

Marvipol Development

Pogłoski o cięciach stóp wsparciem dla sentymentu

Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i wyznaczamy wartość godziwą na poziomie PLN 8.91/akcję (poprzednio PLN 8.93/akcję; uwzględniamy wyższy niż prognozowany wcześniej dług netto na koniec 2024 roku w wycenie; z drugiej strony, jesteśmy bardziej optymistyczni w kwestii marży brutto – koszty budowlane wykazuje bardziej korzystne tendencje; ponadto, obniżyliśmy stopę wolną od ryzyka z 5.5% do 5.0% w kalkulacji WACC). Wskazujemy na silne momentum wynikowe w 225E roku (zaczynając od 2Q25E), dzięki harmonogramom budów (spółka będzie kończyła budowę 674 lokali i spodziewamy się, że MVP wyda 601 mieszkań; obecnie przedsprzedane, ale nie wydane są 484 mieszkania). Dlatego też, szacujemy że wynik netto wzrośnie z PLN 32m w 2024 roku do PLN 45m w 2025E. Oczekujemy też poprawy kontraktacji w 2025E roku do 510 lokali (+19% r/r). Zwracamy uwagę, że sentyment do branży (nie tylko do MVP) może ulec poprawie dzięki potencjalnym szybszym obniżkom stóp procentowych. Spółka jest obecnie wyceniana z dyskontem względem grupy porównawczej polskich deweloperów zarówno w przypadku P/E (5.9x w 2025E i 5.6x w 2026E, co implikuje odpowiednio dyskonto na poziomie 35% i 33%) oraz P/BV (2025E-26E P/BV wynosi ok. 0.4-0.4x, 78% dyskonto względem mediany spółek porównawczych).

Kontraktacja 1Q25 pozytywnym wyznacznikiem dla wolumenów 2025E. Po słabym odczuciu w 4Q24 (MVP zakontraktował tylko 67 mieszkań), deweloper znacząco poprawił wolumeny i przedsprzedał 87 lokali. Wierzymy, że dołek przypadł na 4Q24 i że pozytywny trend się utrzyma w kolejnych kwartałach, zwłaszcza że pojawiły się dywagacje dotyczące szybszych obniżek stóp procentowych. Obecnie prognozujemy, że MVP zakontraktuje 510 mieszkań w 2025E, vs. 430 lokali w 2024 roku.

Korzystne harmonogramy wsparciem dla wyników 2025E. Uwzględniając harmonogramy projektów, deweloper zakończy budowę 674 lokali, w tym 280 szt. w projekcie In Place II (start wydań w 2Q25E), 178 szt. w Trio Park (także 2Q25E) i 127 szt. w Gardenia Lagom II (3Q25E). Zwracamy uwagę, że 484 lokali było już zakontraktowanych na koniec 4Q24. Prognozujemy, że MVP zwiększy przekazania z 571 lokali w 2024 do 601 mieszkań w 2025E, i poprawi wynik netto z PLN 32m w 2024 do PLN 45m w 2025E.

Potencjalne dezinvestycje w segmencie magazynowym wsparciem dla pozycji gotówkowej. Deweloper posiada obecnie jeden istniejący obiekt magazynowy w Poznaniu (szacujemy wartość PLN 74.0m), jeden obiekt w realizacji (Łódź III) oraz kolejne dwa projekty w przygotowaniu, które są przeznaczone do sprzedaży. Dla przypomnienia, grupa dokonała sprzedaży obiektu w Warszawie. Potencjalne dezinvestycje wzmocniłyby dodatkowo mocną pozycję bilansową spółki (wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 0.4x na koniec 4Q24) i politykę dywidendową (zakładamy regularne wypłaty 50-70% zysku netto grupy).

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

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	589	378	462	496	472	485
EBITDA	122	91	64	79	73	73
EBIT	122	81	53	69	63	65
Wynik netto	90	55	32	45	48	49
P/E (x)	3.0	4.8	8.4	5.9	5.6	5.4
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE (%)	14%	8%	5%	6%	6%	6%
DPS (PLN)	1.14	0.00	1.06	0.38	0.54	0.57
Stopa dywidendy (%)	17.8%	0.0%	16.6%	5.9%	8.5%	8.9%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Deweloperzy

Marvipol Development KUPUJ

FV PLN 8.91 z PLN 8.93

39.2% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 4 kwietnia 2025 PLN 6.40

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	41.7
Kapitalizacja (EUR m)	62.9
12M śr. dzienny wolumen (k)	15.9
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.03
12M max/min (PLN)	9.94/5.52
Waga w WIG	0.02%
Reuters	MVP.WA
Bloomberg	MVP.PW

Stopy zwrotu

1M	-4.2%
3M	+2.6%
12M	-20.0%

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 8.91

Kapitalizacja EUR 63m

Potencjał wzrostu +39.2%

Mnożniki wyceny	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	4.8	8.4	5.9	5.6	5.4
EV/EBITDA (x)	4.9	8.4	6.6	7.3	7.3
EV/Przychody (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Stopa FCFE (%)	23%	-14%	11%	6%	8%
DY (%)	0%	17%	6%	8%	9%

Na akcję	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m szt.)	41.7	41.7	41.7	41.7	41.7
EPS (PLN)	1.3	0.8	1.1	1.1	1.2
BVPS (PLN)	17.0	16.7	17.4	18.0	18.5
FCFPS (PLN)	1.5	-0.9	0.7	0.4	0.5
DPS (PLN)	0.00	1.06	0.38	0.54	0.57

Dynamika r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	-35.9%	22.3%	7.5%	-4.8%	2.8%
Wynik brutto ze sprz.	-17.1%	-25.2%	32.6%	-8.1%	2.5%
EBITDA	-25.9%	-29.5%	24.1%	-7.6%	0.2%
EBIT	-33.4%	-34.3%	28.9%	-7.8%	2.2%
Wynik netto	-38.5%	-42.6%	42.4%	5.6%	3.0%

Wskaźniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża brutto (%)	31.4%	19.2%	23.7%	22.9%	22.8%
Marża EBITDA (%)	24.0%	13.8%	16.0%	15.5%	15.1%
Marża EBIT (%)	21.5%	11.5%	13.8%	13.4%	13.3%
Marża netto (%)	14.6%	6.9%	9.1%	10.1%	10.1%
Dług netto / EBITDA (x)	1.9	4.3	3.3	3.6	3.7
Dług netto / Kapitał (x)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
Dług netto / Aktywa (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	7.8%	4.5%	6.2%	6.3%	6.3%
ROA (%)	3.8%	2.0%	2.7%	2.7%	2.8%
ROIC (%)	7.1%	4.2%	5.4%	4.8%	4.8%

Założenia	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody - mieszk. (Pl)	328	402	456	432	435
zmiana r/r	-32%	23%	13%	-5%	1%
Kontrakcja (szt.)	661	430	510	594	608
zmiana r/r	219%	-35%	19%	16%	2%
Przekazania (szt.)	423	571	601	616	618
zmiana r/r	-54%	35%	5%	2%	0%
Śr.cena lokalu (PLNk)*	776	705	760	702	704
zmiana r/r	47%	-9%	8%	-8%	0%

RZIS (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	589	378	462	496	472	485
Koszt własny sprzedaży	-446	-259	-373	-379	-364	-375
Wynik brutto ze sprzedaży	143	118	89	117	108	111
Koszty sprzedaży i zarządu	-44	-38	-50	-52	-49	-50
Wynik netto ze sprzedaży	99	80	39	66	59	60
Udział w zyskach wsp. przeds.	22	-4	3	3	5	5
Pozostałe przychody/koszty	0	5	11	0	0	0
EBITDA	122	91	64	79	73	73
EBIT	122	81	53	69	63	65
Koszty finansowe netto	-11	-12	-14	-13	-4	-4
Wynik przed opodatkowaniem	111	69	39	56	59	61
Podatek dochodowy	-21	-13	-8	-11	-11	-12
Wynik netto	90	55	32	45	48	49

Bilans (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	400	339	302	357	415	443
WNiP	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	63	66	68	60	52	46
Długoterminowe aktywa finansow	215	182	137	137	137	137
Pozostałe aktywa trwałe	122	91	97	160	225	260
Aktywa obrotowe	978	1,122	1,281	1,302	1,337	1,337
Zapasy	768	812	977	988	1,015	1,022
Należności handlowe	37	21	46	50	47	49
Środki pieniężne	168	287	258	263	274	266
Pozostałe aktywa obrotowe	4	3	0	0	0	0
Aktywa razem	1,377	1,461	1,584	1,659	1,751	1,780
Kapitał	655	710	698	727	752	778
Mniejszości	0	1	2	3	4	5
Zob. długoterminowe	412	366	489	494	516	514
Kredyty, pożyczki i leasing	383	334	449	454	476	474
Pozostałe zob. długoterminowe	28	32	40	40	40	40
Zob. krótkoterminowe	311	385	396	437	483	489
Zobowiązania handlowe	46	39	49	52	50	51
Kredyty, pożyczki i leasing	31	128	81	68	64	60
Pozostałe zob. krótkoterminowe	233	217	267	317	369	377
Pasywa razem	1,377	1,461	1,584	1,659	1,751	1,780
Cykl konwersji gotówki (dni)	465	757	760	715	772	756
Dług (PLN m)	415	462	530	523	540	534
Dług netto (PLN m)	246	175	272	259	266	268

Rachunek przepł. (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy z dział. oper.	85	64	-41	109	90	66
Wynik brutto	111	69	39	56	59	61
Amortyzacja	1	10	11	11	10	9
Zmiana kapitału obrotowego	12	-26	-102	38	25	1
Pozostałe	-39	12	11	4	-5	-5
Przepływy z dział. inwest.	-50	30	48	-62	-62	-32
CAPEX	-53	-5	-4	-62	-62	-32
Pozostałe	3	35	52	0	0	0
Przepływy z dział. finan.	-84	24	-36	-41	-16	-42
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-9	59	53	-7	18	-6
Dywidendy dla akcjonariuszy	-47	0	-44	-16	-23	-24
Odsetki zapłacone	-26	-34	-44	-18	-12	-11
Pozostałe	-2	-1	-1	0	0	0
Zmiana gotówki	-50	118	-29	5	11	-8
Śr. pieniężne na koniec okr.	168	287	258	263	274	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 4Q24.....	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%	9.16	43.1%
Segment mieszkaniowy (metoda DCF; EV segmentu)		10.35	
Segment logistyczny (wart. rynkowa istniejących oraz planowanych projektów)		5.20	
Dług netto 2023		-6.43	
Dywidenda wypłacona w 2024E		0.00	
DDM wartość godziwa (PLN/akcję)	20%	7.89	23.3%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	18.57	190.1%
Wartość godziwa (PLN/akcję)		8.91	39.2%

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 2024 roku.

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych segmentu mieszkaniowego opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2025E-34E (więcej w: „Prognozy finansowe”). Zakładamy stopę wolną od ryzyka w wysokości 5.0%, premię za ryzyko na poziomie 5.5%, betę odl. w wysokości 1.0x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 1.0%.

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

DCF (PLNm)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezydualny
Przychody	496	472	485	496	511	525	540	553	567	580	586
EBIT	65	58	60	60	62	63	64	65	67	68	70
Podatek	-12	-11	-11	-11	-12	-12	-12	-12	-13	-13	-13
NOPLAT	53	47	48	49	50	51	52	53	54	55	57
Amortyzacja	11	10	9	8	7	6	6	5	5	4	3
CAPEX	-62	-62	-32	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Zmiana w kapitale obrotowym	38	25	1	-9	-10	-10	-10	-9	-10	-10	-4
FCF	39	20	26	45	45	45	45	47	46	47	53
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
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 odlewarowana	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Beta lewarowana	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	12.5%	12.5%	12.4%	12.2%	12.1%	12.0%	11.8%	11.7%	11.6%	11.5%	11.5%
Koszt długu przed opodatkowaniem	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
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%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Waga długu	31.3%	30.6%	29.8%	28.0%	26.4%	24.7%	23.1%	21.4%	19.8%	18.1%	18.1%
Waga kapitału	68.7%	69.4%	70.2%	72.0%	73.6%	75.3%	76.9%	78.6%	80.2%	81.9%	81.9%
WACC	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.8%	10.8%	10.8%
Stopa dyskontowa	93%	83%	75%	68%	61%	55%	50%	45%	41%	37%	
Wartość bieżąca FCF	37	17	20	31	27	25	22	21	19	17	
Suma wartości bieżących FCF	235										
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%										
Wartość rezydualna	537										
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	198										
EV	433										
EV na akcję (PLN)	10.39										
Wrażliwość DCF (PLN)											
Wzrost w okresie rezydualnym											
0.0%						10.93	10.39	9.95	9.59	9.28	
1.0%						11.61	10.93	10.39	9.95	9.59	
2.0%						12.49	11.61	10.93	10.39	9.95	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *uwzględniamy CAPEX (PLN 150m) i wyniki hotelu projektu Chmielna 78

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)*
Poznań	61.0	3.8	93%	2.6	11.1	6.75%	45%	17.3	74.0
Razem	61.0	3.8	93%	2.6	11.1	6.75%	45%	17.3	74.0
Projekty planowane**									143.0
Wartość łączna na akcję									217.0 <i>5,21</i>

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, spółka wypłaciła PLN 1.06/akcję z zysków z 2023 roku. W naszym modelu zakładamy, że grupa powróci do regularnych wypłat dywidend przy 50-70% stopniu wypłaty dywidendy w długiej perspektywie czasowej.

Tabela 4. Marvipol Development – Wycena DDM (PLNm)

DDM	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres Rezydualny
DPS (PLN/akcję)	0.38	0.54	0.57	0.59	0.84	0.87	0.89	0.91	0.92	0.94	1.16
Koszt kapitału	12.5%	12.5%	12.4%	12.2%	12.1%	12.0%	11.8%	11.7%	11.6%	11.5%	11.5%
Stopa dyskontowa	92%	82%	73%	65%	58%	52%	47%	42%	38%	35%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.35	0.44	0.42	0.38	0.49	0.45	0.42	0.38	0.35	0.33	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)											4.01
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję)											3.88
Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję)											7.89

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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 2025E-27E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 5.9/5.6/5.4x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 78% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. Marvipol Development – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Dom Development	3,947	9.1	8.3	8.3	3.0	2.6	2.3
Atal	2,156	7.8	8.3	7.6	1.4	1.3	1.3
Develia	2,447	8.2	7.9	7.6	1.9	1.8	1.7
Develia	1,626	10.1	15.1	12.8	0.7	0.7	0.7
Lokum Deweloper	418	24.3	14.5	5.5	1.7	1.6	1.3
Mediana		9.1	8.3	7.6	1.7	1.6	1.3
Marvipol Development	267	5.9	5.6	5.4	0.4	0.4	0.3
Premia/dyskonto (%)		-35%	-33%	-29%	-78%	-78%	-74%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		9.91	9.50	8.97	29.43	29.09	24.50
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)		18.57					

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

1Q25E bez większego wpływu na całoroczne wyniki: MVP zaraportował wolumeny 2 kwietnia. Kontraktacja wyniosła 87 mieszkań, co oznacza spadek r/r (144 zakontraktowane mieszkania w 1Q24, wpływ programu BK2%), ale w ujęciu kwartalnym zaobserwowano mocną poprawę (zakładamy, że 4Q24 był dołkiem przedsprzedaży). W odniesieniu do przekazania, z racji niekorzystnych harmonogramów budów, spółka wydała jedynie 18 lokali (vs. 14 sztuk w 1Q24). Dlatego też, nie spodziewamy się poprawy wyników. Szacujemy, że przychody wyniosły PLN 31m (wliczając PLN 21m z mieszkaniówki i PLN 10m w segmencie 'pozostałe'). Oczekujemy, że EBIT wyniesie PLN -2m, a strata netto może być bliska PLN -4m (vs. PLN -5m w 1Q24).

Wyniki i wolumeny w 2025E na wzrostowej ścieżce: W naszym modelu zakładamy, że kontraktacja w 2025E wzrośnie o 19% r/r, dzięki zwiększeniu oferty do 691 lokali (na koniec 4Q24) i oczekiwanym obniżkom stóp procentowych w 2H25E. Prognozujemy, że przekazania zwiększą się o 5% r/r do 601 lokali (dzięki wydaniom z inwestycji Gardenia Lagom II, Trio Park i In Place II), przy równoczesnym wzroście marży brutto (do 23.7%, +4.5p.p. r/r). Szacujemy, że wynik netto w 2025E wzrośnie do PLN 45m (vs. PLN 32m w 2024).

Rynek magazynowy: Rynek inwestycyjny nie uległ odbudowie, ale sentyment rynkowy powinien ulec poprawie w 2025E, dzięki zakładanej stabilizacji stóp kapitalizacji. Spółka podtrzymuje zapowiedzi sprzedaży istniejących obiektów magazynowych. Zwracamy uwagę, że Marvicol zbył projekt magazynowy zlokalizowany w Warszawie w 4Q24.

Tabela 6. Marvicol Development – prognozy wyników w 1Q25E-4Q25E (PLNm)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
Przychody	122	205	85	177	71	197	87	22	26	40	121	274	31	89	209	167
Wynik brutto ze sprzedaży	30	42	21	50	14	64	32	8	5	13	23	47	8	21	52	37
Wynik netto ze sprzedaży	20	30	12	37	7	54	22	-3	-5	1	9	33	-3	9	38	22
EBITDA	34	36	21	32	9	60	25	-3	-1	5	17	44	1	12	41	25
EBIT	33	34	18	36	7	58	22	-6	-4	2	14	41	-2	9	39	23
Wynik brutto	35	28	23	26	6	50	31	-18	-6	3	6	36	-5	6	35	20
Wynik netto	29	25	19	17	6	40	24	-14	-5	1	6	30	-4	5	28	17
Marża brutto	24.3%	20.3%	25.0%	28.5%	19.8%	32.3%	37.2%	37.2%	20.9%	32.3%	18.9%	17.3%	24.8%	23.4%	24.8%	22.2%
Marża EBITDA	27.7%	17.8%	24.1%	17.9%	13.2%	30.4%	28.4%	n.a.	n.a.	11.4%	13.6%	16.1%	2.5%	13.6%	19.6%	15.1%
Marża EBIT	27.0%	16.8%	21.4%	20.4%	9.9%	29.2%	25.6%	n.a.	n.a.	4.9%	11.3%	15.0%	n.a.	10.6%	18.4%	13.6%
Marża netto	23.9%	12.1%	22.2%	9.6%	8.0%	20.1%	28.0%	n.a.	n.a.	3.3%	4.6%	11.0%	n.a.	5.1%	13.4%	9.9%
Kontraktacja (szt.)	67	41	44	55	107	141	213	200	144	110	109	67	87	126	138	159
Przekazania (szt.)	224	317	73	296	103	278	37	5	14	18	163	376	18	106	244	232
Cena lokalu (PLNk)	403	476	1,031	559	580	656	2,058	2,037	821	1,297	659	692	1,163	744	816	677

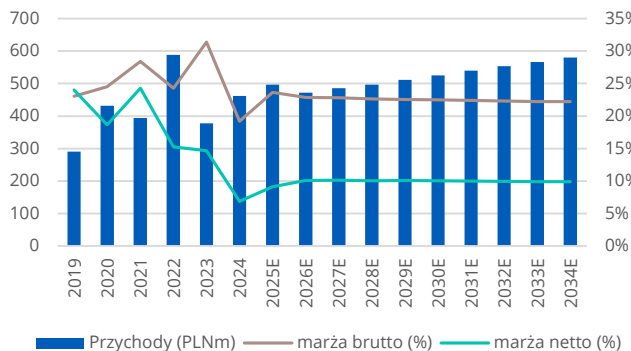
Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 7. Marvicol Development – prognozy wyników w latach 2025E-34E (PLNm)

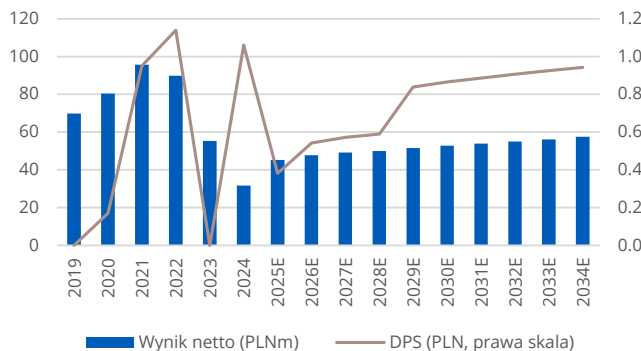
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody	394	589	378	462	496	472	485	496	511	525	540	553	567	580
Wynik brutto ze sprzedaży	112	143	118	89	117	108	111	112	115	118	121	124	126	129
EBITDA	120	122	91	64	79	73	73	73	74	74	75	76	77	78
EBIT	116	122	81	53	69	63	65	65	67	68	69	71	72	73
Wynik brutto	114	111	69	39	56	59	61	62	64	65	67	68	69	71
Wynik netto	96	90	55	32	45	48	49	50	51	53	54	55	56	57
Marża brutto	28.4%	24.3%	31.4%	19.2%	23.7%	22.9%	22.8%	22.6%	22.6%	22.5%	22.4%	22.3%	22.2%	22.2%
Marża EBITDA	30.4%	20.8%	24.0%	13.8%	16.0%	15.5%	15.1%	14.7%	14.4%	14.1%	13.9%	13.7%	13.5%	13.4%
Marża EBIT	29.6%	20.7%	21.5%	11.5%	13.8%	13.4%	13.3%	13.1%	13.1%	13.0%	12.9%	12.8%	12.7%	12.7%
Marża netto	24.3%	15.3%	14.6%	6.9%	9.1%	10.1%	10.1%	10.0%	10.1%	10.0%	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%
Kontraktacja (szt.)	376	207	661	430	510	594	608	622	635	647	659	669	680	691
Przekazania (szt.)	554	910	423	571	601	616	618	609	620	631	641	651	660	669
Cena lokalu (PLNk)	651	529	776	705	760	702	704	715	725	734	744	753	763	771
DPS (PLN)	0.95	1.14	0.00	1.06	0.38	0.54	0.57	0.59	0.84	0.87	0.89	0.91	0.92	0.94
DY (%)	14.2%	17.0%	0.0%	15.8%	5.8%	8.2%	8.7%	8.9%	12.7%	13.1%	13.4%	13.7%	14.0%	14.3%
Dług netto (PLNm)	129	239	170	268	255	262	264	248	241	236	231	225	221	217
DN/BV (x)	0.2	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE (%)	16%	14%	8%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wykres 8. Marvipol Development – marże brutto i netto (%)

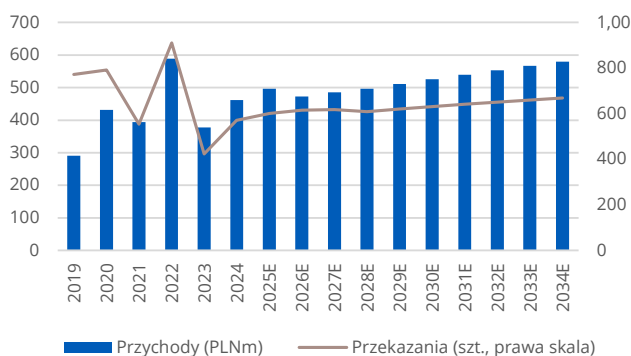


Wykres 9. Marvipol Development – DPS (PLN) na tle zysku netto (PLNm)

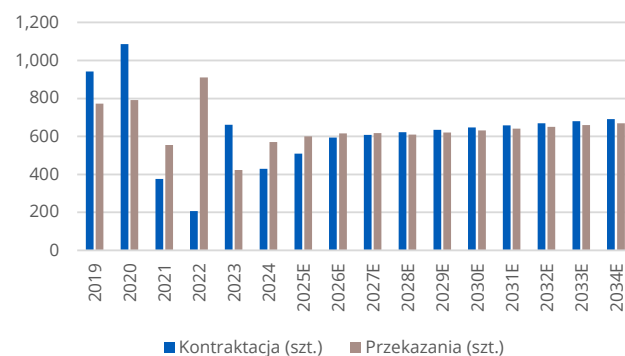


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 10. Marvipol Development – przekazania (szt.) na tle przychodów (PLNm)

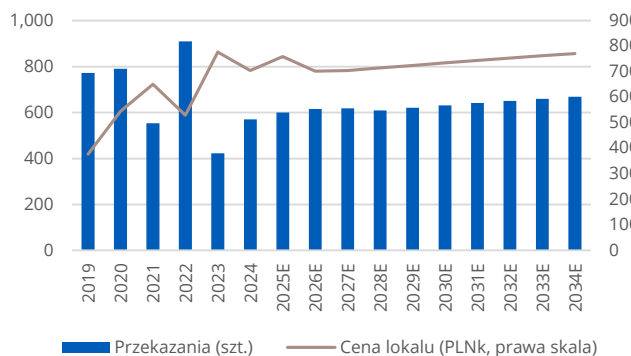


Wykres 11. Marvipol Development – porównanie kontraktacji i przekazania (szt.)

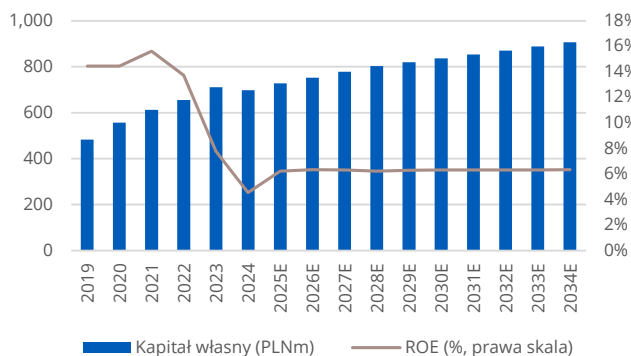


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 12. Marvipol Development – średnia cena mieszkania (tys. PLN)



Wykres 13. Marvipol Development - ROE (%)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 14. Marvipol Development – zmiana prognoz wyników w latach 2025E-27E (PLNm)

	2025E			2026E			2027E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	496	509	-2%	472	481	-2%	485	486	0%
EBITDA	79	77	3%	73	67	9%	73	66	11%
EBIT	69	66	4%	63	57	11%	65	58	12%
Wynik netto	45	49	-8%	48	47	1%	49	48	2%
marża EBITDA	16.0%	15.1%		15.5%	13.9%		15.1%	13.6%	
marża EBIT	13.8%	13.0%		13.4%	11.9%		13.3%	11.9%	
marża netto	9.1%	9.6%		10.1%	9.8%		10.1%	9.9%	

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Omówienie wyników 4Q24

Spółka opublikowała wyniki za 4Q24 w dniu 21. marca. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

Dane wolumenowe: Spółka przekazała klientom 376 lokali (vs. 5 mieszkań w 4Q23) i zakontraktowała 67 mieszkań (-67% r/r, -39% q/q) w 4Q24.

Przychody: Marvipol Development zaraportował PLN 274.4m przychodów (vs. PLN 22.5m w 4Q23). Rezultat jest efektem większej liczby wydań i spadku średniej ceny przekazywanego lokalu do PLN 692k (wskazujemy na jednorazowo korzystny mix wydań w 4Q23).

Marża brutto: W 4Q24 rentowność spadła r/r i wyniosła 17.3%, w tym 17.2% w segmencie mieszkaniowym i 19.1% w „Pozostałe”. Wskazujemy na nadzwyczajnie wysoką bazę w części mieszkaniowej w 4Q23 (>60%).

Koszty SG&A: Koszty SG&A wyniosły PLN 14.4m (vs. PLN 11.1m w 4Q23). Wskaźnik koszty SG&A/przychody był bliski do 5.2%.

EBITDA: EBITDA ukształtowała się na poziomie PLN 44.1m (vs. PLN -3.4m w 4Q23).

Wynik netto: Zysk netto wyniósł PLN 30.2m (vs. PLN 14.3m straty w 4Q23).

Przepływy z działalności operacyjnej: Marvipol Development wykazał przepływy w kwocie PLN -110.6m (vs. PLN 13.4m w 4Q23; negatywne zmiany w kapitale obrotowym).

Dług netto: Wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnął poziom 4.2x a wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0.4x. Na koniec 4Q24 spółka dysponowała środkami pieniężnymi w kwocie PLN 258m.

Tabela 15. Marvipol Development – podsumowanie wyników 4Q24 (PLNm)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	r/r	q/q	IPO	odch. (%)
Przychody	70.8	197.2	87.0	22.5	25.7	40.3	121.2	274.4	1121%	126%	269.3	2%
Wynik brutto ze sprz.	14.0	63.8	32.3	8.4	5.4	13.0	22.9	47.4	467%	107%	47.5	0%
Wynik netto ze sprz.	6.6	53.9	22.4	-2.7	-5.0	1.4	9.5	33.0	n.a.	249%	34.1	-3%
EBITDA	9.3	59.9	24.7	-3.4	-1.3	4.6	16.5	44.1	n.a.	167%	37.5	18%
EBIT	7.0	57.5	22.3	-5.8	-3.7	2.0	13.8	41.3	n.a.	200%	34.7	19%
Wynik brutto	6.5	49.7	30.8	-18.4	-6.4	2.9	6.4	36.5	n.a.	466%	33.2	10%
Wynik netto	5.7	39.6	24.3	-14.3	-5.4	1.3	5.6	30.2	n.a.	439%	26.9	12%
Marża brutto ze sprz.	19.8%	32.3%	37.2%	37.2%	20.9%	32.3%	18.9%	17.3%			17.6%	
Marża EBITDA	13.2%	30.4%	28.4%	n.a.	n.a.	11.4%	13.6%	16.1%			13.9%	
Marża EBIT	9.9%	29.2%	25.6%	n.a.	n.a.	4.9%	11.3%	15.0%			12.9%	
Marża netto	8.0%	20.1%	28.0%	n.a.	n.a.	3.3%	4.6%	11.0%			10.0%	
Kontraktacja (szt.)	107	141	213	200	144	110	109	67	-67%	-39%	67	0%
Przekazania (szt.)	103	278	37	5	14	18	163	376	7420%	131%	376	0%
Śr.cena lokalu (PLNk)	580	656	2,058	2,037	821	1,297	659	692	-66%	5%	690	0%
CFO	-3.6	41.3	13.3	13.4	48.6	69.5	-48.0	-110.6				
CFI	-1.8	-3.7	-8.4	43.8	0.3	-18.6	19.4	47.1				
CFF	-10.0	-0.9	40.1	-5.2	-16.2	22.3	2.0	-44.5				
Dług netto	256.8	206.8	215.4	170.2	136.5	147.3	191.2	267.9				
Dług netto/EBITDA	2.6	1.7	1.7	1.9	1.7	6.0	11.6	4.2				
Dług netto/BV	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4				

Źródło: Spółka, 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 207, 661 i 430 mieszkań w latach 2022-24, z racji mniejszej oferty oraz wspomnianego spadku popytu. Deweloper przekazał klientom 571 lokale w 2024, w porównaniu z 423 mieszkaniami w 2023 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 złożonych wniosków o hipoteki 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 2024 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. 21-22% (vs. długoterminowa średnia historyczna na poziomie 24.0%).
- **Ryzyka dotyczące rynku magazynowego.** Działalność logistyczna jest uzupełnieniem modelu biznesowego grupy. Na koniec 4Q24, Marvipol miał zainwestowane ok. PLN 124m 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 2025E.

Kluczowe dane finansowe

Tabela 16. Marvipol Development – dane finansowe 2020-2034E

RZiS (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody	431	394	589	378	462	496	472	485	496	511	525	540	553	567	580
Koszt własny sprzedaży	-326	-282	-446	-259	-373	-379	-364	-375	-384	-396	-407	-419	-430	-441	-451
Wynik brutto ze sprzedaży	106	112	143	118	89	117	108	111	112	115	118	121	124	126	129
Koszty sprzedaży i zarządu	-47	-41	-44	-38	-50	-52	-49	-50	-52	-53	-55	-56	-58	-59	-60
Wynik netto ze sprzedaży	59	71	99	80	39	66	59	60	61	62	63	65	66	67	69
Udział w zyskach wsp. przeds.	30	39	22	-4	3	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Pozostałe przychody/koszty	1	7	0	5	11	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	93	119	122	91	64	79	73	73	73	74	74	75	76	77	78
EBIT	90	116	122	81	53	69	63	65	65	67	68	69	71	72	73
Koszty finansowe netto	10	-3	-11	-12	-14	-13	-4	-4	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-2
Wynik przed opodatkowaniem	100	114	111	69	39	56	59	61	62	64	65	67	68	69	71
Podatek dochodowy	-19	-18	-21	-13	-8	-11	-11	-12	-12	-12	-12	-13	-13	-13	-13
Wynik netto	80	96	90	55	32	45	48	49	50	51	53	54	55	56	57

Bilans (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Aktywa trwałe	216	264	400	339	302	357	415	443	443	444	446	448	451	455	459
WNiP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	31	51	63	66	68	60	52	46	41	36	33	30	28	26	25
Długoterminowe aktywa finansowe	120	81	215	182	137	137	137	137	137	137	137	137	137	137	137
Pozostałe aktywa trwałe	66	133	122	91	97	160	225	260	265	270	276	281	286	291	297
Aktywa obrotowe	1,098	1,285	978	1,122	1,281	1,302	1,337	1,337	1,342	1,337	1,331	1,323	1,316	1,308	1,300
Zapasy	854	1,008	768	812	977	988	1,015	1,022	1,040	1,057	1,075	1,092	1,107	1,124	1,140
Należności handlowe	53	48	37	21	46	50	47	49	50	51	53	54	55	57	58
Środki pieniężne	191	218	168	287	258	263	274	266	252	228	203	178	153	127	102
Pozostałe aktywa obrotowe	0	11	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	1,314	1,550	1,377	1,461	1,584	1,659	1,751	1,780	1,785	1,781	1,777	1,772	1,767	1,763	1,758
Kapitał	557	613	655	710	698	727	752	778	803	820	836	853	871	888	906
Mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	259	296	412	366	489	494	516	514	487	461	435	408	382	356	329
Kredyty, pożyczki i leasing	233	272	383	334	449	454	476	474	447	421	395	368	342	316	289
Pozostałe zob. długoterminowe	26	24	28	32	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Zob. krótkoterminowe	498	641	311	385	396	437	483	489	495	500	506	510	514	519	523
Zobowiązania handlowe	53	58	46	39	49	52	50	51	52	54	55	57	58	60	61
Kredyty, pożyczki i leasing	143	95	31	128	81	68	64	60	57	53	49	45	41	37	33
Pozostałe zob. krótkoterminowe	302	488	233	217	267	317	369	377	386	394	402	409	416	422	429
Pasywa razem	1,314	1,550	1,377	1,461	1,584	1,659	1,751	1,780	1,785	1,781	1,777	1,772	1,767	1,763	1,758
Dług (PLN m)	376	367	415	462	530	523	540	534	504	473	443	413	383	352	322
Dług netto (PLN m)	185	149	246	175	272	259	266	268	252	245	240	235	229	225	221

Rachunek przepł. (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przepływy z dział. oper.	-49	67	85	64	-41	109	90	66	55	54	54	53	54	53	54
Wynik brutto	100	114	111	69	39	56	59	61	62	64	65	67	68	69	71
Amortyzacja	3	3	1	10	11	11	10	9	8	7	6	6	5	5	4
Zmiana kapitału obrotowego	-93	12	12	-26	-102	38	25	1	-9	-10	-10	-10	-9	-10	-10
Pozostałe	-58	-62	-39	12	11	4	-5	-5	-6	-7	-8	-9	-10	-11	-12
Przepływy z dział. inwest.	124	13	-50	30	48	-62	-62	-32	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
CAPEX	-25	-75	-53	-5	-4	-62	-62	-32	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Pozostałe	149	87	3	35	52	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z dział. finan.	-60	-52	-84	24	-36	-41	-16	-42	-66	-75	-76	-76	-76	-76	-76
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-35	5	-9	59	53	-7	18	-6	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30
Dywidendy dla akcjonariuszy	-7	-40	-47	0	-44	-16	-23	-24	-25	-35	-36	-37	-38	-39	-39
Pozostałe	-18	-17	-28	-35	-45	-18	-12	-11	-11	-10	-10	-9	-8	-8	-7
Zmiana gotówki	15	27	-50	118	-29	5	11	-8	-14	-24	-25	-26	-25	-26	-26
Śr. pieniężne na koniec okr.	191	218	168	287	258	263	274	266	252	228	203	178	153	127	102

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 stycznia 2025 – 31 marca 2025)

	Liczba	%
Kup	13	81%
Trzymaj	1	6%
Sprzedaj	2	13%
Suma	16	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
11/12/2024	KUPUJ	PLN 8.93	PLN 6.12	Adrian Górniak
07/04/2025	KUPUJ	PLN 8.91	PLN 6.40	Adrian Górniak