

Marvipol Development

Poprawa wyników na horyzoncie

Ponownie wydajemy rekomendację KUPUJ dla Marvipol Development, pomimo że zdecydowaliśmy się obniżyć wartość godziwą akcji z PLN 10.09 do PLN 9.30 (z racji niższych niż poprzednio oczekiwanych wolumenów i ostrożniejszego podejścia do zmian cen). Zwracamy uwagę na oczekiwaną poprawę wyników w 2H24E, dzięki rozpoczęciu przekazania w projektach In Place I i Gardenia Lagom (szacujemy PLN 44m zysku netto w 2H24E, vs. PLN 10m w 2H23). W 2025E, spodziewamy się poprawy kontraktacji (+11% r/r), wolumenu wydań (+8% r/r; spółka ma obecnie 941 zakontraktowane, ale nie wydane lokale, +166% r/r) i wyników (estymujemy, że wynik netto wzrośnie o 19% r/r do PLN 47m w 2025E). Ponadto, wskazujemy na stabilny segment magazynowy i możliwe dezinwestycje (deweloper informował o podpisaniu przedwstępnej umowy sprzedaży projektu w Warszawie), co z kolei wsparłoby, i tak, mocną pozycję gotówkową. Spółka jest obecnie wyceniana z dyskontem względem grupy porównawczej polskich deweloperów zarówno w przypadku P/E (7.5x w 2024E i 6.3x w 2025E, co implikuje odpowiednio dyskonto na poziomie 8% i 15%) oraz P/BV (2024E-25E P/BV wynosi ok. 0.4x, 67% dyskonto względem mediany spółek porównawczych).

Pozytywne oczekiwania na 2H24E. Po słabym wynikowo okresie 3Q23-2Q24 (z powodu braku kończonych projektów), spodziewamy się solidnej poprawy w 2H24E, dzięki rozpoczęciu przekazania mieszkań z projektów In Place I i Gardenia Lagom. Szacujemy, że Marvipol wypracuje PLN 44m zysku netto w 2H24E, względem ok. PLN 10m w 2H23.

Perspektywa 2025E wygląda zachęcająco. Mamy pozytywne nastawienie do wyników 2025 roku. Po pierwszych, liczymy na poprawę kontraktacji, z racji oczekiwanych obniżek stóp procentowych, i prognozujemy 535 lokali w 2025E (+11% r/r). Ponadto, oczekujemy wzrostu przekazania o 8% r/r do 631 lokali (zakładamy wyższą rentowność niż w 2024E). Dlatego też, liczymy, że w 2025E wynik netto wyniesie PLN 47m (vs. PLN 39m w 2024E).

Potencjalne dezinwestycje w segmencie magazynowym wsparciem dla pozycji gotówkowej. Deweloper posiada obecnie dwa istniejące obiekty magazynowe (szacujemy wartość PLN 142.3m) oraz kolejne trzy projekty w przygotowaniu, które są przeznaczone do sprzedaży. Grupa ma obecnie podpisaną przedwstępną umowę sprzedaży obiektu w Warszawie. Potencjalne dezinwestycje wzmocniłyby dodatkowo mocną pozycję bilansową spółki (wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 0.2x na koniec 2Q24) i politykę dywidendową (zakładamy regularne wypłaty 50% zysku netto grupy).

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

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	394	589	378	495	496	457
EBITDA	119	122	91	64	70	59
EBIT	116	122	81	54	61	50
Wynik netto	96	90	55	39	47	40
P/E (x)	3.1	3.3	5.3	7.5	6.3	7.3
P/BV (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	16%	14%	8%	6%	6%	5%
DPS (PLN)	0.95	1.14	0.00	1.06	0.47	0.56
Stopa dywidendy (%)	13.5%	16.1%	0.0%	15.0%	6.7%	8.0%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Deweloperzy

Marvipol Development

KUPUJ

FV PLN 9.30 z PLN 10.09

31.7% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 28 sierpnia 2024 PLN 7.06

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	41.7
Kapitalizacja (EUR m)	68.5
12M śr. dzienny wolumen (k)	21.6
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.04
12M max/min (PLN)	9.94/6.52
Waga w WIG	0.02%
Reuters	MVP.WA
Bloomberg	MVP.PW

Stopy zwrotu

1M	+2.3%
3M	-13.5%
12M	-2.0%

Akcjonariat

Książek Holding	66.05%
Mariusz Książek	4.99%
Other	28.96%

Analitik

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

MARVIPOL DEVELOPMENT

KUPUJ

FV PLN 9.30

Kapitalizacja EUR 69m

Potencjał wzrostu +31.7%

Mnożniki wyceny	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	3.3	5.3	7.5	6.3	7.3
EV/EBITDA (x)	4.4	5.2	7.9	6.8	7.8
EV/Przychody (x)	0.9	1.2	1.0	1.0	1.0
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Stopa FCFE (%)	12%	32%	15%	19%	16%
DY (%)	16%	0%	15%	7%	8%

Na akcję	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Liczba akcji (m szt.)	41.7	41.7	41.7	41.7	41.7
EPS (PLN)	2.2	1.3	0.9	1.1	1.0
BVPS (PLN)	15.7	17.1	16.9	17.6	18.0
FCFPS (PLN)	0.8	2.3	1.0	1.3	1.1
DPS (PLN)	1.14	0.00	1.06	0.47	0.56

Dynamika r/r (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	49.5%	-35.9%	31.1%	0.3%	-7.9%
Wynik brutto ze sprz.	27.8%	-17.1%	-17.8%	12.8%	-9.9%
EBITDA	2.4%	-25.9%	-29.5%	10.0%	-15.8%
EBIT	4.4%	-33.4%	-33.8%	13.3%	-17.4%
Wynik netto	-6.0%	-38.5%	-28.7%	19.4%	-14.5%

Wskaźniki	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Marża brutto (%)	24.3%	31.4%	19.7%	22.2%	21.7%
Marża EBITDA (%)	20.8%	24.0%	12.9%	14.2%	13.0%
Marża EBIT (%)	20.7%	21.5%	10.8%	12.3%	11.0%
Marża netto (%)	15.3%	14.6%	8.0%	9.5%	8.8%
Dług netto / EBITDA (x)	2.0	1.9	3.3	2.7	2.9
Dług netto / Kapitał (x)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2
Dług netto / Aktywa (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE (%)	13.7%	7.8%	5.6%	6.4%	5.4%
ROA (%)	6.5%	3.8%	2.4%	2.9%	2.4%
ROIC (%)	10.6%	7.1%	4.4%	5.2%	4.3%

Założenia	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody - mieszk. (P)	482	328	444	456	417
zmiana r/r	34%	-32%	35%	3%	-9%
Kontrakcja (szt.)	207	661	483	535	591
zmiana r/r	-45%	219%	-27%	11%	10%
Przekazania (szt.)	910	423	582	631	591
zmiana r/r	64%	-54%	38%	8%	-6%
Śr.cena lokalu (PLNk)*	529	776	762	723	705
zmiana r/r	-19%	47%	-2%	-5%	-3%

RZIS (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	394	589	378	495	496	457
Koszt własny sprzedaży	-282	-446	-259	-397	-386	-358
Wynik brutto ze sprzedaży	112	143	118	97	110	99
Koszty sprzedaży i zarządu	-41	-44	-38	-47	-52	-53
Wynik netto ze sprzedaży	71	99	80	51	58	46
Udział w zyskach wsp. przeds.	39	22	-4	2	3	5
Pozostałe przychody/koszty	7	0	5	1	0	0
EBITDA	119	122	91	64	70	59
EBIT	116	122	81	54	61	50
Koszty finansowe netto	-3	-11	-12	-4	-3	-1
Wynik przed opodatkowaniem	114	111	69	50	58	50
Podatek dochodowy	-18	-21	-13	-11	-11	-9
Wynik netto	96	90	55	39	47	40

Bilans (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Aktywa trwałe	264	400	339	350	346	344
WNIP	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	51	63	66	64	57	50
Długoterminowe aktywa finansowe	81	215	182	187	187	187
Pozostałe aktywa trwałe	133	122	91	98	102	107
Aktywa obrotowe	1,285	978	1,122	1,299	1,301	1,322
Zapasy	1,008	768	812	925	964	1,003
Należności handlowe	48	37	21	34	34	31
Środki pieniężne	218	168	287	318	281	266
Pozostałe aktywa obrotowe	11	4	3	22	22	22
Aktywa razem	1,550	1,377	1,461	1,649	1,647	1,667
Kapitał	613	655	710	706	733	750
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	296	412	366	500	448	421
Kredyty, pożyczki i leasing	272	383	334	464	413	385
Pozostałe zob. długoterminowe	24	28	32	35	35	35
Zob. krótkoterminowe	641	311	385	443	466	496
Zobowiązania handlowe	58	46	39	52	52	48
Kredyty, pożyczki i leasing	95	31	128	67	55	52
Pozostałe zob. krótkoterminowe	488	233	217	324	359	397
Pasywa razem	1,550	1,377	1,461	1,649	1,647	1,667
Cykl konwersji gotówki (dni)	913	465	757	660	687	778
Dług (PLN m)	367	415	462	532	468	437
Dług netto (PLN m)	149	246	175	214	187	171

Rachunek przepł. (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przepływy z dział. oper.	67	85	64	64	58	50
Wynik brutto	114	111	69	50	58	50
Amortyzacja	3	1	10	10	10	9
Zmiana kapitału obrotowego	12	12	-26	13	-4	-2
Pozostałe	-62	-39	12	-10	-6	-7
Przepływy z dział. inwest.	13	-50	30	-20	-2	-2
CAPEX	-75	-53	-5	-4	-2	-2
Pozostałe	87	3	35	-17	0	0
Przepływy z dział. finan.	-52	-84	24	-12	-92	-62
Zmiana w kapitale	0	1	2	3	4	5
Zmiana długu	5	-9	59	59	-64	-31
Dywidendy dla akcjonariuszy	-40	-47	0	-44	-20	-24
Pozostałe	-17	-29	-37	-29	-13	-13
Zmiana gotówki	27	-50	118	31	-37	-15
Śr. pieniężne na koniec okr.	218	168	287	318	281	266

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 2Q24.....	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%	10.11	43.2%
Segment mieszkaniowy (metoda DCF; EV segmentu)		8.43	
Segment logistyczny (wart. rynkowa istniejących oraz planowanych projektów)		6.83	
Dług netto 2023		-4.05	
Dywidenda wypłacona w 2024E		-1.06	
DDM wartość godziwa (PLN/akcję)	20%	6.04	-14.4%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	14.67	107.8%
Wartość godziwa (PLN/akcję)		9.30	31.7%

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 i Poznań), skorygowaną o udział spółki w inwestycjach, oraz wartości księgowej planowanych inwestycji (Katowice i Łódź). Otrzymaną wartość korygujemy o 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 rezydualnym 1.0%.

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

DCF (PLNm)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Okres rezydualny
Przychody	495	496	457	475	476	490	504	517	531	544	549
EBIT	52	57	45	47	47	47	48	48	49	49	49
Podatek	-11	-11	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
NOPLAT	41	47	37	38	38	38	39	39	39	40	40
Amortyzacja	10	10	9	8	7	6	6	5	5	4	4
CAPEX	-4	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-4
Zmiana w kapitale obrotowym	13	-4	-2	-6	-18	-18	-18	-19	-17	-18	-8
FCF	60	49	41	38	24	24	24	23	24	23	33
Stopa wolna od ryzyka	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
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	10.8%	11.0%	11.1%	11.2%	11.3%	11.3%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
Koszt długu przed opodatkowaniem	9.8%	10.0%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
Efektywna stopa podatkowa	21.5%	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%	8.1%	8.2%	8.2%	8.3%	8.4%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
Waga długu	32.0%	28.1%	25.9%	24.0%	22.2%	20.4%	18.6%	16.9%	15.1%	13.3%	13.3%
Waga kapitału	68.0%	71.9%	74.1%	76.0%	77.8%	79.6%	81.4%	83.1%	84.9%	86.7%	86.7%
WACC	9.8%	10.2%	10.3%	10.5%	10.6%	10.7%	11.0%	11.1%	11.2%	11.2%	11.2%
Stopa dyskontowa	97%	88%	79%	72%	64%	58%	51%	46%	41%	37%	
Wartość bieżąca FCF	58	43	33	28	16	14	12	11	10	9	
Suma wartości bieżących FCF	233										
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%										
Wartość rezydualna	319										
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	118										
EV	351										
EV na akcję (PLN)	8.43										
Wrażliwość DCF (PLN)							WACC w okresie rezydualnym				
Wzrost w okresie rezydualnym							9.2%	10.2%	11.2%	12.2%	13.2%
0.0%							8.74	8.43	8.18	7.96	7.78
1.0%							9.12	8.74	8.43	8.18	7.96
2.0%							9.61	9.12	8.74	8.43	8.18

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 3. Marvipol 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	8.4	6.25%	50%	15.6	67.0
Poznań	61.0	3.8	93%	2.6	11.1	6.75%	45%	17.3	74.3
Razem	102.0	4.0	93%	4.6	19.5	6.53%	47%	32.9	141.3
Projekty planowane**									143.0
Wartość łączna na akcję									284.3
									6.83

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

Wycena DDM

Wyceniamy spółkę Marvipol 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 2024 roku, zarząd zaproponował wypłatę PLN 1.06/akcję z zysków z 2023 roku (wypłacona w 2Q24). W naszym modelu zakładamy, że grupa powróci do regularnych wypłat dywidend przy 50% stopniu wypłaty dywidendy w długiej perspektywie czasowej.

Tabela 4. Marvipol Development – Wycena DDM (PLNm)

DDM	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Okres rezydualny
DPS (PLN/akcję)	1.06	0.47	0.56	0.48	0.51	0.70	0.72	0.72	0.73	0.74	0.85
Koszt kapitału	10.8%	11.0%	11.1%	11.2%	11.3%	11.3%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
Stopa dyskontowa	97%	87%	78%	70%	63%	56%	50%	45%	40%	36%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.00*	0.41	0.44	0.34	0.32	0.40	0.36	0.32	0.29	0.26	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)											3.14
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję)											2.90
Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję)											6.04

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *wypłacona w maju 2024

Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą Marvipol 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 2024E-26E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 7.5/6.3/7.3x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 67% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. Marvipol Development – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Dom Development	3,947	7.1	6.6	6.7	2.1	1.9	1.7
Atal	2,156	7.3	7.3	7.6	1.2	1.2	1.2
Develia	2,447	8.1	7.3	7.3	1.5	1.4	1.3
Develia	1,626	24.8	11.7	4.7	1.3	1.2	1.0
Lokum Deweloper	418	13.4	12.9	11.8	0.8	0.8	0.7
Mediana		8.1	7.3	7.3	1.3	1.2	1.2
Marvipol Development	294	7.5	6.3	7.3	0.4	0.4	0.4
Premia/dyskonto (%)		-8%	-15%	0%	-67%	-66%	-66%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		10.71	6.93	8.22	21.59	20.29	20.26
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)		14.67					

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Oczekiwania wynikowe 2H24E i 2024E: Popyt na mieszkania spowolnił w ostatnich miesiącach i nie spodziewamy się zmiany tego trendu w 2H24E, co wynika m.in. z wysokich stóp procentowych oraz braku rządowego programu kredytowego. Dlatego też, oczekujemy, że kontraktacja ustabilizuje się na poziomie 110-120 mieszkań kwartalnie w 3-4Q24E. Z drugiej strony, grupa powinna zwiększyć liczbę przekazywanych lokali w porównaniu z ubiegłym rokiem, dzięki zakończeniu budów inwestycji In Place oraz Gardenia Lagom. Na chwilę obecną przyjmujemy, że Marvipol wyda klientom 405 mieszkań w 3Q24E (vs. 37 jednostek w 3Q23) oraz 145 lokali w 4Q24E (vs. 5 szt. w 4Q23). Tym samym, prognozujemy, że spółka zaraportuje blisko PLN 44m zysku netto w 2H24E (vs. PLN 10m w 2H23).

Uwzględniając powyższe szacunki, w ujęciu całorocznym Marvipol zakontraktuj 483 mieszkania i przekaże 582 lokale. Tegoroczne przychody wyniosą PLN 495m, przy marży brutto 19.7% (zwracamy uwagę, że rentowność w 2023 roku była rekordowo wysoka) i zysku netto w wysokości PLN 39m.

Wyniki i wolumeny w 2025E powinny ulec poprawie: W naszym modelu zakładamy, że kontraktacja w 2025E ulegnie odbudowie (+11% r/r), przyjmując stopniowe obniżki stóp procentowych w 2H25E. Ponadto, prognozujemy, że deweloper zwiększy wolumen przekazanych mieszkań do 631 mieszkań (+8% r/r; dzięki projektom Conrada, Trio Park i In Place II), przy równoczesnej poprawie marży brutto (do 22.2%, +2.5p.p. r/r; wpływ korzystniejszego miksu inwestycji). W związku z tym, szacujemy, że wynik netto w 2025E wzrośnie do PLN 47m (+19% r/r).

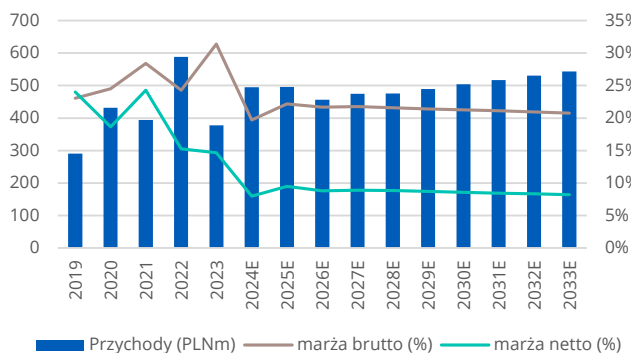
Rynek magazynowy: Rynek inwestycyjny nie uległ odbudowie w 1H24, ale sentyment rynkowy powinien ulec poprawie w 2H24E i w 2025E, dzięki zakładanej stabilizacji stóp kapitalizacji. Spółka podtrzymuje zapowiedzi sprzedaży istniejących obiektów magazynowych. Zwracamy uwagę, że na chwilę obecną Marvipol ma podpisaną jedną umowę przedwstępną zbycia projektu magazynowego zlokalizowanego w Warszawie (póki co nie uwzględniamy jej wpływu na nasze prognozy).

Tabela 6. Marvipol Development – prognozy wyników w latach 2024E-33E (PLNm)

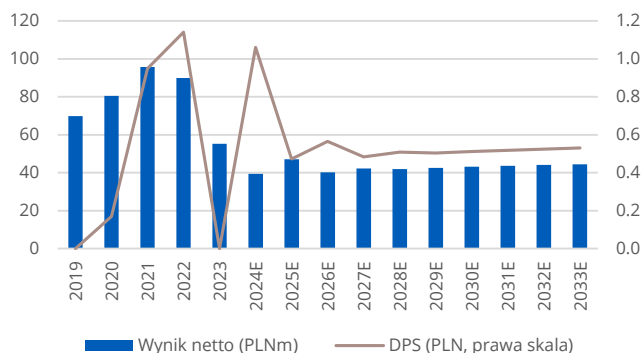
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody	431	394	589	378	495	496	457	475	476	490	504	517	531	544
Wynik brutto ze sprzedaży	106	112	143	118	97	110	99	103	103	105	107	109	111	113
EBITDA	93	120	122	91	64	70	59	60	59	59	59	59	59	59
EBIT	90	116	122	81	54	61	50	52	52	52	53	53	54	54
Wynik brutto	100	114	111	69	50	58	50	52	52	53	53	54	54	54
Wynik netto	80	96	90	55	39	47	40	42	42	43	43	43	44	44
Marża brutto	24.5%	28.4%	24.3%	31.4%	19.7%	22.2%	21.7%	21.8%	21.6%	21.4%	21.3%	21.1%	20.9%	20.8%
Marża EBITDA	21.5%	30.4%	20.8%	24.0%	12.9%	14.2%	13.0%	12.7%	12.3%	12.0%	11.6%	11.3%	11.1%	10.8%
Marża EBIT	20.8%	29.6%	20.7%	21.5%	10.8%	12.3%	11.0%	11.0%	10.9%	10.7%	10.5%	10.3%	10.2%	10.0%
Marża netto	18.6%	24.3%	15.3%	14.6%	8.0%	9.5%	8.8%	8.9%	8.8%	8.7%	8.5%	8.4%	8.2%	8.1%
Kontraktacja (szt.)	1,086	376	207	661	483	535	591	608	623	635	648	659	670	681
Przekazania (szt.)	791	554	910	423	582	631	591	618	609	621	631	641	651	660
Cena lokalu (PLNk)	545	651	529	776	762	723	705	704	715	725	735	744	754	763
DPS (PLN)	0.17	0.95	1.14	0.00	1.06	0.47	0.56	0.48	0.51	0.70	0.72	0.72	0.73	0.74
DY (%)	2.4%	13.5%	16.1%	0.0%	15.0%	6.7%	8.0%	6.8%	7.2%	10.0%	10.1%	10.2%	10.3%	10.4%
Dług netto (PLNm)	157	129	239	170	209	182	166	149	146	153	160	168	175	183
DN/BV (x)	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	14%	16%	14%	8%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

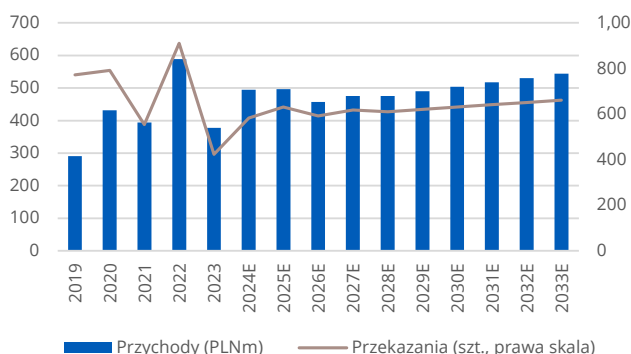


Wykres 8. Marvipol Development – DPS (PLN) na tle zysku netto (PLNm)

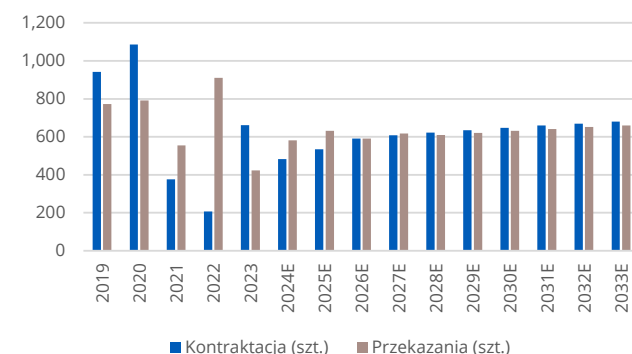


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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

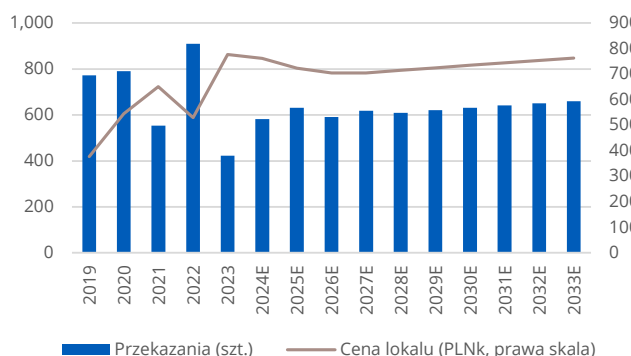


Wykres 10. Marvipol Development – porównanie kontraktacji i przekazania (szt.)

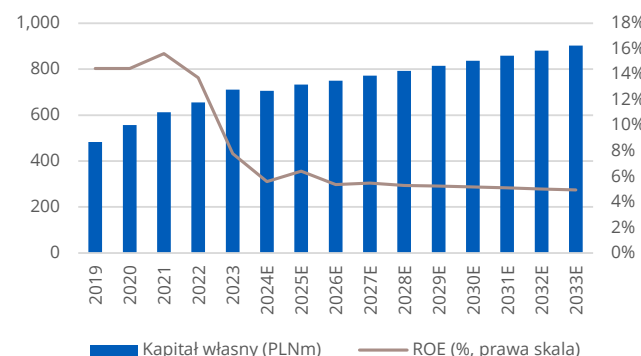


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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 2024E-26E (PLNm)

	2024E			2025E			2026E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	495	456	9%	496	475	4%	457	493	-7%
EBITDA	64	62	3%	70	74	-5%	59	80	-26%
EBIT	54	52	3%	61	65	-6%	50	72	-30%
Wynik netto	39	40	-2%	47	55	-14%	40	61	-34%
marża EBITDA	12.9%	13.6%		14.2%	15.6%		13.0%	16.2%	
marża EBIT	10.8%	11.4%		12.3%	13.7%		11.0%	14.6%	
marża netto	8.0%	8.8%		9.5%	11.6%		8.8%	12.4%	

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Omówienie wyników 2Q24

Spółka opublikowała wyniki za 2Q24 w dniu 26. sierpnia. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

Dane wolumenowe: Spółka przekazała klientom 18 lokali (vs. 278 mieszkań w 2Q23) i zakontraktowała 110 mieszkania (-22% r/r) w 2Q24.

Przychody: Marvipol Development zaraportował PLN 40.3m przychodów (-80% r/r, 23% powyżej naszych oczekiwań). Rezultat jest efektem mniejszej liczby wydań (-94% r/r) i wzrostu średniej ceny przekazywanego lokalu do PLN 1.3m (wskazujemy na mix wydań).

Marża brutto: W 2Q24 rentowność pozostała bez zmian r/r i wyniosła 32.3% (spodziewaliśmy się 22.6%), co wynika ze wzrostu cen sprzedażowych i mixu przekazania. Różnica vs. nasze oczekiwania wynika także z większego udziału segmentu „Pozostałe”.

Koszty SG&A: Koszty SG&A wyniosły PLN 11.6m (vs. PLN 9.8m w 2Q23). Wskaźnik koszty SG&A/przychody był bliski do 28.9%.

EBITDA: EBITDA ukształtowała się na poziomie PLN 4.6m (vs. PLN 59.9m w 2Q23).

Wynik netto: Zysk netto wyniósł PLN 1.3m (vs. PLN 39.6m zysku w 2Q23; prognozowaliśmy PLN -1.5m).

Przepływy z działalności operacyjnej: Marvipol Development wykazał przepływy w kwocie PLN 69.5m (vs. PLN 41.3m w 2Q23; pozytywne zmiany w kapitale obrotowym).

Dług netto: Wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnął poziom 6.0x a wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0.2x. Na koniec 2Q24 spółka dysponowała środkami pieniężnymi w kwocie PLN 393m.

Figure 14. Marvipol Development – podsumowanie wyników 2Q24 (PLNm)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	r/r	q/q	IPO	odch. (%)
Przychody	121.6	205.1	85.3	176.6	70.8	197.2	87.0	22.5	25.7	40.3	-80%	57%	32.6	23%
Wynik brutto ze sprz.	29.5	41.7	21.3	50.4	14.0	63.8	32.3	8.4	5.4	13.0	-80%	142%	7.4	76%
Wynik netto ze sprz.	20.4	29.9	11.6	37.2	6.6	53.9	22.4	-2.7	-5.0	1.4	-97%	n.a.	-2.4	n.a.
EBITDA	33.7	36.5	20.5	31.7	9.3	59.9	24.7	-3.4	-1.3	4.6	-92%	n.a.	0.8	479%
EBIT	32.9	34.4	18.3	36.1	7.0	57.5	22.3	-5.8	-3.7	2.0	-97%	n.a.	-1.6	n.a.
Wynik brutto	34.5	27.8	22.7	25.9	6.5	49.7	30.8	-18.4	-6.4	2.9	-94%	n.a.	-1.9	n.a.
Wynik netto	29.1	24.9	18.9	17.0	5.7	39.6	24.3	-14.3	-5.4	1.3	-97%	n.a.	-1.5	n.a.
Marża brutto ze sprz.	24.3%	20.3%	25.0%	28.5%	19.8%	32.3%	37.2%	37.2%	20.9%	32.3%			22.6%	
Marża EBITDA	27.7%	17.8%	24.1%	17.9%	13.2%	30.4%	28.4%	n.a.	n.a.	11.4%			2.4%	
Marża EBIT	27.0%	16.8%	21.4%	20.4%	9.9%	29.2%	25.6%	n.a.	n.a.	4.9%			n.a.	
Marża netto	23.9%	12.1%	22.2%	9.6%	8.0%	20.1%	28.0%	n.a.	n.a.	3.3%			n.a.	
Kontraktacja (szt.)	67	41	44	55	107	141	213	200	144	110	-22%	-24%	110	0%
Przekazania (szt.)	224	317	73	296	103	278	37	5	14	18	-94%	29%	18	0%
Śr.cena lokalu (PLNk)	403	476	1,031	559	580	656	2,058	2,037	821	1,297	98%	58%	1,257	3%
CFO	34.4	-8.3	71.4	-13.0	-3.6	41.3	13.3	13.4	48.6	69.5				
CFI	-49.8	3.2	-10.0	6.4	-1.8	-3.7	-8.4	43.8	0.3	-18.6				
CFF	67.3	-73.9	-44.8	-32.9	-10.0	-0.9	40.1	-5.2	-16.2	22.3				
Dług netto	163.2	281.0	220.6	239.1	256.8	206.8	215.4	170.2	136.5	147.3				
Dług netto/EBITDA	1.1	1.8	1.7	2.0	2.6	1.7	1.7	1.9	1.7	6.0				
Dług netto/BV	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2				

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 zakontaktował 376, 207 i 661 mieszkań w latach 2021-23, z racji mniejszej oferty oraz wspomnianego spadku popytu. Deweloper przekazał klientom 443 lokale w 2023, 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 BLK, liczba udzielonych hipotek w ostatnich miesiącach wzrosła w ujęciu r/r.
- **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. 22% (vs. długoterminowa średnia historyczna na poziomie 23.7%).
- **Ryzyka dotyczące rynku magazynowego.** Działalność logistyczna jest uzupełnieniem modelu biznesowego grupy. Na koniec 2Q24, Marvipol miał zainwestowane ok. PLN 165m 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. Do stopniowej odbudowy rynku może dojść w 2H24E.

Kluczowe dane finansowe

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

RZiS (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody	291	431	394	589	378	495	496	457	475	476	490	504	517	531	544
Koszt własny sprzedaży	-224	-326	-282	-446	-259	-397	-386	-358	-372	-373	-385	-397	-408	-420	-431
Wynik brutto ze sprzedaży	67	106	112	143	118	97	110	99	103	103	105	107	109	111	113
Koszty sprzedaży i zarządu	-43	-47	-41	-44	-38	-47	-52	-53	-55	-56	-57	-59	-60	-62	-63
Wynik netto ze sprzedaży	24	59	71	99	80	51	58	46	48	47	48	48	49	49	50
Udział w zyskach wsp. przeds.	64	30	39	22	-4	2	3	5	5	5	5	5	5	5	5
Pozostałe przychody/koszty	2	1	7	0	5	1	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1
EBITDA	94	93	119	122	91	64	70	59	60	59	59	59	59	59	59
EBIT	91	90	116	122	81	54	61	50	52	52	52	53	53	54	54
Koszty finansowe netto	-1	10	-3	-11	-12	-4	-3	-1	0	0	0	0	0	0	0
Wynik przed opodatkowaniem	90	100	114	111	69	50	58	50	52	52	53	53	54	54	54
Podatek dochodowy	-20	-19	-18	-21	-13	-11	-11	-9	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Wynik netto	70	80	96	90	55	39	47	40	42	42	43	43	43	44	44

Bilans (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Aktywa trwałe	262	216	264	400	339	350	346	344	344	344	345	347	350	353	357
WNiP	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	32	31	51	63	66	64	57	50	45	40	36	33	30	28	27
Długoterminowe aktywa finansowe	146	120	81	215	182	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187
Pozostałe aktywa trwałe	84	66	133	122	91	98	102	107	112	117	122	127	132	137	143
Aktywa obrotowe	1,012	1,098	1,285	978	1,122	1,299	1,301	1,322	1,328	1,327	1,318	1,308	1,297	1,285	1,273
Zapasy	724	854	1,008	768	812	925	964	1,003	1,021	1,048	1,076	1,103	1,130	1,155	1,181
Należności handlowe	46	53	48	37	21	34	34	31	33	33	34	34	35	36	37
Środki pieniężne	176	191	218	168	287	318	281	266	253	224	187	149	110	72	33
Pozostałe aktywa obrotowe	66	0	11	4	3	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Aktywa razem	1,275	1,314	1,550	1,377	1,461	1,649	1,647	1,667	1,672	1,671	1,664	1,656	1,647	1,638	1,630
Kapitał	483	557	613	655	710	706	733	750	772	793	806	819	832	846	859
Mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Zob. długoterminowe	326	259	296	412	366	500	448	421	393	366	338	311	283	256	228
Kredyty, pożyczki i leasing	294	233	272	383	334	464	413	385	358	330	303	275	248	220	193
Pozostałe zob. długoterminowe	32	26	24	28	32	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
Zob. krótkoterminowe	465	498	641	311	385	443	466	496	507	513	520	526	532	537	542
Zobowiązania handlowe	51	53	58	46	39	52	52	48	50	50	51	53	54	55	57
Kredyty, pożyczki i leasing	147	143	95	31	128	67	55	52	48	45	41	38	35	31	28
Pozostałe zob. krótkoterminowe	267	302	488	233	217	324	359	397	409	418	427	435	443	450	457
Pasywa razem	1,275	1,314	1,550	1,377	1,461	1,649	1,647	1,667	1,672	1,671	1,664	1,656	1,647	1,638	1,630
Dług (PLN m)	441	376	367	415	462	532	468	437	406	375	344	313	282	252	221
Dług netto (PLN m)	265	185	149	246	175	214	187	171	153	151	157	164	172	179	188

Rachunek przepł. (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przepływy z dział. oper.	-27	-49	67	85	64	64	58	50	47	32	31	31	30	30	29
Wynik brutto	90	100	114	111	69	50	58	50	52	52	53	53	54	54	54
Amortyzacja	3	3	3	1	10	10	10	9	8	7	6	6	5	5	4
Zmiana kapitału obrotowego	-45	-93	12	12	-26	13	-4	-2	-6	-18	-18	-18	-19	-17	-18
Pozostałe	-75	-58	-62	-39	12	-10	-6	-7	-8	-8	-9	-10	-11	-11	-12
Przepływy z dział. inwest.	45	124	13	-50	30	-20	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3
CAPEX	-91	-25	-75	-53	-5	-4	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3
Pozostałe	136	149	87	3	35	-17	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z dział. finan.	5	-60	-52	-84	24	-12	-92	-62	-58	-58	-66	-66	-66	-66	-65
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Zmiana długu	26	-35	5	-9	59	59	-64	-31	-31	-31	-31	-31	-31	-31	-31
Dywidendy dla akcjonariuszy	0	-7	-40	-47	0	-44	-20	-24	-20	-21	-29	-30	-30	-30	-31
Pozostałe	-22	-18	-17	-28	-35	-26	-9	-8	-7	-6	-6	-5	-5	-4	-5
Zmiana gotówki	23	15	27	-50	118	31	-37	-15	-14	-28	-37	-38	-39	-38	-39
Śr. pieniężne na koniec okr.	176	191	218	168	287	318	281	266	253	224	187	149	110	72	33

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 dywidend), 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 kwietnia 2024 – 30 czerwca 2024)

	Liczba	%
Kup	25	76%
Trzymaj	6	18%
Sprzedaj	2	6%
Suma	33	100%

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
20/03/2024	KUPUJ	PLN 11.15 (skorygowane 2 maja do PLN 10.09 o DPS PLN 1.06)	PLN 8.26	Adrian Górniak
29/08/2024	KUPUJ	PLN 9.30	PLN 7.06	Adrian Górniak