finansowania pozostawał ograniczony, ich zasoby gruntów w większości przypadków były limitowane, a także zważając na prawdopodobny brak jakichkolwiek bodźców popytowych ze strony potencjalnego nowego programu rządowego w nadchodzących latach, spodziewamy się dalszego spadku liczby nowych ofert na szerokim rynku pierwotnym w III i IV kwartale 2025 r. W konsekwencji, nadal prognozujemy spadek poziomu nowej podaży o około 18% r/r w 2025 r. (do około 47 tys. jednostek), co jest w przybliżeniu zgodne z naszymi założeniami z końca kwietnia, przy czym zakładamy, że wolumen nowych dodań do oferty w drugiej połowie 2025 r. będzie już o ok. 8% niższy od przewidywanego wolumenu mieszkań sprzedanych.

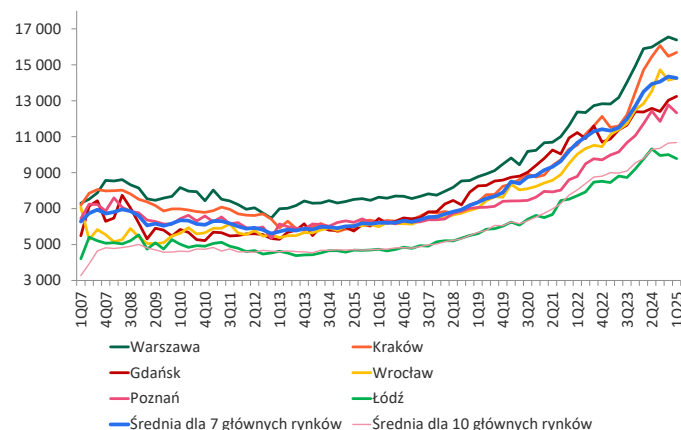
Jednocześnie, biorąc pod uwagę oczekiwany obecnie wzrost liczby nowych ofert na szerokim rynku pierwotnym w przyszłym roku o 10-12% r/r, spowodowany przede wszystkim prognozowanym ożywieniem na rynku sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych, nadal spodziewamy się przewagi popytu nad podażą w tym okresie – obecnie jednak w wysokości około 1-2 tys. Jednostek, w porównaniu z 3-4 tys. jednostek poprzednio.

**Łączna oferta mieszkań vs. kwartalna sprzedaż  
(dla 6 głównych rodzimych aglomeracji)**



Source: JLL, Erste Group Research dla estymacji

**Średnie ceny transakcyjne na rynku pierwotnym (PLN/PUM)**



NBP

Biorąc pod uwagę wyżej wymienione fakty, utrzymujemy nasze pierwotne założenia, dotyczące ogólnego spłaszczenia transakcyjnych cen porównywalnych mieszkań na szerokim rynku pierwotnym w roku 2025 (pomimo wyraźnej nadwyżki podaży nad popytem, według JLL w pierwszej połowie 2025 r. nie odnotowano spadku średnich cen mieszkań w ujęciu rok do roku). Jednocześnie nieznacznie obniżamy nasze oczekiwania dotyczące ich wzrostu w ujęciu rok do roku w 2026 r. – obecnie spodziewamy się średniego wzrostu o 3-5%, w porównaniu z pierwotnie zakładanym wzrostem o 4-6% r/r. W tym momencie pragniemy jednak zauważyć, że dzięki atrakcyjności lokalizacji działek (w porównaniu z niektórymi mniejszymi konkurentami) i stosunkowo komfortowej sytuacji płynnościowej, czołowi przedstawiciele sektora, których analizujemy, mogą być w stanie osiągnąć wyższy od wspomnianego powyżej wzrost cen w przypadku najszybciej sprzedających się projektów w 2026 r.

Ponadto, biorąc pod uwagę jedynie stopniowe ożywienie krajowej działalności budowlanej, nadal oczekujemy, że koszty budowy w sektorze mieszkaniowym pozostaną mniej więcej na niezmiennym poziomie do końca 2025 r., a dopiero w 2026 r. nastąpi ich umiarkowany wzrost r/r (zgodnie z inicjalnymi oczekiwaniami).

## 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 Dokumentcie 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 Dokumentcie - 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. Dołożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dołożono wszelkich starań, aby zapewnić, że fakty przedstawione w niniejszym Dokumentcie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumentcie 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 dokumentcie 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 następcze, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumentcie.

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 zapewnić 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 Dokumentcie, 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 dokumentcie 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 Dokumentcie w dowolnym momencie. Erste Group zastrzega sobie również prawo do nieaktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym Dokumentcie 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 zaświadcniają, 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, stosowalność 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 obszerny 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](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](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**

<b>Kup</b>	> +20% od ceny docelowej
<b>Akumuluj</b>	+10% < cena docelowa < +20%
<b>Trzymaj</b>	0% < cena docelowa < +10%
<b>Redukuj</b>	-10% < cena docelowa < 0%
<b>Sprzedaj</b>	< -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](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 materiał 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 Română 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. 2025. 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](http://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](http://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 ECB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instruments	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
Atal	PLATAL000046										

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

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](#)