

Marvipol Development

Odbudowa kontraktacji wesprze przyszłe wyniki

Po zaktualizowaniu prognoz finansowych i kosztu kapitału, utrzymujemy zalecenie KUPUJ i wyznaczamy wartość godziwą na poziomie PLN 10.07/akcję (poprzednio PLN 10.49/akcję). Wskazujemy na spodziewaną dalszą poprawę kontraktacji, dzięki odbudowie popytu i rozbudowie oferty, co powinno wesprzeć wyniki 2025E (oczekujemy PLN 58 zysku netto; w 2024E wyniki prawdopodobnie się pogorszą r/r z racji harmonogramu budów; z drugiej strony, podnieśliśmy oczekiwania z PLN 35m do PLN 44m w 204E). Co więcej, zakładamy powrót do regularnych wypłat dywidend od 2024E (DPS = PLN 0.67). Doceniamy ekspozycję spółki na stabilny segment magazynowy (nie wykluczamy potencjalnych dezinwestycji w 2024E) i silny bilans. W oparciu o nasze prognozy, spółka jest obecnie wyceniana na mnożniku P/E 5.3x w 2023E oraz 6.8x w 2024E, oraz 0.4x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2023E-24E.

2024E pod wpływem niższych marż. Uwzględniając harmonogram inwestycji (spółka zakończy 3 projekty w 2024E) i zakładany mix wydań, liczymy się ze spadkiem wyników r/r w 2024E. Pomimo wzrostu przychodów (do PLN 454m), rentowność brutto obniży się prawdopodobnie do 20.0% (-10.4p.p. r/r), co z kolei obciąży EBIT i wynik netto (estymujemy odpowiednio PLN 54m i PLN 44m).

Silna odbudowa kontraktacji powinna wesprzeć wyniki 2025E. W związku z silnym popytem i wprowadzeniami nowych projektów do oferty (oczekujemy kontraktacji na poziomie 640-653 lokale w latach 2023E-24E, vs. 207 szt. w 2022 roku), spółka powinna istotnie poprawić rezultaty w 2025E. Szacujemy, że przychody zwiększą się do PLN 483m, a marża brutto do 22.4% (+2.4p.p. r/r). Zakładamy, że EBIT wyniesie PLN 71m, a zysk netto PLN 58m (vs. odpowiednio PLN 69m i PLN 57m w poprzedniej rekomendacji).

Potencjalne dezinwestycje w segmencie magazynowym wzmocnieniem dla pozycji gotówkowej. Grupa planuje sprzedać co najmniej część portfolio logistycznego, co wsparłoby pozycję gotówkową (dług netto wyniósł PLN 215m na koniec 3Q23, a wskaźnik dług netto/kapitały własne 0.3x). Estymujemy, że łączna wartość 3 istniejących projektów, przypisana do Marvipol Development, wynosi PLN 184m. Zakładamy, że potencjalne transakcje mogą mieć miejsce w 2024E, wraz z odbudową rynku inwestycyjnego.

Oczekiwany powrót do regularnych wypłat dywidend. W naszych prognozach zakładamy, że spółka powróci do regularnych wypłat dywidend, zaczynając od 2024E. Zakładamy stopień wypłaty dywidendy w wysokości 50% i DPS równy PLN 0.67, co implikuje stopę dywidendy rzędu 9.4%.

Wycena mnożnikowa. W oparciu o nasze prognozy, Marvipol Development jest obecnie handlowany na mnożniku P/E 5.3x w 2023E oraz 6.8x w 2024E, oraz 0.4x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2023E-24E (70% dyskonto względem grupy porównawczej).

Tabela 1. Marvipol Development – Wybrane dane finansowe (PLNm)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przychody	394	589	363	454	483	483
EBITDA	119	122	93	64	79	81
EBIT	116	122	83	54	71	73
Wynik netto	96	90	56	44	58	60
P/E (x)	3.1	3.3	5.3	6.8	5.2	5.0
P/BV (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	16%	14%	8%	6%	8%	8%
DPS (PLN)	0.95	1.14	0.00	0.67	0.53	0.70
Stopa dywidendy (%)	13.2%	15.8%	0.0%	9.4%	7.3%	9.7%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Deweloperzy

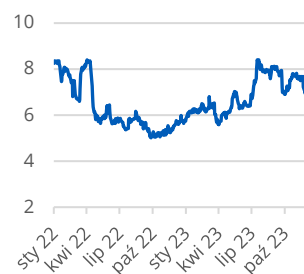
Marvipol Development KUPUJ

FV PLN 10.07 z PLN 10.49

39.8% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 11 grudnia 2023 PLN 7.20

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	41.7
Kapitalizacja (EUR m)	69.3
12M śr. dzienny wolumen (k)	18.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.03
12M max/min (PLN)	8.76/5.30
Waga w WIG	0.02%
Reuters	MVP.WA
Bloomberg	MVP.PW

Stopy zwrotu

1M	-4.8%
3M	-10.0%
12M	+25.9%

Akcjonariat

Książek Holding	66.05%
Mariusz Książek	4.99%
Other	28.96%

Analityk

Adrian Górniak
adrian.gorniak@ipopema.pl
+ 48 514 995 073

MARVIPOL DEVELOPMENT**KUPUJ****FV PLN 10.07**

Kapitalizacja EUR 69m

Potencjał wzrostu +39.8%

Mnożniki wyceny	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	3.3	5.3	6.8	5.2	5.0
EV/EBITDA (x)	4.5	6.2	8.9	6.9	6.8
EV/Przychody (x)	0.9	1.6	1.2	1.1	1.1
P/BV (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Stopa FCFE (%)	11%	-2%	13%	12%	11%
DY (%)	16%	0%	9%	7%	10%

Na akcję	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Liczba akcji (m szt.)	41.7	41.7	41.7	41.7	41.7
EPS (PLN)	2.2	1.3	1.1	1.4	1.4
BVPS (PLN)	15.7	17.1	17.5	18.3	19.1
FCFPS (PLN)	0.8	-0.2	0.9	0.9	0.8
DPS (PLN)	1.14	0.00	0.67	0.53	0.70

Dynamika r/r (%)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przychody	49.5%	-38.4%	25.2%	6.3%	0.0%
Wynik brutto ze sprz.	27.8%	-21.9%	-18.6%	19.0%	3.2%
EBITDA	2.4%	-24.3%	-31.4%	25.0%	2.0%
EBIT	4.4%	-31.7%	-34.4%	30.1%	3.6%
Wynik netto	-6.0%	-37.5%	-21.6%	31.8%	3.8%

Wskaźniki	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Marża brutto (%)	24.3%	30.7%	20.0%	22.4%	23.1%
Marża EBITDA (%)	20.8%	25.5%	14.0%	16.5%	16.8%
Marża EBIT (%)	20.7%	22.9%	12.0%	14.7%	15.2%
Marża netto (%)	15.3%	15.5%	9.7%	12.0%	12.5%
Dług netto / EBITDA (x)	2.0	3.0	4.2	3.2	3.1
Dług netto / Kapitał (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Dług netto / Aktywa (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	13.7%	7.9%	6.1%	7.6%	7.6%
ROA (%)	6.5%	4.1%	3.2%	4.1%	4.3%
ROIC (%)	10.6%	6.5%	4.3%	5.5%	5.5%

Założenia	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Kontraktacja (szt.)	207	640	653	664	669
zmiana r/r	-45%	209%	2%	2%	1%
Przekazania (szt.)	910	427	581	693	645
zmiana r/r	64%	-53%	36%	19%	-7%
Śr.cena lokalu (PLN)*	647	849	782	697	748
zmiana r/r	-9%	31%	-8%	-11%	7%

RZIS (PLN m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przychody	394	589	363	454	483	483
Koszt własny sprzedaży	-282	-446	-251	-363	-375	-371
Wynik brutto ze sprzedaży	112	143	112	91	108	111
Koszty sprzedaży i zarządu	-41	-44	-34	-41	-43	-44
Wynik netto ze sprzedaży	71	99	78	50	65	67
Udział w zyskach wsp. przeds.	39	22	1	5	6	6
Pozostałe przychody/koszty	7	0	4	0	0	0
EBITDA	119	122	93	64	79	81
EBIT	116	122	83	54	71	73
Koszty finansowe netto	-3	-11	-13	0	1	1
Wynik przed opodatkowaniem	114	111	70	54	72	74
Podatek dochodowy	-18	-21	-14	-10	-14	-14
Wynik netto	96	90	56	44	58	60

Bilans (PLN m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Aktywa trwałe	264	400	373	371	371	372
WNiP	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	51	63	63	56	50	45
Długoterminowe aktywa finansowe	81	215	216	216	216	216
Pozostałe aktywa trwałe	133	122	94	99	105	111
Aktywa obrotowe	1,285	978	1,014	1,024	1,038	1,043
Zapasy	1,008	768	793	805	829	856
Należności handlowe	48	37	23	29	31	31
Środki pieniężne	218	168	178	170	158	135
Pozostałe aktywa obrotowe	11	4	20	20	20	20
Aktywa razem	1,550	1,377	1,388	1,395	1,409	1,415
Kapitał	613	655	711	727	763	795
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	296	412	453	433	414	394
Kredyty, pożyczki i leasing	272	383	417	398	378	358
Pozostałe zob. długoterminowe	24	28	36	36	36	36
Zob. krótkoterminowe	641	311	224	234	232	227
Zobowiązania handlowe	58	46	28	35	38	38
Kredyty, pożyczki i leasing	95	31	38	38	32	25
Pozostałe zob. krótkoterminowe	488	233	157	160	163	164
Pasywa razem	1,550	1,377	1,388	1,395	1,409	1,415
Cykl konwersji gotówki (dni)	913	465	781	633	613	633
Dług (PLN m)	367	415	455	436	409	383
Dług netto (PLN m)	149	246	277	266	251	248

Rachunek przepł. (PLN m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przepływy z dział. oper.	67	85	8	41	38	34
Wynik brutto	114	111	70	54	72	74
Amortyzacja	3	1	10	9	9	8
Zmiana kapitału obrotowego	12	12	-85	-8	-21	-26
Pozostałe	-62	-39	13	-15	-21	-22
Przepływy z dział. inwest.	13	-50	-14	-2	-2	-2
CAPEX	-75	-53	-4	-2	-2	-2
Pozostałe	87	3	-10	0	0	0
Przepływy z dział. finan.	-52	-84	16	-47	-48	-55
Zmiana w kapitale	0	1	2	3	4	5
Zmiana długu	5	-9	54	-19	-26	-26
Dywidendy dla akcjonariuszy	-40	-47	0	-28	-22	-29
Pozostałe	-17	-29	-40	-3	-3	-4
Zmiana gotówki	27	-50	10	-9	-12	-23
Śr. pieniężne na koniec okr.	218	168	178	170	158	135

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research; *dot. przekazanych lokali

Spis treści

Wycena	4
Wycena SOTP	4
Wycena DDM.....	5
Wycena porównawcza	5
Prognozy finansowe.....	6
Omówienie wyników 3Q23	8
Czynniki ryzyka	9
Kluczowe dane finansowe	10

Wycena

Wyceniamy spółkę Marvicol Development S.A. w oparciu o metodę SOTP (waga 80%) i model zdyskontowanych dywidend DDM (waga 20%) oraz metodę porównawczą w celach prezentacyjnych (waga 0%).

Tabela 1. Marvicol Development – Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny	Waga	Cena (PLN ps)	Potencjał (%)
SOTP wartość godziwa (PLN/akcję), wliczając:	80%	10.57	46.8%
Segment mieszkaniowy (metoda DCF; EV segmentu)		9.24	
Segment logistyczny (wart. rynkowa istniejących oraz planowanych projektów)		7.84	
Dług netto 2023E		-6.52	
DDM wartość godziwa (PLN/akcję)	20%	8.06	11.9%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	17.92	148.9%
Wartość godziwa (PLN/akcję)		10.07	39.8%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena SOTP

Metoda SOTP, w naszej ocenie, jest najbardziej adekwatnym podejściem w przypadku Marvicol Development. Do wyceny segmentu mieszkaniowego wykorzystujemy metodę DCF (szczegóły poniżej). W przypadku działalności logistycznej, wartość obszaru obliczamy jako sumę wartości rynkowej istniejących projektów (Warszawa, Poznań i Wrocław), skorygowaną o udział spółki w inwestycjach, oraz wartości księgowej planowanych inwestycji (Katowice i Łódź). Otrzymaną wartość korygujemy o prognozowany dług netto z końca 2023 roku.

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych segmentu mieszkaniowego opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2024E-33E (więcej szczegółów w „Prognozy finansowe”). Zakładamy stopę wolną od ryzyka bazując na oprocentowaniu 10-letnich obligacji skarbowych, premię za ryzyko na poziomie 5.5%, betę w wysokości 1.0x oraz stopień wzrostu w okresie rezidualnym 1.0%.

Tabela 2. Marvicol Development – Wycena DCF segment mieszkaniowego (PLNm)

DCF (PLNm)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Okres rezidualny
Przychody	454	483	483	511	526	536	545	554	562	569	574
EBIT	50	64	67	67	68	69	70	70	71	72	73
Podatek	-9	-12	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-14	-14	-14
NOPLAT	40	52	54	55	55	56	56	57	58	58	59
Amortyzacja	9	9	8	7	6	6	5	5	5	4	4
CAPEX	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4
Zmiana w kapitale obrotowym	-8	-21	-26	-25	-18	-18	-17	-17	-16	-16	-12
FCF	40	37	33	34	40	41	41	42	44	44	46
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.6%	5.7%	5.9%	5.9%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału	11.0%	11.1%	11.2%	11.4%	11.4%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
Koszt długu przed opodatkowaniem	9.5%	9.6%	9.7%	9.9%	9.9%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7.7%	7.7%	7.9%	8.0%	8.0%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
Waga długu	30.9%	28.7%	26.7%	24.7%	22.7%	20.8%	19.2%	17.6%	16.1%	14.6%	14.6%
Waga kapitału	69.1%	71.3%	73.3%	75.3%	77.3%	79.2%	80.8%	82.4%	83.9%	85.4%	85.4%
WACC	10.0%	10.1%	10.3%	10.5%	10.7%	11.0%	11.0%	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%
Stopa dyskontowa	90%	82%	74%	67%	60%	53%	48%	43%	38%	34%	
Wartość bieżąca FCF	36	31	25	22	24	22	20	18	17	15	
Suma wartości bieżących FCF	229										
Wzrost w okresie rezidualnym	1.0%										
Wartość rezidualna	454										
Wartość bieżąca wartości rezidualnej	156										
EV	385										
EV na akcję (PLN)	9.24										
Wrażliwość DCF (PLN)											
Wzrost w okresie rezidualnym											
0.0%						9.65	9.24	8.91	8.63	8.39	
1.0%						10.16	9.65	9.24	8.91	8.63	
2.0%						10.81	10.16	9.65	9.24	8.91	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 3. Marvipo Development – podstawowe założenia w wycenie segment logistycznego (PLNm)

Projekty istniejące	GLA (k sqm.)	Czynsz (EUR/sqm)	Poziom wynajęcia (%)	NOI (EURm)	NOI (PLNm)	Stopa kapitalizacji (%)	Udział w projekcie (%)	MV adj. (EURm)*	MV adj. (PLNm)*
Warszawa III	41.0	4.3	93%	2.0	8.8	6.25%	50%	15.6	70.3
Wrocław II	18.0	3.8	93%	0.8	3.4	6.60%	68%	7.9	35.5
Poznań	61.0	3.8	93%	2.6	11.7	6.75%	45%	17.3	77.9
Razem	120.0	4.0	93%	5.3	23.9	6.54%	50%	40.8	183.7
Projekty planowane**									143.0
Wartość łączna na akcję									326.7 <i>7.84</i>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *Wartość rynkowa skorygowana o udział spółki w projekcie; **wartość zainwestowanych środków

Wycena DDM

Wyceniamy spółkę Marvipo Development również w oparciu o model zdyskontowanych dywidend. Spółka odwołała politykę dywidendową w kwietniu 2023 roku (z racji niekorzystnego otoczenia rynkowego), co wiązało się także z brakiem podziału zysku w 2023 roku. W naszym modelu zakładamy, że grupa powróci do regularny wypłat dywidendy, zaczynając od 2024 roku, przy 50% stopniu wypłaty dywidendy.

Tabela 4. Marvipo Development – Wycena DDM (PLNm)

DDM	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Okres rezydualny
DPS (PLN/akcję)	0.67	0.53	0.70	0.72	0.73	0.73	0.74	0.75	0.76	0.77	1.31
Koszt kapitału	11.0%	11.1%	11.2%	11.4%	11.4%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	
Stopa dyskontowa	90%	81%	72%	65%	58%	51%	46%	41%	37%	33%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.60	0.43	0.50	0.47	0.42	0.37	0.34	0.31	0.28	0.25	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)											3.98
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję)											4.08
Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję)											8.06

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą Marvipo Development do spółek krajowych o podobnym profile działalności, w oparciu o wskaźniki P/E oraz P/BV. W naszej analizie nadajemy tej metodzie wagę 0%.

Bazując na naszych prognozach dla lat 2023E-25E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 5.3/6.8/5.2x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 70% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. Marvipo Development – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Dom Development	4,045	9.6	9.3	8.7	3.0	2.7	2.4
Atal	2,662	8.4	9.3	7.9	1.5	1.5	1.4
Develia	2,229	7.8	7.9	7.0	1.5	1.4	1.3
Lokum Deweloper	418	4.9	10.5	8.0	0.9	0.9	0.8
Mediana		8.1	9.3	7.9	1.5	1.4	1.4
Marvipo Development	300	5.3	6.8	5.2	0.4	0.4	0.4
Premia/dyskonto (%)		-34%	-27%	-35%	-72%	-71%	-71%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		10.94	9.85	11.07	25.60	25.21	24.87
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)		17.92					

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Prognozy 4Q23E i 2023E: Deweloper poinformował, że spodziewa się spadku przekazania w 4Q23E, biorąc pod uwagę harmonogramy budów. Dlatego też, prognozujemy, że Marvicol Development wyda klientom tylko 9 mieszkań, vs. 296 lokali w 4Q22. Zakładamy, że przychody wyniosą PLN 7.7m, a marża brutto 18.2%. Szacujemy, że strata EBIT osiągnie PLN 3.8, a strata netto może być bliska PLN 13.4m (spowodowana m.in. negatywnymi różnicami kursowymi w kwocie ok. PLN -11m).

W ujęciu całorocznym, zakładamy że deweloper przekaze 427 mieszkań (-53% r/r), przy średniej cenie lokalu PLN 849k (+31% r/r, wpływ wzrostu cen i korzystniejszego miksu wydań). W scenariuszu bazowym, przychody wyniosą PLN 362.8m (-38% r/r), marża brutto zwiększy się do 30.7% (+6.4p.p. r/r), a zysk netto spadnie do PLN 56.3m (vs. PLN 89.9m w 2022 roku). Równocześnie, estymujemy, że kontraktacja zwiększy się do 640 lokali (+209% r/r), dzięki odbudowie popytu oraz rozbudowie oferty.

Oczekiwania wynikowe w 2024E: Zgodnie z ostatnią prezentacją inwestorską, spółka zakończy budowę 3 inwestycji w 2024E, tj. In Place I (3Q24E), Motława Garden (2Q24E) oraz Gardenia Lagom (3Q24E). Dodatkowo, spodziewamy się, że marża brutto oraz średnia cena wydawanych lokali będzie niższa r/r (odpowiednio: 20.0% i PLN 782k). W związku z tym, prognozujemy, że grupa zaraportuje PLN 454.1m przychodów, PLN 54.5m EBIT oraz PLN 44.1m zysku netto (odpowiednio: +25%/-34%/-22% r/r; zwracamy uwagę, że podnieśliśmy naszą prognozę wyniku netto o 26% w porównaniu z poprzednią rekomendacją, dzięki korzystniejszemu mikrowi przekazania i wyższej rentowności). Zaznaczamy, że nie uwzględniamy potencjalnego wpływu sprzedaży aktywów logistycznych, co jest jednym z celów spółki. Jednocześnie wierzymy, że podmiot będzie kontynuował odbudowę liczby zakontraktowanych mieszkań i przyjmujemy przedsprzedaż 653 lokali w 2024 roku.

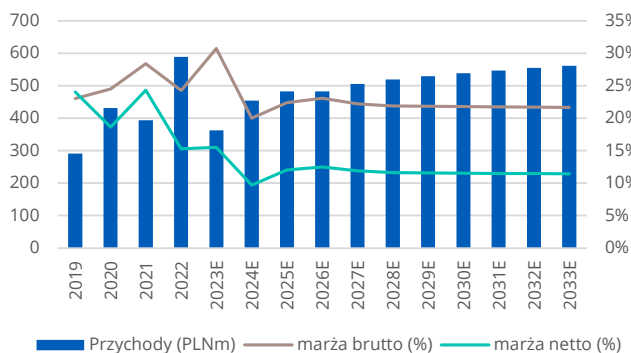
Perspektywy 2025E i polityka dywidendowa: Uwzględniając postępującą odbudowę kontraktacji i harmonogram projektów, spodziewamy się, że deweloper zaprezentuje solidną poprawę wyników w 2025E. Szacujemy, że wynik netto wyniesie PLN 58.1m. W dłuższej perspektywie zakładamy, że deweloper będzie w stanie kontraktować i przekazywać po 600-700 mieszkań rocznie, równocześnie z rentownością w przedziale 22-23% w kolejnych latach, vs. średnia historyczna rzędu 23.7%. Co więcej, uważamy że grupa powróci do regularnych wypłat dywidend już od 2024 roku (przyjmujemy wskaźnik wypłaty dywidendy rzędu 50%).

Tabela 6. Marvicol Development – prognozy wyników w latach 2023E-33E (PLNm)

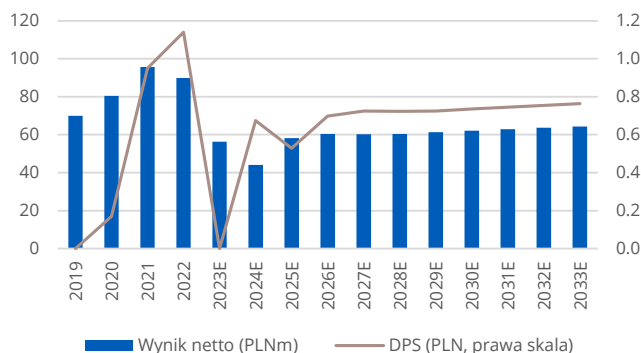
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody	431	394	589	363	454	483	483	511	526	536	545	554	562	569
Wynik brutto ze sprzedaży	106	112	143	112	91	108	111	113	115	117	119	120	122	123
EBITDA	93	120	122	93	64	79	81	81	81	81	82	82	83	83
EBIT	90	116	122	83	54	71	73	74	74	75	76	77	78	79
Wynik brutto	100	114	111	70	54	72	74	75	75	76	77	78	79	80
Wynik netto	80	96	90	56	44	58	60	61	61	62	63	64	64	65
Marża brutto	24.5%	28.4%	24.3%	30.7%	20.0%	22.4%	23.1%	22.2%	21.9%	21.9%	21.8%	21.8%	21.7%	21.7%
Marża EBITDA	21.5%	30.4%	20.8%	25.5%	14.0%	16.5%	16.8%	15.8%	15.3%	15.1%	15.0%	14.8%	14.7%	14.6%
Marża EBIT	20.8%	29.6%	20.7%	22.9%	12.0%	14.7%	15.2%	14.5%	14.1%	14.1%	14.0%	14.0%	13.9%	13.9%
Marża netto	18.6%	24.3%	15.3%	15.5%	9.7%	12.0%	12.5%	11.9%	11.6%	11.6%	11.5%	11.5%	11.4%	11.4%
Kontraktacja (szt.)	1,086	376	207	640	653	664	669	672	681	689	696	701	706	711
Przekazania (szt.)	791	554	910	427	581	693	645	658	670	676	682	687	691	695
Cena lokalu (PLNk)	545	711	647	849	782	697	748	777	784	792	799	806	812	819
DPS (PLN)	0.2	0.9	1.1	0.0	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
DY (%)	2.4%	13.2%	15.8%	0.0%	9.4%	7.3%	9.7%	10.1%	10.1%	10.2%	10.3%	10.5%	10.6%	10.7%
Dług netto (PLNm)	157	129	239	272	261	246	243	239	230	220	210	200	188	177
DN/BV (x)	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	14%	16%	14%	8%	6%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wykres 7. Marvipol Development – marże brutto i netto (%)

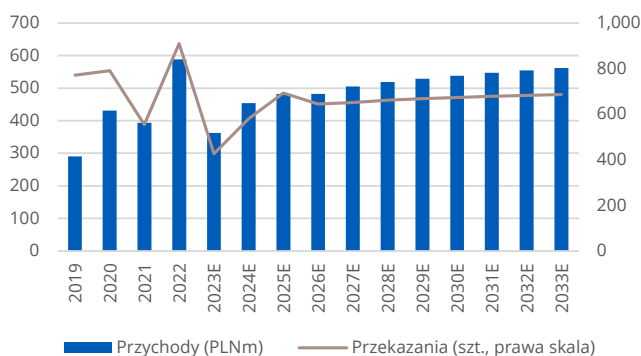


Wykres 8. Marvipol Development – DPS (PLN) na tle zysku netto (PLNm)

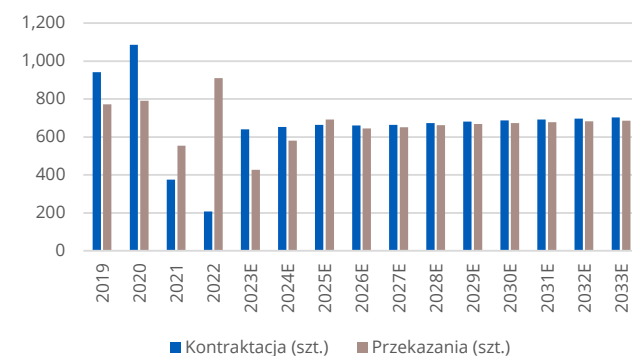


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 9. Marvipol Development – przekazania (szt.) na tle przychodów (PLNm)

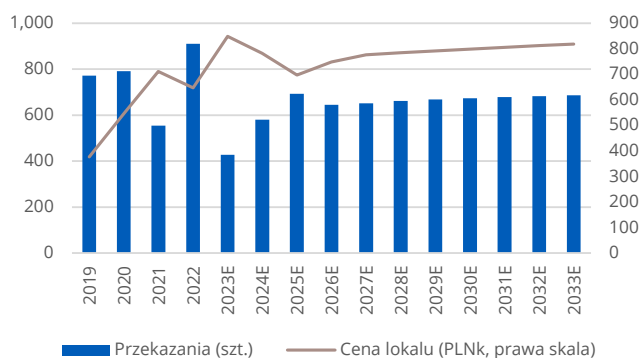


Wykres 10. Marvipol Development – porównanie kontraktacji i przekazania (szt.)

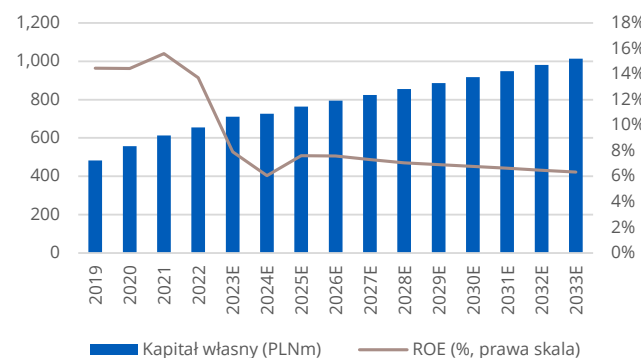


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 11. Marvipol Development – średnia cena mieszkania (tys. PLN)



Wykres 12. Marvipol Development - ROE (%)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 13. Marvipol Development – zmiana prognoz wyników w latach 2023E-25E (PLNm)

	2023E			2024E			2025E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Revenues	363	394	-8%	454	428	6%	483	469	3%
EBITDA	93	103	-10%	64	51	25%	79	78	2%
EBIT	83	94	-12%	54	42	30%	71	69	3%
Net profit	56	67	-16%	44	35	26%	58	57	2%
marża EBITDA	25.5%	26.1%		14.0%	11.9%		16.5%	16.6%	
marża EBIT	22.9%	23.9%		12.0%	9.8%		14.7%	14.7%	
marża netto	15.5%	17.0%		9.7%	8.2%		12.0%	12.2%	

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Omówienie wyników 3Q23

Spółka opublikowała wyniki za 3Q23 w dniu 24. listopada. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

Dane wolumenowe: Spółka przekazała klientom 37 lokali (-49% r/r) i zakontraktowała 213 mieszkań (+384% r/r) in 3Q23.

Przychody: Marvipol Development zaraportował PLN 87.0m przychodów (+2% r/r, +16% powyżej naszych oczekiwań). Rezultat jest efektem mniejszej liczby wydań (-49% r/r) i wzrostu średniej ceny przekazywanego lokalu do PLN 2.35m (+101% r/r; wskazujemy na korzystny mix wydań).

Marża brutto: W 3Q23 rentowność wzrosła o 12.2p.p. r/r do 37.2% (spodziewaliśmy się 37.5%), co w naszej ocenie wynika ze wzrostu cen sprzedażowych i pozytywnego miks przekazań.

Koszty SG&A: Koszty SG&A wyniosły PLN 9.9m (vs. PLN 9.7m w 3Q22). Wskaźnik koszty SG&A/przychody był bliski do 11.4%.

EBITDA: EBITDA ukształtowała się na poziomie PLN 24.7m, +20% r/r, co skutkuje marżą w wysokości 28.4% (+4.3p.p. r/r).

Wynik netto: Zysk netto wyniósł PLN 24.3m (+29% r/r; +31% w porównaniu z naszą prognozą).

Przepływy z działalności operacyjnej: Marvipol Development wykazał przeciętne przepływy w kwocie PLN 13m (vs. PLN 71m w 3Q22; negatywny wpływ zmian w kapitale obrotowym).

Dług netto: Wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnął poziom 1.7x a wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0.3x. Na koniec 3Q23 spółka dysponowała środkami pieniężnymi w kwocie PLN 235m.

Tabela 14. Marvipol Development – podsumowanie wyników 3Q23 (PLNm)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	r/r	q/q	IPO	odch. (%)
Przychody	50.7	24.6	188.6	129.8	121.6	205.1	85.3	176.6	70.8	197.2	87.0	2%	-56%	75.2	16%
Wynik brutto ze sprz.	12.7	7.4	48.5	43.2	29.5	41.7	21.3	50.4	14.0	63.8	32.3	52%	-49%	28.2	15%
Wynik netto ze sprz.	4.6	-1.6	38.7	28.9	20.4	29.9	11.6	37.2	6.6	53.9	22.4	93%	-58%	18.0	25%
EBITDA	8.5	27.7	41.4	41.8	33.7	36.5	20.5	31.7	9.3	59.9	24.7	20%	-59%	19.1	29%
EBIT	7.8	26.9	40.6	41.1	32.9	34.4	18.3	36.1	7.0	57.5	22.3	22%	-61%	16.7	33%
Wynik brutto	8.5	23.4	40.4	41.5	34.5	27.8	22.7	25.9	6.5	49.7	30.8	36%	-38%	22.9	34%
Wynik netto	8.1	21.0	33.2	33.3	29.1	24.9	18.9	17.0	5.7	39.6	24.3	29%	-39%	18.6	31%
Marża brutto ze sprz.	25.0%	30.2%	25.7%	33.3%	24.3%	20.3%	25.0%	28.5%	19.8%	32.3%	37.2%			37.5%	
Marża EBITDA	16.8%	112.8%	21.9%	32.2%	27.7%	17.8%	24.1%	17.9%	13.2%	30.4%	28.4%			25.4%	
Marża EBIT	15.4%	109.4%	21.5%	31.7%	27.0%	16.8%	21.4%	20.4%	9.9%	29.2%	25.6%			22.3%	
Marża netto	16.0%	85.4%	17.6%	25.7%	23.9%	12.1%	22.2%	9.6%	8.0%	20.1%	28.0%			24.7%	
Kontraktacja (szt.)	83	73	89	131	67	41	44	55	107	141	213	384%	51%	213	0%
Przekazania (szt.)	65	23	265	201	224	317	73	296	103	278	37	-49%	-87%	37	0%
Śr.cena lokalu (PLNk)	780	1,070	712	646	543	647	1,168	597	688	709	2,351	101%	231%	2,032	16%
CFO	119.7	22.2	-75.6	0.7	34.4	-8.3	71.4	-13.0	-3.6	41.3	13.3				
CFI	0.7	-0.1	-44.3	56.3	-49.8	3.2	-10.0	6.4	-1.8	-3.7	-8.4				
CFF	-85.0	17.9	6.5	8.4	67.3	-73.9	-44.8	-32.9	-10.0	-0.9	40.1				
Dług netto	44.0	67.7	175.3	129.1	163.2	281.0	220.6	239.1	256.8	206.8	215.4				
Dług netto/EBITDA	0.5	0.6	1.4	1.1	1.1	1.8	1.7	2.0	2.6	1.7	1.7				
Dług netto/BV	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3				

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

Jako główne czynniki ryzyka dla naszej wyceny oraz naszych prognoz wskazujemy na:

- **Ryzyko kształtowania popytu na mieszkania.** Wyniki grupy są zależne od wcześniejszej kontraktacji lokali. Dlatego też, w większości przypadków spadek popytu negatywnie przekłada się na wyniki finansowe i rentowność. Zwracamy uwagę, że Marvipol Development zakontraktował 376 i 207 mieszkań w latach 2021-22, z racji mniejszej oferty oraz wspomnianego spadku popytu. Prognozujemy, że deweloper przekaze klientom 442 lokalu w 2023E, w porównaniu z 910 mieszkaniami w 2022 roku.
- **Ryzyko zmienności stop procentowych.** W 2022 roku, popyt na mieszkania znacząco ucierpiał pod wpływem podwyżek stóp procentowych, przeprowadzonych przez RPP. Zdolność kredytowa znacząco spadła – wg danych rynkowych o 60-70%. Co więcej, udział klientów kredytowych w bieżącej przedsprzedaży zmniejszył się z 70-80% do ok. 20% na koniec 2022 roku. Niemniej jednak, zaczynając od 1Q23, zdolność kredytowa uległa stopniowej odbudowie, co wsparło także kontraktowane wolumeny. Wg danych BIK, liczba udzielonych hipotek w czerwcu wzrosła w ujęciu r/r po raz pierwszy od grudnia 2021 roku.
- **Ryzyko kształtowania polityki kredytowej banków.** Popyt może również ulegać zmianą w związku z polityką kredytową banków. Wg ostatniej ankiety przeprowadzonej przez NBP, znaczna część przedstawicieli sektora zapowiedziała zaostrzenie polityki w najbliższych miesiącach, i to pomimo poprawy otoczenia rynkowego.
- **Ryzyka dotyczące strony kosztowej przedsięwzięć mieszkaniowych.** Rentowność projektów deweloperskich jest zależna od dwóch kluczowych grup kosztów: 1) cen materiałów, oraz 2) cen gruntów. W 2022 roku obserwowano podwyższoną zmienność cen materiałów, w związku z wojną w Ukrainie, co mogło odbić się na marżach projektów. Deweloperzy zdecydowali się podwyższyć ceny sprzedażowe i w naszej ocenie mogło pozwolić to na zniwelowanie ww. czynnika ryzyka. Co więcej, przedstawiciele branży informowali, że w 2023E roku koszyk materiałów budowlanych się co najmniej ustabilizował, co odbieramy pozytywnie. W przypadku banku ziemi, ceny kontynuują długoterminowe trendy wzrostu cen, przez co udział kosztu gruntu w cenie sprzedaży mieszkań zwiększył się z 20% do 22-24%. W naszym modelu zakładamy, że marża brutto będzie stopniowo obniżała się do ok. 23% (vs. długoterminowa średnia historyczna na poziomie 23.7%).
- **Ryzyka dotyczące rynku magazynowego.** Działalność logistyczna jest uzupełnieniem modelu biznesowego grupy. Na koniec 2Q23, Marvipol miał zainwestowane ponad PLN 200m w projekty magazynowe i odzyska je w momencie sprzedaży ww. aktywów. Zwracamy uwagę na wyhamowanie transakcji inwestycyjnych, spowodowane spowolnieniem gospodarczym oraz wzrostem stóp kapitalizacji, które odbiły się na wycenach aktywów.

Kluczowe dane finansowe

Tabela 15. Marvipol Development – dane finansowe 2019-2033E

RZiS (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody	291	431	394	589	363	454	483	483	511	526	536	545	554	562	569
Koszt własny sprzedaży	-224	-326	-282	-446	-251	-363	-375	-371	-397	-411	-419	-426	-433	-440	-446
Wynik brutto ze sprzedaży	67	106	112	143	112	91	108	111	113	115	117	119	120	122	123
Koszty sprzedaży i zarządu	-43	-47	-41	-44	-34	-41	-43	-44	-46	-47	-48	-49	-49	-50	-51
Wynik netto ze sprzedaży	24	59	71	99	78	50	65	67	68	68	69	70	71	72	72
Udział w zyskach wsp. przeds.	64	30	39	22	1	5	6	6	7	7	7	7	7	7	7
Pozostałe przychody/koszty	2	1	7	0	4	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	94	93	119	122	93	64	79	81	81	81	81	82	82	83	83
EBIT	91	90	116	122	83	54	71	73	74	74	75	76	77	78	79
Koszty finansowe netto	-1	10	-3	-11	-13	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Wynik przed opodatkowaniem	90	100	114	111	70	54	72	74	75	75	76	77	78	79	80
Podatek dochodowy	-20	-19	-18	-21	-14	-10	-14	-14	-14	-14	-15	-15	-15	-15	-15
Wynik netto	70	80	96	90	56	44	58	60	61	61	62	63	64	64	65

Bilans (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Aktywa trwałe	262	216	264	400	373	371	371	372	375	378	382	386	391	396	401
WNiP	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	32	31	51	63	63	56	50	45	41	37	34	32	30	28	27
Długoterminowe aktywa finansowe	146	120	81	215	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216
Pozostałe aktywa trwałe	84	66	133	122	94	99	105	111	118	125	131	138	145	152	159
Aktywa obrotowe	1,012	1,098	1,285	978	1,014	1,024	1,038	1,043	1,047	1,052	1,056	1,066	1,075	1,084	1,093
Zapasy	724	854	1,008	768	793	805	829	856	882	903	923	942	961	978	995
Należności handlowe	46	53	48	37	23	29	31	31	32	33	34	35	35	36	36
Środki pieniężne	176	191	218	168	178	170	158	135	112	95	78	68	59	50	42
Pozostałe aktywa obrotowe	66	0	11	4	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Aktywa razem	1,275	1,314	1,550	1,377	1,388	1,395	1,409	1,415	1,422	1,430	1,437	1,451	1,466	1,480	1,495
Kapitał	483	557	613	655	711	727	763	795	825	856	887	919	951	984	1,016
Mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Zob. długoterminowe	326	259	296	412	453	433	414	394	374	354	334	314	294	274	255
Kredyty, pożyczki i leasing	294	233	272	383	417	398	378	358	338	318	298	278	258	239	219
Pozostałe zob. długoterminowe	32	26	24	28	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
Zob. krótkoterminowe	465	498	641	311	224	234	232	227	223	220	216	218	220	222	224
Zobowiązania handlowe	51	53	58	46	28	35	38	38	40	41	42	43	43	44	44
Kredyty, pożyczki i leasing	147	143	95	31	38	38	32	25	18	12	5	5	5	5	5
Pozostałe zob. krótkoterminowe	267	302	488	233	157	160	163	164	165	167	169	170	172	173	174
Pasywa razem	1,275	1,314	1,550	1,377	1,388	1,395	1,409	1,415	1,422	1,430	1,437	1,451	1,466	1,480	1,495
Dług (PLN m)	441	376	367	415	455	436	409	383	356	330	303	284	264	244	224
Dług netto (PLN m)	265	185	149	246	277	266	251	248	245	235	225	215	205	193	182

Rachunek przepł. (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przepływy z dział. oper.	-27	-49	67	85	8	41	38	34	35	41	42	43	43	45	45
Wynik brutto	90	100	114	111	70	54	72	74	75	75	76	77	78	79	80
Amortyzacja	3	3	3	1	10	9	9	8	7	6	6	5	5	5	4
Zmiana kapitału obrotowego	-45	-93	12	12	-85	-8	-21	-26	-25	-18	-18	-17	-17	-16	-16
Pozostałe	-75	-58	-62	-39	13	-15	-21	-22	-22	-22	-22	-22	-23	-23	-24
Przepływy z dział. inwest.	45	124	13	-50	-14	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
CAPEX	-91	-25	-75	-53	-4	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Pozostałe	136	149	87	3	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z dział. finan.	5	-60	-52	-84	16	-47	-48	-55	-56	-56	-56	-50	-50	-50	-51
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Zmiana długu	26	-35	5	-9	54	-19	-26	-26	-26	-26	-26	-20	-20	-20	-20
Dywidendy dla akcjonariuszy	0	-7	-40	-47	0	-28	-22	-29	-30	-30	-30	-31	-31	-32	-32
Pozostałe	-22	-18	-17	-28	-38	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0
Zmiana gotówki	23	15	27	-50	10	-9	-12	-23	-23	-17	-17	-10	-10	-8	-9
Śr. pieniężne na koniec okr.	176	191	218	168	178	170	158	135	112	95	78	68	59	50	42

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem dokumentu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Marvipol Development S.A., Medicalgorithmics S.A., Miraculum S.A., ML System S.A., Scope Fluidics S.A., Sunex S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzenie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A., Impact Developer & Contractor S.A., OMY Petrom S.A. and Safetech Innovations S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzenie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie porządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
- Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
- LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
- NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
- Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 lipca 2023 – 30 września 2023)

	Liczba	%
Kup	7	87.5%
Trzymaj	1	12.5%
Sprzedaj	0	0.0%
Suma	8	100.0%

Historia ratingów – Marvipol Development

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2023	KUPUJ	PLN 10.49	PLN 8.00	Adrian Górniak
12/12/2023	KUPUJ	PLN 10.07	PLN 7.20	Adrian Górniak