

# Marvipol Development

## Powrót do wypłaty dywidend na horyzoncie

Utrzymujemy nasze pozytywne podejście względem Marvipol Development i ponownie wydajemy zalecenie KUPUJ, wyznaczając wartość godziwą akcji na poziomie PLN 11.15 (poprzednio PLN 10.07). Bierzymy pod uwagę: 1) zmiany w poziomie kontraktacji, 2) propozycję zarządu dla tegorocznej dywidendy, 3) niższy dług netto na koniec 2023 roku (efekt sprzedaży aktywów logistycznych oraz bardziej korzystnych zmian w kapitale obrotowym), oraz 4) zaktualizowany WACC. Uwzględniając dalszą odbudowę popytu oraz ogłoszoną rozbudowę oferty w 2024E roku, podnieśliśmy szacunki dotyczące przedsprzedaży o 4% w 2024E oraz o 3% w 2025E. Zwracamy uwagę na propozycję wypłaty dywidendy w wysokości PLN 1.06/akcję, co implikuje 12.9% stopę dywidendy, i wierzymy, że grupa będzie kontynuowała wypłaty w kolejnych latach. Doceniamy też mocną pozycję gotówkową i potencjalne dezinwestycje w obszarze magazynowym. W oparciu o nasze prognozy, spółka jest obecnie wyceniana na mnożniku P/E 8.5x w 2024E oraz 6.3x w 2025E (co implikuje dyskonto względem krajowych deweloperów), oraz 0.5x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2024E-25E.

**Spadek wyników w 2024E i silna odbudowa w 2025E.** Podtrzymujemy nasze oczekiwania o spadku wyników w 2024E roku, wynikające z zakończenia budów tylko trzech inwestycji. Szacujemy, że grupa zaraportuje marżę brutto rzędu 20.1% (vs. 31.4% w 2023 roku) oraz PLN 40m zysku netto (-26.8% r/r). Z drugiej strony, prognozujemy, że Marvipol istotnie poprawi wyniki w 2025E, dzięki: 1) wzrostowi kontraktacji w latach 2024E-25E, 2) większej liczbie przekazania (wzrost z 584 lokali w 2024E roku do 692 mieszkań w 2025E), i 3) wyższej marży brutto (22.0%, +1.9p.p. r/r). Dlatego też, wynik netto może wynieść PLN 55m.

**Atrakcyjna propozycja dywidendy w 2024E.** Zarząd spółki zaproponował wypłatę PLN 1.06/akcję z ubiegłorocznych zysków (stopa dywidendy 12.9%; powyżej naszej prognozy w poprzedniej rekomendacji – zakładaliśmy PLN 0.67/akcję). Wierzymy, że deweloper powróci do powtarzalnych wypłat zysków, przy 50% wskaźniku wypłaty dywidendy w długim terminie.

**Potencjalne dezinwestycje w segmencie magazynowym wsparciem dla pozycji gotówkowej.** Deweloper posiada obecnie dwa istniejące obiekty magazynowe (szacujemy wartość PLN 142.6m) oraz kolejne trzy projekty w przygotowaniu, które są przeznaczone do sprzedaży. W naszej ocenie potencjalne transakcje mogą mieć miejsce nie wcześniej niż w 2025E roku, po stopniowej odbudowie rynku inwestycyjnego w 2H24E. Wspomniane sprzedaże aktywów mogą wzmocnić dodatkowo bilans grupy (wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 0.2x na koniec 2023 roku).

**Wycena mnożnikowa.** W oparciu o nasze prognozy, Marvipol jest handlowany na mnożniku P/E 8.5x w 2024E oraz 6.3x w 2025E, oraz 0.5x dla mnożnika P/BV w latach 2024E-25E (66% dyskonto względem grupy porównawczej).

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

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	394	589	378	456	475	493
EBITDA	119	122	91	62	74	80
EBIT	116	122	81	52	65	72
Wynik netto	96	90	55	40	55	61
P/E (x)	3.6	3.8	6.2	8.5	6.3	5.7
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE (%)	16%	14%	8%	6%	7%	8%
DPS (PLN)	0.95	1.14	0.00	1.06	0.49	0.66
Stopa dywidendy (%)	11.5%	13.8%	0.0%	12.9%	5.9%	8.0%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Deweloperzy

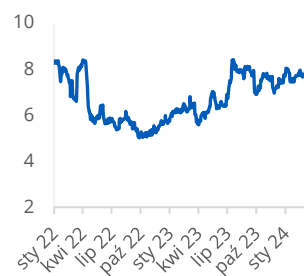
### Marvipol Development KUPUJ

FV PLN 11.15 z PLN 10.07

35.0% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 19 marca 2024 PLN 8.26

Rekomendacja utrzymana



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	41.7
Kapitalizacja (EUR m)	79.6
12M śr. dzienny wolumen (k)	18.4
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	+5.1%
3M	+12.2%
12M	+31.1%

#### 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 11.15

Kapitalizacja EUR 80m

Potencjał wzrostu +35.0%

Mnożniki wyceny	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	3.8	6.2	8.5	6.3	5.7
EV/EBITDA (x)	4.8	5.7	8.5	7.1	6.5
EV/Przychody (x)	1.0	1.4	1.1	1.1	1.0
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Stopa FCFE (%)	10%	27%	12%	6%	9%
DY (%)	14%	0%	13%	6%	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	1.0	1.3	1.5
BVPS (PLN)	15.7	17.1	17.0	17.8	18.6
FCFPS (PLN)	0.8	2.3	1.0	0.5	0.7
DPS (PLN)	1.14	0.00	1.06	0.49	0.66

Dynamika r/r (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	49.5%	-35.9%	20.9%	4.1%	3.7%
Wynik brutto ze sprz.	27.8%	-17.1%	-22.7%	14.3%	8.7%
EBITDA	2.4%	-25.9%	-32.1%	20.3%	8.2%
EBIT	4.4%	-33.4%	-35.6%	24.9%	10.8%
Wynik netto	-6.0%	-38.5%	-26.8%	36.0%	10.1%

Wskaźniki	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Marża brutto (%)	24.3%	31.4%	20.1%	22.0%	23.1%
Marża EBITDA (%)	20.8%	24.0%	13.5%	15.6%	16.3%
Marża EBIT (%)	20.7%	21.5%	11.4%	13.7%	14.7%
Marża netto (%)	15.3%	14.6%	8.9%	11.6%	12.3%
Dług netto / EBITDA (x)	2.0	1.9	2.9	2.4	2.2
Dług netto / Kapitał (x)	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2
Dług netto / Aktywa (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE (%)	13.7%	7.8%	5.7%	7.4%	7.8%
ROA (%)	6.5%	3.8%	2.8%	3.9%	4.2%
ROIC (%)	10.6%	7.1%	4.6%	5.5%	6.0%

Założenia	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Kontraktacja (szt.)	207	661	678	681	684
zmiana r/r	-45%	219%	3%	0%	0%
Przekazania (szt.)	910	423	584	692	658
zmiana r/r	64%	-54%	38%	19%	-5%
Śr.cena lokalu (PLNk)*	647	892	782	687	748
zmiana r/r	-9%	38%	-12%	-12%	9%

RZIS (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	394	589	378	456	475	493
Koszt własny sprzedaży	-282	-446	-259	-365	-370	-379
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>112</b>	<b>143</b>	<b>118</b>	<b>92</b>	<b>105</b>	<b>114</b>
Koszty sprzedaży i zarządu	-41	-44	-38	-42	-44	-46
<b>Wynik netto ze sprzedaży</b>	<b>71</b>	<b>99</b>	<b>80</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>68</b>
Udział w zyskach wsp. przeds.	39	22	-4	3	5	5
Pozostałe przychody/koszty	7	0	5	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>119</b>	<b>122</b>	<b>91</b>	<b>62</b>	<b>74</b>	<b>80</b>
<b>EBIT</b>	<b>116</b>	<b>122</b>	<b>81</b>	<b>52</b>	<b>65</b>	<b>72</b>
Koszty finansowe netto	-3	-11	-12	-2	3	3
<b>Wynik przed opodatkowaniem</b>	<b>114</b>	<b>111</b>	<b>69</b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>75</b>
Podatek dochodowy	-18	-21	-13	-9	-13	-14
<b>Wynik netto</b>	<b>96</b>	<b>90</b>	<b>55</b>	<b>40</b>	<b>55</b>	<b>61</b>

Bilans (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>264</b>	<b>400</b>	<b>339</b>	<b>335</b>	<b>334</b>	<b>333</b>
WNiP	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	51	63	66	59	53	48
Długoterminowe aktywa finansow	81	215	182	182	182	182
Pozostałe aktywa trwałe	133	122	91	94	99	104
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1,285</b>	<b>978</b>	<b>1,122</b>	<b>1,085</b>	<b>1,091</b>	<b>1,093</b>
Zapasy	1,008	768	812	827	863	893
Należności handlowe	48	37	21	25	26	27
Środki pieniężne	218	168	287	231	199	171
Pozostałe aktywa obrotowe	11	4	3	3	3	3
<b>Aktywa razem</b>	<b>1,550</b>	<b>1,377</b>	<b>1,461</b>	<b>1,421</b>	<b>1,424</b>	<b>1,426</b>
<b>Kapitał</b>	<b>613</b>	<b>655</b>	<b>710</b>	<b>707</b>	<b>741</b>	<b>774</b>
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
<b>Zob. długoterminowe</b>	<b>296</b>	<b>412</b>	<b>366</b>	<b>347</b>	<b>331</b>	<b>315</b>
Kredyty, pożyczki i leasing	272	383	334	315	299	283
Pozostałe zob. długoterminowe	24	28	32	32	32	32
<b>Zob. krótkoterminowe</b>	<b>641</b>	<b>311</b>	<b>385</b>	<b>367</b>	<b>352</b>	<b>336</b>
Zobowiązania handlowe	58	46	39	48	50	52
Kredyty, pożyczki i leasing	95	31	128	97	78	60
Pozostałe zob. krótkoterminowe	488	233	217	223	224	225
<b>Pasywa razem</b>	<b>1,550</b>	<b>1,377</b>	<b>1,461</b>	<b>1,421</b>	<b>1,424</b>	<b>1,426</b>
Cykl konwersji gotówki (dni)	913	465	757	634	636	635
Dług (PLN m)	367	415	462	411	377	343
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>149</b>	<b>246</b>	<b>175</b>	<b>180</b>	<b>178</b>	<b>173</b>

Rachunek przepł. (PLN m)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przepływy z dział. oper.</b>	<b>67</b>	<b>85</b>	<b>64</b>	<b>44</b>	<b>22</b>	<b>33</b>
Wynik brutto	114	111	69	50	68	75
Amortyzacja	3	1	10	9	9	8
Zmiana kapitału obrotowego	12	12	-26	-5	-34	-28
Pozostałe	-62	-39	12	-11	-21	-22
<b>Przepływy z dział. inwest.</b>	<b>13</b>	<b>-50</b>	<b>30</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
CAPEX	-75	-53	-5	-2	-2	-2
Pozostałe	87	3	35	0	0	0
<b>Przepływy z dział. finan.</b>	<b>-52</b>	<b>-84</b>	<b>24</b>	<b>-97</b>	<b>-52</b>	<b>-59</b>
Zmiana w kapitale	0	1	2	3	4	5
Zmiana długu	5	-9	59	-51	-34	-34
Dywidendy dla akcjonariuszy	-40	-47	0	-44	-20	-28
Pozostałe	-17	-29	-37	-5	-1	-2
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>27</b>	<b>-50</b>	<b>118</b>	<b>-55</b>	<b>-32</b>	<b>-29</b>
<b>Śr. pieniężne na koniec okr.</b>	<b>218</b>	<b>168</b>	<b>287</b>	<b>231</b>	<b>199</b>	<b>171</b>

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

## Spis treści

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

# 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%	11.77	42.5%
Segment mieszkaniowy (metoda DCF; EV segmentu)		8.95	
Segment logistyczny (wart. rynkowa istniejących oraz planowanych projektów)		6.86	
Dług netto 2023		-4.05	
DDM wartość godziwa (PLN/akcję)	20%	8.70	5.3%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	16.95	105.2%
<b>Wartość godziwa (PLN/akcję)</b>		<b>11.15</b>	<b>35.0%</b>

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 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	456	475	493	523	538	548	557	566	574	582	587
<b>EBIT</b>	<b>49</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>72</b>
Podatek	-9	-11	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-14	-14
NOPLAT	40	49	54	55	55	55	56	57	57	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	-5	-34	-28	-26	-19	-19	-19	-18	-17	-17	-14
<b>FCF</b>	<b>42</b>	<b>21</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>45</b>
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
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	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%	11.3%	11.3%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Koszt długu przed opodatkowaniem	10.0%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
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	8.1%	8.2%	8.3%	8.3%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Waga długu	28.6%	26.1%	23.7%	21.3%	18.9%	16.5%	15.2%	14.0%	12.7%	11.5%	11.5%
Waga kapitału	71.4%	73.9%	76.3%	78.7%	81.1%	83.5%	84.8%	86.0%	87.3%	88.5%	88.5%
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>
Stopa dyskontowa	93%	84%	76%	68%	61%	55%	49%	44%	40%	35%	
Wartość bieżąca FCF	39	18	24	22	24	22	20	18	17	15	
Suma wartości bieżących FCF	218										
Wzrost w okresie rezidualnym	1.0%										
Wartość rezidualna	443										
Wartość bieżąca wartości rezidualnej	157										
<b>EV</b>	<b>375</b>										
<b>EV na akcję (PLN)</b>	<b>8.99</b>										
<b>Wrażliwość DCF (PLN)</b>											
<b>Wzrost w okresie rezidualnym</b>							<b>9.2%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>13.2%</b>
<b>0.0%</b>							9.41	8.99	8.66	8.37	8.14
<b>1.0%</b>							9.92	9.41	<b>8.99</b>	8.66	8.37
<b>2.0%</b>							10.57	9.92	9.41	8.99	8.66

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	8.5	6.25%	50%	15.6	67.7
Poznań	61.0	3.8	93%	2.6	11.2	6.75%	45%	17.3	75.0
<b>Razem</b>	<b>102.0</b>	<b>4.0</b>	<b>93%</b>	<b>4.6</b>	<b>19.7</b>	<b>6.53%</b>	<b>47%</b>	<b>32.9</b>	<b>142.6</b>
<b>Projekty planowane**</b>									<b>143.0</b>
<b>Wartość łączna na akcję</b>									<b>285.6</b> <i>6.86</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. Zarząd zaproponował wypłatę PLN 1.06/akcję z zysków z 2023 roku (oczekiwaliśmy PLN 0.67/akcję). 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	0.49	0.66	0.73	0.73	0.73	0.74	0.74	0.75	0.76	1.30
Koszt kapitału	11.0%	11.1%	11.2%	11.3%	11.3%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	
Stopa dyskontowa	92%	83%	74%	67%	60%	54%	48%	43%	38%	34%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.98	0.40	0.49	0.48	0.43	0.39	0.35	0.32	0.29	0.26	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)											4.40
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję)											4.30
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję)</b>											<b>8.70</b>

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 2024E-26E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 8.5/6.3/5.7x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 66% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. Marvipol Development – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja			P/E (x)			P/BV (x)			
	(PLNm)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Dom Development	4,317	8.9	8.9	8.6	2.6	2.4	2.2			
Atal	2,662	9.2	8.2	7.3	1.4	1.4	1.3			
Develia	2,327	8.4	8.0	7.8	1.5	1.5	1.4			
Develia	1,691	26.5	7.0	3.9	1.4	1.2	1.0			
Lokum Deweloper	443	23.1	8.3	8.1	0.9	0.9	0.8			
<b>Mediana</b>		<b>9.2</b>	<b>8.2</b>	<b>7.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>			
<b>Marvipol Development</b>	<b>344</b>	<b>8.5</b>	<b>6.3</b>	<b>5.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>			
Premia/dyskonto (%)		-7%	-23%	-27%	-66%	-66%	-66%			
Implikowana wartość godziwa (PLN)		12.20	7.93	10.34	24.67	23.34	23.22			
<b>Średnia implikowana FV/akcję (PLN)</b>		<b>16.95</b>								

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

## Prognozy finansowe

**Prognozy 1Q24E:** Oczekujemy słabych wyników w 1Q24E, biorąc pod uwagę bieżące harmonogramy budów (budowa żadnego projektu nie będzie miała miejsca w bieżącym kwartale). Dlatego też, podobnie jak w 4Q23, spodziewamy się jednocyfrowej liczby przekazania mieszkań. Zakładamy, że przychody wyniosą PLN 21.1m, a marża brutto 37.2%. Szacujemy, że strata EBIT osiągnie PLN 0.5, a strata netto może być bliska PLN 2.0m (vs. PLN 5.7m zysku w 1Q23). Równocześnie, spodziewamy się, że Marvipol Development rozbuduje swoje ofertę, zgodnie ze wskazaniami na ostatniej konferencji wynikowej, co z kolei wesprze odczyty kontraktacji (prognozujemy 170 przedsprzedanych lokali, +59% r/r).

**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). Biorąc pod uwagę taki mix przekazania, spodziewamy się spadku marży brutto z 31.4% w 2023 (wskazujemy na nadzwyczajnie korzystny mix wydań) do 20.1% w 2024E. W scenariuszu bazowym, prognozujemy, że grupa zaraportuje przychody w wysokości PLN 456.2m, PLN 52.6m EBIT i zysk netto rzędu PLN 40.5m ((odpowiednio: +25%/-34%/-22% r/r). W przypadku kontraktacji, oczekujemy, że wolumen może zwiększyć się z 661 lokali w 2023 roku do 678 mieszkań w 2024E roku.

Zaznaczamy, że nie uwzględniamy potencjalnego wpływu sprzedaży aktywów logistycznych, co jest jednym z celów spółki (w trakcie ostatniej konferencji wynikowej, Bartosz Puzdrowski poinformował, że deweloper negocjuje sprzedaż projektów, ale w jego ocenie do transakcji dojdzie nie wcześniej niż w 2025E 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 55.0m. W dłuższej perspektywie zakładamy, że deweloper będzie w stanie kontraktować i przekazywać po 650-700 mieszkań rocznie, równocześnie z rentownością w przedziale 22-23% w kolejnych latach, vs. średnia historyczna rzędu 23.7%.

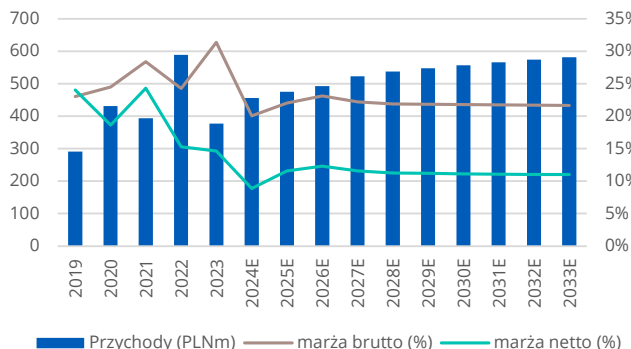
W przypadku wypłat dywidend, zwracamy uwagę na rekomendację zarządu dotyczącą wypłaty PLN 1.06/akcję (łącznie PLN 44.1m) z ubiegłorocznych zysków. W ujęciu długoterminowym, przyjmujemy, że grupa powróci do regularnych wypłat dywidend ze wskaźnikiem wypłaty dywidendy na poziomie 50% (nie wykluczamy jednak, że to założenie może okazać się zbyt konserwatywne, biorąc pod uwagę poprawiające się otoczenie rynkowe oraz silny bilans spółki).

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

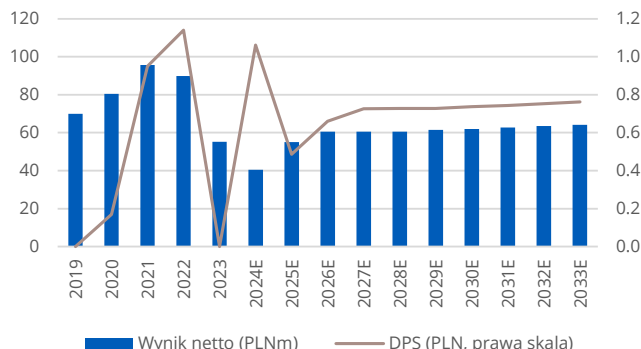
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody	431	394	589	378	456	475	493	523	538	548	557	566	574	582
Wynik brutto ze sprzedaży	106	112	143	118	92	105	114	116	118	120	122	123	125	126
EBITDA	93	120	122	91	62	74	80	79	79	79	80	80	81	81
EBIT	90	116	122	81	52	65	72	72	73	74	75	75	76	77
Wynik brutto	100	114	111	69	50	68	75	75	75	76	76	77	78	79
Wynik netto	80	96	90	55	40	55	61	61	61	61	62	63	63	64
Marża brutto	24.5%	28.4%	24.3%	31.4%	20.1%	22.0%	23.1%	22.2%	21.9%	21.9%	21.8%	21.8%	21.7%	21.7%
Marża EBITDA	21.5%	30.4%	20.8%	24.0%	13.5%	15.6%	16.3%	15.2%	14.7%	14.5%	14.4%	14.2%	14.1%	14.0%
Marża EBIT	20.8%	29.6%	20.7%	21.5%	11.4%	13.7%	14.7%	13.8%	13.5%	13.4%	13.4%	13.3%	13.3%	13.2%
Marża netto	18.6%	24.3%	15.3%	14.6%	8.9%	11.6%	12.3%	11.6%	11.3%	11.2%	11.1%	11.1%	11.0%	11.0%
Kontraktacja (szt.)	1,086	376	207	661	678	681	684	687	696	704	711	717	722	727
Przekazania (szt.)	791	554	910	423	584	692	658	674	685	692	697	702	707	710
Cena lokalu (PLNm)	545	711	647	892	782	687	748	777	784	792	799	806	812	819
DPS (PLN)	0.2	0.9	1.1	0.0	1.1	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
DY (%)	2.1%	11.6%	13.9%	0.0%	12.9%	5.9%	8.1%	8.9%	8.9%	8.9%	9.0%	9.1%	9.2%	9.3%
Dług netto (PLNm)	157	129	239	170	175	173	167	164	154	144	134	124	113	102
DN/BV (x)	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE (%)	14%	16%	14%	8%	6%	7%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	6%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

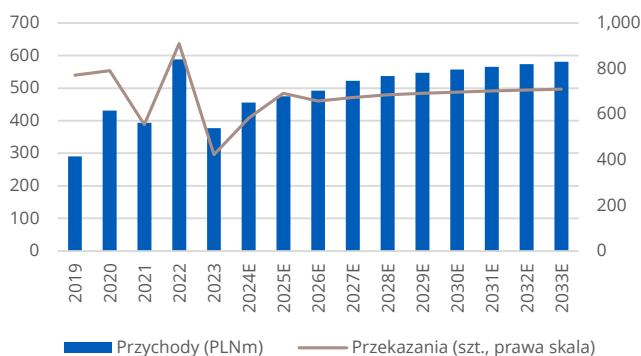


Wykres 8. Marvipol Development – DPS (PLN) na tle zysku netto (PLNm)

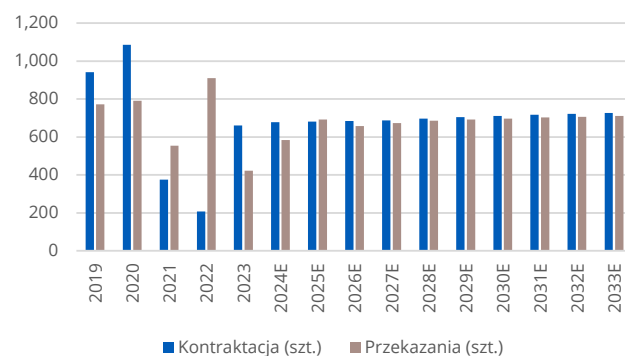


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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

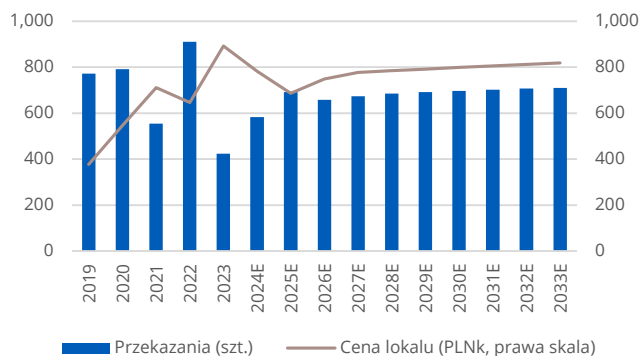


Wykres 10. Marvipol Development – porównanie kontraktacji i przekazania (szt.)

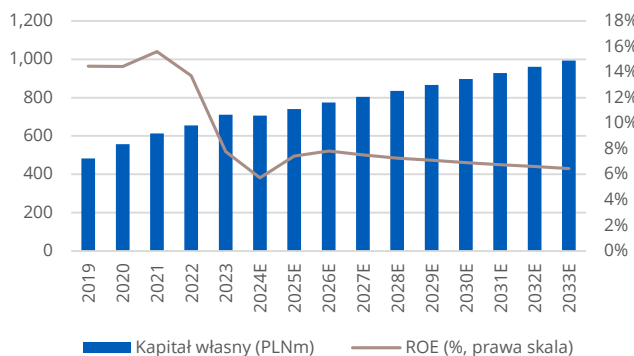


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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 2024E-26E (PLNm)

	2024E			2025E			2026E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	456	454	0%	475	483	-2%	493	483	2%
EBITDA	62	64	-4%	74	79	-6%	80	81	-1%
EBIT	52	54	-3%	65	71	-8%	72	73	-1%
Wynik netto	40	44	-8%	55	58	-5%	61	60	1%
marża EBITDA	13.5%	14.1%		15.6%	16.4%		16.3%	16.8%	
marża EBIT	11.4%	11.9%		13.7%	14.7%		14.7%	15.1%	
marża netto	8.9%	9.7%		11.6%	12.0%		12.3%	12.4%	

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## Omówienie wyników 4Q23

Spółka opublikowała wyniki za 4Q23 w dniu 15. marca. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

**Dane wolumenowe:** Spółka przekazała klientom 5 lokali (vs. 296 mieszkań w 4Q22) i zakontraktowała 200 mieszkań (+264% r/r) w 4Q23.

**Przychody:** Marvicol Development zaraportował PLN 22.5m przychodów (-87% r/r, +103% powyżej naszych oczekiwań). Rezultat jest efektem mniejszej liczby wydań (-98% r/r) i wzrostu średniej ceny przekazywanego lokalu do PLN 4.5m (wskazujemy na mix wydań).

**Marża brutto:** W 4Q23 rentowność wzrosła o 8.7p.p. r/r do 37.2% (spodziewaliśmy się 34.4%), co w naszej ocenie wynika ze wzrostu cen sprzedażowych i mixu przekazania.

**Koszty SG&A:** Koszty SG&A wyniosły PLN 11.1m (vs. PLN 13.2m w 4Q22). Wskaźnik koszty SG&A/przychody był bliski do 49.4%.

**EBITDA:** EBITDA ukształtowała się na poziomie PLN -3.4m (vs. PLN 31.7m w 4Q22).

**Wynik netto:** Strata netto wyniosła PLN 14.3m (vs. PLN 17.0m zysku w 4Q22; prognozowaliśmy PLN -14.9m).

**Przepływy z działalności operacyjnej:** Marvicol Development wykazał przepływy w kwocie PLN 13.4m (vs. PLN -13.0m w 4Q22; pozytywne zmiany w kapitale obrotowym).

**Dług netto:** Wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnął poziom 1.9x a wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0.2x. Na koniec 4Q23 spółka dysponowała środkami pieniężnymi w kwocie PLN 287m.

Tabela 14. Marvicol Development – podsumowanie wyników 4Q23 (PLNm)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	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	22.5	-87%	-74%	11.1	103%
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	8.4	-83%	-74%	3.8	120%
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	-2.7	n.a.	n.a.	-6.0	n.a.
EBITDA	8.5	27.7	41.4	41.8	33.7	36.5	20.5	31.7	9.3	59.9	24.7	-3.4	n.a.	n.a.	-3.5	n.a.
EBIT	7.8	26.9	40.6	41.1	32.9	34.4	18.3	36.1	7.0	57.5	22.3	-5.8	n.a.	n.a.	-6.0	n.a.
Wynik brutto	8.5	23.4	40.4	41.5	34.5	27.8	22.7	25.9	6.5	49.7	30.8	-18.4	n.a.	n.a.	-18.3	n.a.
Wynik netto	8.1	21.0	33.2	33.3	29.1	24.9	18.9	17.0	5.7	39.6	24.3	-14.3	n.a.	n.a.	-14.9	n.a.
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%	37.2%			34.4%	
Marża EBITDA	16.8%	112.8%	21.9%	32.2%	27.7%	17.8%	24.1%	17.9%	13.2%	30.4%	28.4%	n.a.			n.a.	
Marża EBIT	15.4%	109.4%	21.5%	31.7%	27.0%	16.8%	21.4%	20.4%	9.9%	29.2%	25.6%	n.a.			n.a.	
Marża netto	16.0%	85.4%	17.6%	25.7%	23.9%	12.1%	22.2%	9.6%	8.0%	20.1%	28.0%	n.a.			n.a.	
Kontraktacja (szt.)	83	73	89	131	67	41	44	55	107	141	213	200	264%	-6%	200	0%
Przekazania (szt.)	65	23	265	201	224	317	73	296	103	278	37	5	-98%	-86%	5	0%
Śr.cena lokalu (PLNk)	780	1,070	712	646	543	647	1,168	597	688	709	2,351	4,494	653%	91%	2,212	103%
CFO	119.7	22.2	-75.6	0.7	34.4	-8.3	71.4	-13.0	-3.6	41.3	13.3	13.4				
CFI	0.7	-0.1	-44.3	56.3	-49.8	3.2	-10.0	6.4	-1.8	-3.7	-8.4	43.8				
CFE	-85.0	17.9	6.5	8.4	67.3	-73.9	-44.8	-32.9	-10.0	-0.9	40.1	-5.2				
Dług netto	44.0	67.7	175.3	129.1	163.2	281.0	220.6	239.1	256.8	206.8	215.4	170.2				
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	1.9				
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	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 4Q23, Marvipol miał zainwestowane ok. PLN 168m 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	456	475	493	523	538	548	557	566	574	582
Koszt własny sprzedaży	-224	-326	-282	-446	-259	-365	-370	-379	-407	-420	-428	-436	-443	-450	-456
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>67</b>	<b>106</b>	<b>112</b>	<b>143</b>	<b>118</b>	<b>92</b>	<b>105</b>	<b>114</b>	<b>116</b>	<b>118</b>	<b>120</b>	<b>122</b>	<b>123</b>	<b>125</b>	<b>126</b>
Koszty sprzedaży i zarządu	-43	-47	-41	-44	-38	-42	-44	-46	-48	-50	-51	-52	-52	-53	-54
<b>Wynik netto ze sprzedaży</b>	<b>24</b>	<b>59</b>	<b>71</b>	<b>99</b>	<b>80</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>72</b>
Udział w zyskach wsp. przeds.	64	30	39	22	-4	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Pozostałe przychody/koszty	2	1	7	0	5	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>EBITDA</b>	<b>94</b>	<b>93</b>	<b>119</b>	<b>122</b>	<b>91</b>	<b>62</b>	<b>74</b>	<b>80</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>81</b>	<b>81</b>
<b>EBIT</b>	<b>91</b>	<b>90</b>	<b>116</b>	<b>122</b>	<b>81</b>	<b>52</b>	<b>65</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>73</b>	<b>74</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>77</b>
Koszty finansowe netto	-1	10	-3	-11	-12	-2	3	3	2	2	2	2	2	2	2
<b>Wynik przed opodatkowaniem</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>114</b>	<b>111</b>	<b>69</b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>77</b>	<b>78</b>	<b>79</b>
Podatek dochodowy	-20	-19	-18	-21	-13	-9	-13	-14	-14	-14	-14	-15	-15	-15	-15
<b>Wynik netto</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>96</b>	<b>90</b>	<b>55</b>	<b>40</b>	<b>55</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>64</b>

Bilans (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>262</b>	<b>216</b>	<b>264</b>	<b>400</b>	<b>339</b>	<b>335</b>	<b>334</b>	<b>333</b>	<b>334</b>	<b>335</b>	<b>337</b>	<b>340</b>	<b>343</b>	<b>346</b>	<b>350</b>
WNiP	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	32	31	51	63	66	59	53	48	43	39	36	34	32	30	28
Długoterminowe aktywa finansowe	146	120	81	215	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182
Pozostałe aktywa trwałe	84	66	133	122	91	94	99	104	109	114	119	124	130	135	140
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1,012</b>	<b>1,098</b>	<b>1,285</b>	<b>978</b>	<b>1,122</b>	<b>1,085</b>	<b>1,091</b>	<b>1,093</b>	<b>1,093</b>	<b>1,092</b>	<b>1,091</b>	<b>1,107</b>	<b>1,123</b>	<b>1,138</b>	<b>1,153</b>
Zapasy	724	854	1,008	768	812	827	863	893	922	945	967	988	1,009	1,028	1,048
Należności handlowe	46	53	48	37	21	25	26	27	29	29	30	30	31	31	32
Środki pieniężne	176	191	218	168	287	231	199	171	140	116	92	86	80	76	71
Pozostałe aktywa obrotowe	66	0	11	4	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>Aktywa razem</b>	<b>1,275</b>	<b>1,314</b>	<b>1,550</b>	<b>1,377</b>	<b>1,461</b>	<b>1,421</b>	<b>1,424</b>	<b>1,426</b>	<b>1,426</b>	<b>1,427</b>	<b>1,428</b>	<b>1,447</b>	<b>1,466</b>	<b>1,484</b>	<b>1,503</b>
<b>Kapitał</b>	<b>483</b>	<b>557</b>	<b>613</b>	<b>655</b>	<b>710</b>	<b>707</b>	<b>741</b>	<b>774</b>	<b>805</b>	<b>835</b>	<b>866</b>	<b>897</b>	<b>929</b>	<b>961</b>	<b>994</b>
Mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
<b>Zob. długoterminowe</b>	<b>326</b>	<b>259</b>	<b>296</b>	<b>412</b>	<b>366</b>	<b>347</b>	<b>331</b>	<b>315</b>	<b>300</b>	<b>284</b>	<b>268</b>	<b>252</b>	<b>237</b>	<b>221</b>	<b>205</b>
Kredyty, pożyczki i leasing	294	233	272	383	334	315	299	283	267	252	236	220	204	189	173
Pozostałe zob. długoterminowe	32	26	24	28	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
<b>Zob. krótkoterminowe</b>	<b>465</b>	<b>498</b>	<b>641</b>	<b>311</b>	<b>385</b>	<b>367</b>	<b>352</b>	<b>336</b>	<b>322</b>	<b>308</b>	<b>294</b>	<b>297</b>	<b>300</b>	<b>302</b>	<b>305</b>
Zobowiązania handlowe	51	53	58	46	39	48	50	52	55	56	57	58	59	60	61
Kredyty, pożyczki i leasing	147	143	95	31	128	97	78	60	42	23	5	5	5	5	5
Pozostałe zob. krótkoterminowe	267	302	488	233	217	223	224	225	226	229	231	234	235	237	239
<b>Pasywa razem</b>	<b>1,275</b>	<b>1,314</b>	<b>1,550</b>	<b>1,377</b>	<b>1,461</b>	<b>1,421</b>	<b>1,424</b>	<b>1,426</b>	<b>1,426</b>	<b>1,427</b>	<b>1,428</b>	<b>1,447</b>	<b>1,466</b>	<b>1,484</b>	<b>1,503</b>
Dług (PLN m)	441	376	367	415	462	411	377	343	309	275	241	225	210	194	178
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>265</b>	<b>185</b>	<b>149</b>	<b>246</b>	<b>175</b>	<b>180</b>	<b>178</b>	<b>173</b>	<b>169</b>	<b>159</b>	<b>150</b>	<b>140</b>	<b>129</b>	<b>118</b>	<b>107</b>

Rachunek przepł. (PLN m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
<b>Przepływy z dział. oper.</b>	<b>-27</b>	<b>-49</b>	<b>67</b>	<b>85</b>	<b>64</b>	<b>44</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>44</b>
Wynik brutto	90	100	114	111	69	50	68	75	75	75	76	76	77	78	79
Amortyzacja	3	3	3	1	10	9	9	8	7	6	6	5	5	5	4
Zmiana kapitału obrotowego	-45	-93	12	12	-26	-5	-34	-28	-26	-19	-19	-19	-18	-17	-17
Pozostałe	-75	-58	-62	-39	12	-11	-21	-22	-22	-21	-22	-22	-22	-22	-23
<b>Przepływy z dział. inwest.</b>	<b>45</b>	<b>124</b>	<b>13</b>	<b>-50</b>	<b>30</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
CAPEX	-91	-25	-75	-53	-5	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Pozostałe	136	149	87	3	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Przepływy z dział. finan.</b>	<b>5</b>	<b>-60</b>	<b>-52</b>	<b>-84</b>	<b>24</b>	<b>-97</b>	<b>-52</b>	<b>-59</b>	<b>-62</b>	<b>-62</b>	<b>-62</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>
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	-51	-34	-34	-34	-34	-34	-16	-16	-16	-16
Dywidendy dla akcjonariuszy	0	-7	-40	-47	0	-44	-20	-28	-30	-30	-30	-31	-31	-31	-32
Pozostałe	-22	-18	-17	-28	-35	-2	3	3	2	2	2	2	2	2	1
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>-50</b>	<b>118</b>	<b>-55</b>	<b>-32</b>	<b>-29</b>	<b>-31</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>
<b>Śr. pieniężne na koniec okr.</b>	<b>176</b>	<b>191</b>	<b>218</b>	<b>168</b>	<b>287</b>	<b>231</b>	<b>199</b>	<b>171</b>	<b>140</b>	<b>116</b>	<b>92</b>	<b>86</b>	<b>80</b>	<b>76</b>	<b>71</b>

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](http://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 października 2023 – 31 grudnia 2023)

	Liczba	%
Kup	60	71%
Trzymaj	18	21%
Sprzedaj	6	7%
Suma	84	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	PLN 8.26	Adrian Górniak