

Marvipol Development

Wyczekiwana poprawa wyników przed nami

Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i wyznaczamy wartość godziwą na poziomie PLN 8.93/akcję (poprzednio PLN 9.30/akcję; zaktualizowaliśmy harmonogramy projektów mieszkaniowych w latach 2024E-26E i zaimplementowaliśmy zmiany w kalkulacji WACC; uwzględniamy też CAPEX w wysokości PLN 150m na projekt hotelowy Chmielna w Gdańsku). Wskazujemy na pozytywne momentum wynikowe, które powinno zacząć się w 4Q24E i powinno trwać także w 2025E. MVP miał 388 ukończonych i przedsprzedanych lokali, z czego 330-340 jednostek może być przekazane w 4Q24E. W 2025E grupa ma ukończyć budowę 674 mieszkań i spodziewamy się wydania 631 lokali (vs. 531 szt. w 2024E). Prognozujemy, że deweloper wykaże zysk netto w wysokości PLN 27m w 4Q24E (vs. PLN -14m w 4Q23) i PLN 49m w 2025E, vs. PLN 28m w 2024E. Dodatkowo, spodziewamy się poprawy kontraktacji, m.in. dzięki rozbudowie oferty. Spółka jest obecnie wyceniana z dyskontem względem grupy porównawczej polskich deweloperów zarówno w przypadku P/E (5.2x w 2025E i 5.4x w 2026E, co implikuje odpowiednio dyskonto na poziomie 37% i 29%) oraz P/BV (2025E-26E P/BV wynosi ok. 0.4-0.3x, 76% dyskonto względem mediany spółek porównawczych).

Pozytywne momentum wynikowe w 4Q24E. Po słabych wynikach 3Q23-3Q24 (z racji braku kończonych projektów), grupa najprawdopodobniej znacząco poprawi rezultaty w 4Q24E, dzięki skokowemu wzrostowi przekazania z 5 lokali w 4Q23 do 336 mieszkań w bieżącym kwartale (głównie w inwestycjach In Place i Gardenia Lagom). Według naszych założeń, MVP osiągnie PLN 250m przychodów, EBITDA PLN 37 i zysk netto PLN 27m, vs. odpowiednio PLN 22m/-3m/-14m w 4Q23.

Dalsza poprawa wyników w 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 457 lokali było już zakontraktowanych na koniec 3Q24. Prognozujemy, że MVP zwiększy przekazania z 531 lokali w 2024E do 641 mieszkań w 2025E, co wsparłoby wyniki grupy. Szacujemy, że wynik netto zwiększy się z PLN 28m w 2024E do PLN 49m w 2025E.

Potencjalne dezinwestycje w segmencie magazynowym wsparciem dla pozycji gotówkowej. Deweloper posiada obecnie jeden istniejący obiekt magazynowy w Poznaniu (szacujemy wartość PLN 74.3m), jeden obiekt w realizacji (Łódź III) oraz kolejne dwa projekty w przygotowaniu, które są przeznaczone do sprzedaży. Grupa ma obecnie podpisaną umowę sprzedaży obiektu w Warszawie. Potencjalne dezinwestycje wzmocniłyby dodatkowo mocną pozycję bilansową spółki (wskaźnik dług netto/kapitał własny wyniósł 0.3x na koniec 3Q24) i politykę dywidendową (zakładamy regularne wypłaty 50% zysku netto grupy).

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

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 589 | 378 | 437 | 509 | 481 | 486 |
| EBITDA | 122 | 91 | 57 | 77 | 67 | 66 |
| EBIT | 122 | 81 | 46 | 66 | 57 | 58 |
| Wynik netto | 90 | 55 | 28 | 49 | 47 | 48 |
| P/E (x) | 2.8 | 4.6 | 9.0 | 5.2 | 5.4 | 5.3 |
| P/BV (x) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| ROE (%) | 14% | 8% | 4% | 7% | 6% | 6% |
| DPS (PLN) | 1.14 | 0.00 | 1.06 | 0.34 | 0.59 | 0.57 |
| Stopa dywidendy (%) | 18.6% | 0.0% | 17.3% | 5.5% | 9.6% | 9.3% |

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Deweloperzy

Marvipol Development KUPUJ

FV PLN 8.93 z PLN 9.30

45.7% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 10 grudnia 2024 PLN 6.12

Rekomendacja utrzymana



Podstawowe informacje

| | |
|-------------------------------|-----------|
| Liczba akcji (m) | 41.7 |
| Kapitalizacja (EUR m) | 59.7 |
| 12M śr. dzienny wolumen (k) | 18.4 |
| 12M śr. dzienny obrót (EUR m) | 0.03 |
| 12M max/min (PLN) | 9.94/6.00 |
| Waga w WIG | 0.02% |
| Reuters | MVP.WA |
| Bloomberg | MVP.PW |

Stopy zwrotu

| | |
|-----|--------|
| 1M | -8.7% |
| 3M | -14.5% |
| 12M | -4.4% |

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 8.93**

Kapitalizacja EUR 60m

Potencjał wzrostu +45.7%

| Mnożniki wyceny | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x) | 4.6 | 9.0 | 5.2 | 5.4 | 5.3 |
| EV/EBITDA (x) | 4.7 | 7.5 | 6.2 | 7.0 | 7.4 |
| EV/Przychody (x) | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| P/BV (x) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| Stopa FCFE (%) | 24% | 25% | -13% | 13% | -1% |
| DY (%) | 0% | 17% | 6% | 10% | 9% |

| Na akcję | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Liczba akcji (m szt.) | 41.7 | 41.7 | 41.7 | 41.7 | 41.7 |
| EPS (PLN) | 1.3 | 0.7 | 1.2 | 1.1 | 1.2 |
| BVPS (PLN) | 17.0 | 16.6 | 17.4 | 18.0 | 18.5 |
| FCFPS (PLN) | 1.5 | 1.6 | -0.8 | 0.8 | 0.0 |
| DPS (PLN) | 0.00 | 1.06 | 0.34 | 0.59 | 0.57 |

| Dynamika r/r (%) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Przychody | -35.9% | 15.9% | 16.4% | -5.6% | 1.0% |
| Wynik brutto ze sprz. | -17.1% | -26.3% | 32.2% | -7.0% | 1.1% |
| EBITDA | -25.9% | -37.4% | 35.3% | -12.9% | -0.7% |
| EBIT | -33.4% | -43.1% | 43.9% | -14.0% | 1.3% |
| Wynik netto | -38.5% | -49.0% | 73.7% | -3.1% | 1.3% |

| Wskaźniki | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Marża brutto (%) | 31.4% | 19.9% | 22.6% | 22.3% | 22.3% |
| Marża EBITDA (%) | 24.0% | 13.0% | 15.1% | 13.9% | 13.7% |
| Marża EBIT (%) | 21.5% | 10.5% | 13.0% | 11.9% | 11.9% |
| Marża netto (%) | 14.6% | 6.4% | 9.6% | 9.9% | 9.9% |
| Dług netto / EBITDA (x) | 1.9 | 3.0 | 2.9 | 3.2 | 3.6 |
| Dług netto / Kapitał (x) | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Dług netto / Aktywa (x) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| ROE (%) | 7.8% | 4.1% | 6.7% | 6.3% | 6.2% |
| ROA (%) | 3.8% | 1.7% | 2.8% | 2.7% | 2.7% |
| ROIC (%) | 7.1% | 4.0% | 5.5% | 4.6% | 4.5% |

| Założenia | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody - mieszk. (P) | 328 | 382 | 469 | 441 | 435 |
| zmiana r/r | -32% | 16% | 23% | -6% | -1% |
| Kontraktacja (szt.) | 661 | 479 | 530 | 612 | 608 |
| zmiana r/r | 219% | -27% | 11% | 15% | -1% |
| Przekazania (szt.) | 423 | 531 | 641 | 628 | 618 |
| zmiana r/r | -54% | 26% | 21% | -2% | -2% |
| Śr.cena lokalu (PLNk)* | 776 | 720 | 732 | 702 | 704 |
| zmiana r/r | 47% | -7% | 2% | -4% | 0% |

| RZIS (PLN m) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|
| Przychody | 589 | 378 | 437 | 509 | 481 | 486 |
| Koszt własny sprzedaży | -446 | -259 | -350 | -394 | -373 | -377 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 143 | 118 | 87 | 115 | 107 | 108 |
| Koszty sprzedaży i zarządu | -44 | -38 | -48 | -52 | -55 | -55 |
| Wynik netto ze sprzedaży | 99 | 80 | 39 | 64 | 53 | 53 |
| Udział w zyskach wsp. przeds. | 22 | -4 | 4 | 3 | 5 | 5 |
| Pozostałe przychody/koszty | 0 | 5 | 3 | -1 | 0 | 0 |
| EBITDA | 122 | 91 | 57 | 77 | 67 | 66 |
| EBIT | 122 | 81 | 46 | 66 | 57 | 58 |
| Koszty finansowe netto | -11 | -12 | -10 | -6 | 1 | 2 |
| Wynik przed opodatkowaniem | 111 | 69 | 36 | 60 | 59 | 59 |
| Podatek dochodowy | -21 | -13 | -8 | -11 | -11 | -11 |
| Wynik netto | 90 | 55 | 28 | 49 | 47 | 48 |

| Bilans (PLN m) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 400 | 339 | 352 | 408 | 465 | 494 |
| WNiP | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 63 | 66 | 67 | 59 | 52 | 46 |
| Długoterminowe aktywa finansow | 215 | 182 | 184 | 184 | 184 | 184 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 122 | 91 | 101 | 164 | 229 | 264 |
| Aktywa obrotowe | 978 | 1,122 | 1,348 | 1,318 | 1,319 | 1,288 |
| Zapasy | 768 | 812 | 934 | 1,003 | 1,022 | 1,040 |
| Należności handlowe | 37 | 21 | 30 | 35 | 33 | 33 |
| Środki pieniężne | 168 | 287 | 384 | 280 | 263 | 214 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 4 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Aktywa razem | 1,377 | 1,461 | 1,701 | 1,726 | 1,784 | 1,782 |
| Kapitał | 655 | 710 | 694 | 729 | 752 | 777 |
| Mniejszości | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Zob. długoterminowe | 412 | 366 | 443 | 399 | 384 | 369 |
| Kredyty, pożyczki i leasing | 383 | 334 | 406 | 362 | 347 | 332 |
| Pozostałe zob. długoterminowe | 28 | 32 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| Zob. krótkoterminowe | 311 | 385 | 563 | 597 | 648 | 637 |
| Zobowiązania handlowe | 46 | 39 | 46 | 53 | 50 | 51 |
| Kredyty, pożyczki i leasing | 31 | 128 | 150 | 137 | 128 | 119 |
| Pozostałe zob. krótkoterminowe | 233 | 217 | 368 | 407 | 469 | 467 |
| Pasywa razem | 1,377 | 1,461 | 1,701 | 1,726 | 1,784 | 1,782 |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | 465 | 757 | 756 | 696 | 753 | 758 |
| Dług (PLN m) | 415 | 462 | 556 | 499 | 475 | 451 |
| Dług netto (PLN m) | 246 | 175 | 172 | 220 | 212 | 237 |

| Rachunek przepł. (PLN m) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| Przepływy z dział. oper. | 85 | 64 | 100 | 43 | 101 | 38 |
| Wynik brutto | 111 | 69 | 36 | 60 | 59 | 59 |
| Amortyzacja | 1 | 10 | 11 | 10 | 10 | 9 |
| Zmiana kapitału obrotowego | 12 | -26 | 50 | -28 | 42 | -20 |
| Pozostałe | -39 | 12 | 3 | -1 | -9 | -10 |
| Przepływy z dział. inwest. | -50 | 30 | 0 | -63 | -62 | -32 |
| CAPEX | -53 | -5 | -5 | -63 | -62 | -32 |
| Pozostałe | 3 | 35 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| Przepływy z dział. finan. | -84 | 24 | -2 | -85 | -55 | -54 |
| Zmiana w kapitale | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zmiana długu | -9 | 59 | 78 | -56 | -24 | -24 |
| Dywidendy dla akcjonariuszy | -47 | 0 | -44 | -14 | -24 | -24 |
| Odsetki zapłacone | -26 | -34 | -34 | -14 | -7 | -6 |
| Pozostałe | -2 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Zmiana gotówki | -50 | 118 | 97 | -104 | -16 | -49 |
| Śr. pieniężne na koniec okr. | 168 | 287 | 384 | 280 | 263 | 214 |

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 3Q24..... | 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% | 9.49 | 55.0% |
| Segment mieszkaniowy (metoda DCF; EV segmentu) | | 7.82 | |
| Segment logistyczny (wart. rynkowa istniejących oraz planowanych projektów) | | 6.81 | |
| Dług netto 2023 | | -4.05 | |
| Dywidenda wypłacona w 2024E | | -1.06 | |
| DDM wartość godziwa (PLN/akcję) | 20% | 6.65 | 8.6% |
| Wycena porównawcza (PLN/akcję) | 0% | 17.43 | 184.9% |
| Wartość godziwa (PLN/akcję) | | 8.92 | 45.7% |

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena SOTP

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

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych segmentu mieszkaniowego opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2024E-33E (więcej w: „Prognozy finansowe”). Zakładamy stopę wolną od ryzyka w wysokości 5.5%, 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) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | Okres rezydualny |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Przychody | 437 | 509 | 481 | 486 | 497 | 511 | 526 | 540 | 554 | 567 | 573 |
| EBIT | 42 | 63 | 52 | 53 | 53 | 53 | 54 | 55 | 55 | 55 | 58 |
| Podatek | -9 | -12 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -11 | -11 |
| NOPLAT | 33 | 51 | 42 | 43 | 43 | 43 | 44 | 44 | 45 | 45 | 47 |
| Amortyzacja | 11 | 10 | 10 | 9 | 8 | 7 | 6 | 5 | 5 | 5 | 3 |
| CAPEX | -5 | -63 | -62 | -32 | -2 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| Zmiana w kapitale obrotowym | 50 | -28 | 42 | -20 | -16 | -17 | -17 | -18 | -16 | -17 | -7 |
| FCF | 89 | -29 | 32 | -2 | 32 | 30 | 30 | 29 | 30 | 29 | 40 |
| Stopa wolna od ryzyka | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% |
| 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 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| Koszt kapitału | 13.1% | 12.8% | 12.6% | 12.5% | 12.4% | 12.3% | 12.2% | 12.1% | 12.0% | 11.9% | 11.9% |
| Koszt długu przed opodatkowaniem | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| Efektywna stopa podatkowa | 21.4% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% |
| Koszt długu po opodatkowaniu | 7.9% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% |
| Waga długu | 32.4% | 28.7% | 26.4% | 25.0% | 23.5% | 22.2% | 20.8% | 19.5% | 18.1% | 16.8% | 16.8% |
| Waga kapitału | 67.6% | 71.3% | 73.6% | 75.0% | 76.5% | 77.8% | 79.2% | 80.5% | 81.9% | 83.2% | 83.2% |
| WACC | 11.4% | 11.4% | 11.4% | 11.4% | 11.4% | 11.3% | 11.3% | 11.3% | 11.3% | 11.3% | 11.3% |
| Stopa dyskontowa | 99% | 89% | 80% | 72% | 65% | 58% | 52% | 47% | 42% | 38% | |
| Wartość bieżąca FCF | 88 | -26 | 26 | -1 | 20 | 18 | 16 | 14 | 13 | 11 | |
| Suma wartości bieżących FCF | 179 | | | | | | | | | | |
| Wzrost w okresie rezydualnym | 1.0% | | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna | 387 | | | | | | | | | | |
| Wartość bieżąca wartości rezydualnej | 147 | | | | | | | | | | |
| EV | 326 | | | | | | | | | | |
| EV na akcję (PLN) | 7.82 | | | | | | | | | | |
| Wrażliwość DCF (PLN) | | | | | | | | | | | |
| Wzrost w okresie rezydualnym | | | | | | 9.3% | 10.3% | 11.3% | 12.3% | 13.3% | |
| 0.0% | | | | | | 8.20 | 7.82 | 7.51 | 7.24 | 7.02 | |
| 1.0% | | | | | | 8.68 | 8.20 | 7.82 | 7.51 | 7.24 | |
| 2.0% | | | | | | 9.28 | 8.68 | 8.20 | 7.82 | 7.51 | |

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)* |
|--------------------------------|--------------|------------------|----------------------|------------|-------------|-------------------------|------------------------|-----------------|-----------------------------|
| Warszawa III | 41.0 | 4.3 | 93% | 2.0 | 8.3 | 6.25% | 50% | 15.6 | 66.7 |
| Poznań | 61.0 | 3.8 | 93% | 2.6 | 11.1 | 6.75% | 45% | 17.3 | 74.0 |
| Razem | 102.0 | 4.0 | 93% | 4.6 | 19.4 | 6.53% | 47% | 32.9 | 140.7 |
| Projekty planowane** | | | | | | | | | 143.0 |
| Wartość łączna na akcję | | | | | | | | | 283.7 <i>6.81</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% 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) | 0.00 | 0.34 | 0.59 | 0.57 | 0.58 | 0.80 | 0.81 | 0.82 | 0.82 | 0.82 | 0.97 |
| Koszt kapitału | 13.1% | 12.8% | 12.6% | 12.5% | 12.4% | 12.3% | 12.2% | 12.1% | 12.0% | 11.9% | |
| Stopa dyskontowa | 100% | 89% | 79% | 70% | 63% | 56% | 50% | 45% | 40% | 36% | |
| Zdyskontowany DPS (PLN/akcję) | 0.00 | 0.30 | 0.46 | 0.40 | 0.36 | 0.45 | 0.41 | 0.37 | 0.33 | 0.30 | |
| Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję) | | | | | | | | | | | 3.38 |
| Wzrost w okresie rezydualnym | | | | | | | | | | | 1.0% |
| Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję) | | | | | | | | | | | 3.27 |
| Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję) | | | | | | | | | | | 6.65 |

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *PLN 1.06/akcję wypłacono w maju 2024

Wycena porównawcza

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

Bazując na naszych prognozach dla lat 2024E-26E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 9.0/5.2/5.4x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 76% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. Marvipol Development – Wycena porównawcza

| Spółka | Kapitalizacja (PLNm) | P/E (x) | | | P/BV (x) | | |
|---|----------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| Dom Development | 3,947 | 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 | 255 | 9.0 | 5.2 | 5.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| Premia/dyskonto (%) | | -1% | -37% | -29% | -78% | -78% | -74% |
| Implikowana wartość godziwa (PLN) | | 6.19 | 9.75 | 8.66 | 28.10 | 28.20 | 23.70 |
| Średnia implikowana FV/akcję (PLN) | | 17.43 | | | | | |

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

4Q24E powinien przynieść oczekiwane odbicie wyników: Spodziewamy się, że MVP wykaże poprawę wyników w bieżącym kwartale. Z ostatniej prezentacji inwestorskiej wynika, że spółka ma przedsprzedane, ale niewydane 388 lokali (w projektach In Place I i Gardenia Lagom). Dlatego spodziewamy się, że deweloper wyda 336 mieszkań, vs. 5 lokali przed rokiem. Prognozujemy, że w 4Q24E przychody wyniosą PLN 250m, EBITDA PLN 37m (vs. PLN -3m w 4Q23), a zysk netto osiągnie PLN 27m (vs. strata PLN 14m przed rokiem). W przypadku kontraktacji zakładamy dalszą stabilizację i przedsprzedaż 116 lokali.

Wyniki i wolumeny w 2025E na wzrostowej ścieżce: W naszym modelu zakładamy, że kontraktacja w 2025E wzrośnie o 11% r/r, dzięki zwiększeniu oferty do 789 lokali (na koniec 3Q24) i oczekiwanym obniżkom stóp procentowych w 2H25E. Prognozujemy, że przekazania zwiększą się o 21% r/r do 641 lokali (dzięki wydaniom z inwestycji Gardenia Lagom II, Trio Park i In Place II), przy równoczesnym wzroście marży brutto (do 22.6%, +2.7p.p. r/r). Szacujemy, że wynik netto w 2025E wzrośnie do PLN 49m (vs. PLN 28m w 2024E).

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 podpisał jedną umowę przedwstępną zbycia projektu magazynowego zlokalizowanego w Warszawie.

Tabela 6. Marvicol Development – prognozy wyników w 4Q24E-4Q25E (PLNm)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 122 | 205 | 85 | 177 | 71 | 197 | 87 | 22 | 26 | 40 | 121 | 250 | 89 | 79 | 192 | 150 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 30 | 42 | 21 | 50 | 14 | 64 | 32 | 8 | 5 | 13 | 23 | 46 | 20 | 18 | 46 | 32 |
| Wynik netto ze sprzedaży | 20 | 30 | 12 | 37 | 7 | 54 | 22 | -3 | -5 | 1 | 9 | 34 | 7 | 5 | 33 | 18 |
| EBITDA | 34 | 36 | 21 | 32 | 9 | 60 | 25 | -3 | -1 | 5 | 17 | 37 | 11 | 8 | 37 | 21 |
| EBIT | 33 | 34 | 18 | 36 | 7 | 58 | 22 | -6 | -4 | 2 | 14 | 34 | 8 | 6 | 34 | 19 |
| Wynik brutto | 35 | 28 | 23 | 26 | 6 | 50 | 31 | -18 | -6 | 3 | 6 | 33 | 7 | 4 | 32 | 18 |
| Wynik netto | 29 | 25 | 19 | 17 | 6 | 40 | 24 | -14 | -5 | 1 | 6 | 27 | 5 | 3 | 26 | 15 |
| Marża brutto | 24.3% | 20.3% | 25.0% | 28.5% | 19.8% | 32.3% | 37.2% | 37.2% | 20.9% | 32.3% | 18.9% | 18.4% | 22.0% | 23.1% | 24.0% | 21.1% |
| Marża EBITDA | 27.7% | 17.8% | 24.1% | 17.9% | 13.2% | 30.4% | 28.4% | n.a. | n.a. | 11.4% | 13.6% | 14.8% | 11.9% | 10.6% | 19.1% | 14.2% |
| Marża EBIT | 27.0% | 16.8% | 21.4% | 20.4% | 9.9% | 29.2% | 25.6% | n.a. | n.a. | 4.9% | 11.3% | 13.6% | 8.8% | 7.2% | 17.7% | 12.5% |
| Marża netto | 23.9% | 12.1% | 22.2% | 9.6% | 8.0% | 20.1% | 28.0% | n.a. | n.a. | 3.3% | 4.6% | 10.6% | 6.1% | 3.9% | 13.5% | 9.8% |
| Kontraktacja (szt.) | 67 | 41 | 44 | 55 | 107 | 141 | 213 | 200 | 144 | 110 | 109 | 116 | 121 | 130 | 130 | 149 |
| Przekazania (szt.) | 224 | 317 | 73 | 296 | 103 | 278 | 37 | 5 | 14 | 18 | 163 | 336 | 99 | 93 | 230 | 218 |
| Cena lokalu (PLNk) | 403 | 476 | 1,031 | 559 | 580 | 656 | 2,058 | 2,037 | 821 | 1,297 | 659 | 714 | 793 | 735 | 789 | 644 |

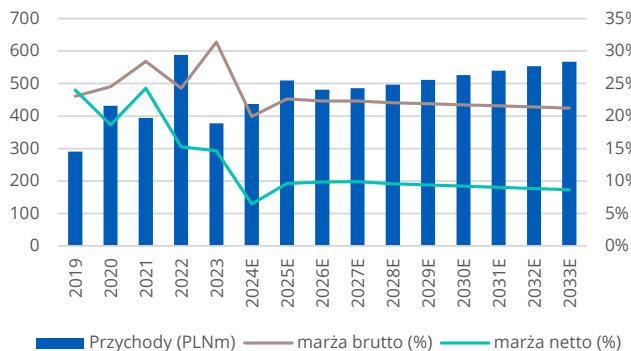
Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 7. Marvicol Development – prognozy wyników w latach 2024E-33E (PLNm)

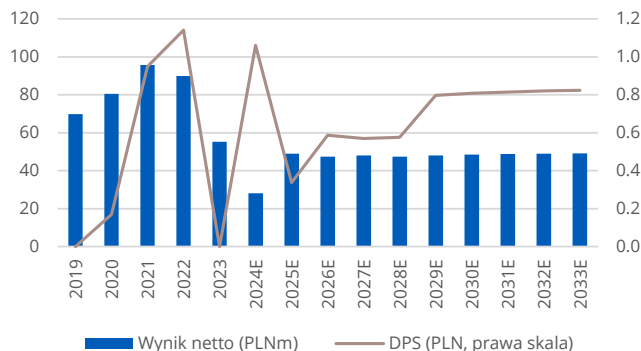
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 431 | 394 | 589 | 378 | 437 | 509 | 481 | 486 | 497 | 511 | 526 | 540 | 554 | 567 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 106 | 112 | 143 | 118 | 87 | 115 | 107 | 108 | 110 | 112 | 114 | 116 | 118 | 120 |
| EBITDA | 93 | 120 | 122 | 91 | 57 | 77 | 67 | 66 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| EBIT | 90 | 116 | 122 | 81 | 46 | 66 | 57 | 58 | 58 | 58 | 59 | 60 | 60 | 61 |
| Wynik brutto | 100 | 114 | 111 | 69 | 36 | 60 | 59 | 59 | 59 | 59 | 60 | 60 | 61 | 61 |
| Wynik netto | 80 | 96 | 90 | 55 | 28 | 49 | 47 | 48 | 47 | 48 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| Marża brutto | 24.5% | 28.4% | 24.3% | 31.4% | 19.9% | 22.6% | 22.3% | 22.3% | 22.1% | 21.9% | 21.7% | 21.6% | 21.4% | 21.2% |
| Marża EBITDA | 21.5% | 30.4% | 20.8% | 24.0% | 13.0% | 15.1% | 13.9% | 13.7% | 13.1% | 12.7% | 12.4% | 12.1% | 11.8% | 11.5% |
| Marża EBIT | 20.8% | 29.6% | 20.7% | 21.5% | 10.5% | 13.0% | 11.9% | 11.9% | 11.6% | 11.4% | 11.3% | 11.1% | 10.9% | 10.7% |
| Marża netto | 18.6% | 24.3% | 15.3% | 14.6% | 6.4% | 9.6% | 9.9% | 9.9% | 9.6% | 9.4% | 9.2% | 9.0% | 8.9% | 8.7% |
| Kontraktacja (szt.) | 1,086 | 376 | 207 | 661 | 479 | 530 | 612 | 608 | 623 | 635 | 648 | 659 | 670 | 681 |
| Przekazania (szt.) | 791 | 554 | 910 | 423 | 531 | 641 | 628 | 618 | 609 | 621 | 631 | 641 | 651 | 660 |
| Cena lokalu (PLNk) | 545 | 651 | 529 | 776 | 720 | 732 | 702 | 704 | 715 | 725 | 735 | 744 | 754 | 763 |
| DPS (PLN) | 0.17 | 0.95 | 1.14 | 0.00 | 1.06 | 0.34 | 0.59 | 0.57 | 0.58 | 0.80 | 0.81 | 0.82 | 0.82 | 0.82 |
| DY (%) | 2.4% | 13.5% | 16.1% | 0.0% | 15.9% | 5.1% | 8.8% | 8.5% | 8.6% | 11.9% | 12.1% | 12.2% | 12.3% | 12.3% |
| Dług netto (PLNm) | 157 | 129 | 239 | 170 | 167 | 215 | 207 | 232 | 225 | 228 | 232 | 237 | 242 | 248 |
| DN/BV (x) | 0.3 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| ROE (%) | 14% | 16% | 14% | 8% | 4% | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

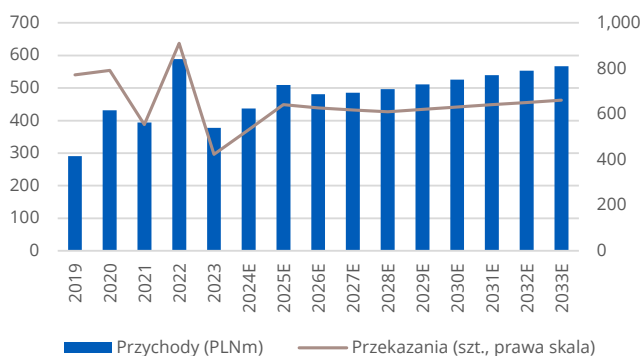


Wykres 9. Marvipol Development – DPS (PLN) na tle zysku netto (PLNm)

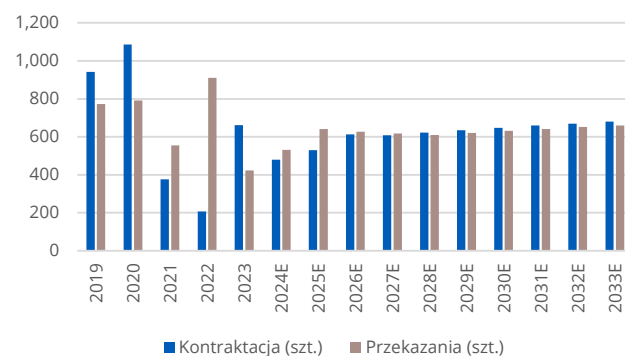


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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

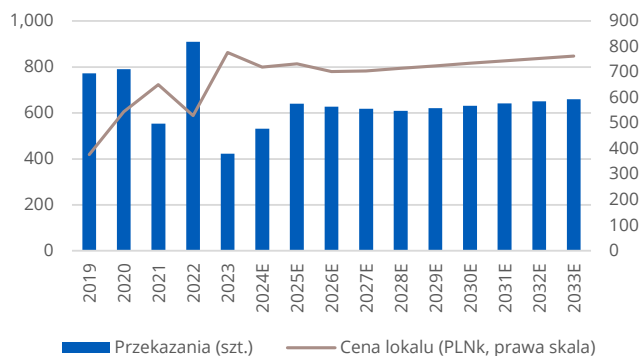


Wykres 11. Marvipol Development – porównanie kontraktacji i przekazania (szt.)

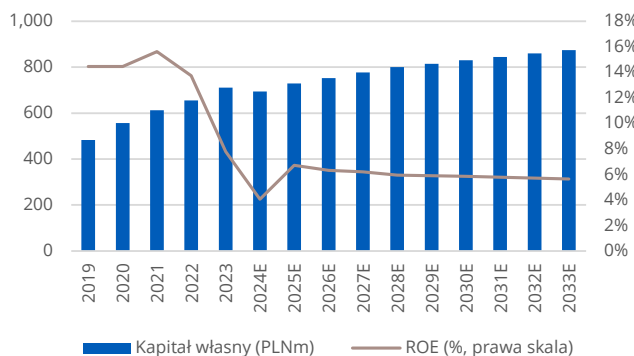


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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 2024E-26E (PLNm)

| | 2024E | | | 2025E | | | 2026E | | |
|--------------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|
| | Obecnie | Poprzednio | Zmiana | Obecnie | Poprzednio | Zmiana | Obecnie | Poprzednio | Zmiana |
| Przychody | 437 | 495 | -12% | 509 | 496 | 3% | 481 | 457 | 5% |
| EBITDA | 57 | 64 | -11% | 77 | 70 | 10% | 67 | 59 | 13% |
| EBIT | 46 | 54 | -15% | 66 | 61 | 9% | 57 | 50 | 14% |
| Wynik netto | 28 | 39 | -28% | 49 | 47 | 4% | 47 | 40 | 19% |
| marża EBITDA | 13.0% | 12.9% | | 15.1% | 14.1% | | 13.9% | 12.9% | |
| marża EBIT | 10.5% | 10.9% | | 13.0% | 12.3% | | 11.9% | 10.9% | |
| marża netto | 6.4% | 7.9% | | 9.6% | 9.5% | | 9.9% | 8.8% | |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Omówienie wyników 3Q24

Spółka opublikowała wyniki za 3Q24 w dniu 25. listopada. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

Dane wolumenowe: Spółka przekazała klientom 163 lokali (vs. 37 mieszkań w 3Q23) i zakontraktowała 109 mieszkań (-49% r/r, -1% q/q) w 3Q24.

Przychody: Marvipol Development zaraportował PLN 121.2m przychodów (+39% r/r, +201%). Rezultat jest efektem większej liczby wydań (+341% r/r) i spadku średniej ceny przekazywanego lokalu do PLN 659k (wskazujemy na mniej korzystny mix wydań).

Marża brutto: W 3Q24 rentowność spadła r/r i wyniosła 18.9%, w tym 17.2% w segmencie mieszkaniowym i 31.9% w „Pozostałe”. Wskazujemy na nadzwyczajnie wysoką bazę w części mieszkaniowej w 3Q23 (>40%).

Koszty SG&A: Koszty SG&A wyniosły PLN 13.4m (vs. PLN 9.9m w 3Q23). Wskaźnik koszty SG&A/przychody był bliski do 11.1%.

EBITDA: EBITDA ukształtowała się na poziomie PLN 16.5m (vs. PLN 24.7m w 3Q23).

Wynik netto: Zysk netto wyniósł PLN 5.6m (vs. PLN 24.3m zysku w 3Q23).

Przepływy z działalności operacyjnej: Marvipol Development wykazał przepływy w kwocie PLN -48.0m (vs. PLN 13.3m w 3Q23; negatywne zmiany w kapitale obrotowym).

Dług netto: Wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnął poziom 11.6x a wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0.3x. Na koniec 3Q24 spółka dysponowała środkami pieniężnymi w kwocie PLN 366m.

Figure 15. Marvipol Development – podsumowanie wyników 3Q24 (PLNm)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | r/r | q/q |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| Przychody | 121.6 | 205.1 | 85.3 | 176.6 | 70.8 | 197.2 | 87.0 | 22.5 | 25.7 | 40.3 | 121.2 | 39% | 201% |
| Wynik brutto ze sprz. | 29.5 | 41.7 | 21.3 | 50.4 | 14.0 | 63.8 | 32.3 | 8.4 | 5.4 | 13.0 | 22.9 | -29% | 76% |
| Wynik netto ze sprz. | 20.4 | 29.9 | 11.6 | 37.2 | 6.6 | 53.9 | 22.4 | -2.7 | -5.0 | 1.4 | 9.5 | -58% | 587% |
| EBITDA | 33.7 | 36.5 | 20.5 | 31.7 | 9.3 | 59.9 | 24.7 | -3.4 | -1.3 | 4.6 | 16.5 | -33% | 261% |
| EBIT | 32.9 | 34.4 | 18.3 | 36.1 | 7.0 | 57.5 | 22.3 | -5.8 | -3.7 | 2.0 | 13.8 | -38% | 601% |
| Wynik brutto | 34.5 | 27.8 | 22.7 | 25.9 | 6.5 | 49.7 | 30.8 | -18.4 | -6.4 | 2.9 | 6.4 | -79% | 119% |
| Wynik netto | 29.1 | 24.9 | 18.9 | 17.0 | 5.7 | 39.6 | 24.3 | -14.3 | -5.4 | 1.3 | 5.6 | -77% | 324% |
| Marża brutto ze sprz. | 24.3% | 20.3% | 25.0% | 28.5% | 19.8% | 32.3% | 37.2% | 37.2% | 20.9% | 32.3% | 18.9% | | |
| Marża EBITDA | 27.7% | 17.8% | 24.1% | 17.9% | 13.2% | 30.4% | 28.4% | n.a. | n.a. | 11.4% | 13.6% | | |
| Marża EBIT | 27.0% | 16.8% | 21.4% | 20.4% | 9.9% | 29.2% | 25.6% | n.a. | n.a. | 4.9% | 11.3% | | |
| Marża netto | 23.9% | 12.1% | 22.2% | 9.6% | 8.0% | 20.1% | 28.0% | n.a. | n.a. | 3.3% | 4.6% | | |
| Kontraktacja (szt.) | 67 | 41 | 44 | 55 | 107 | 141 | 213 | 200 | 144 | 110 | 109 | -49% | -1% |
| Przekazania (szt.) | 224 | 317 | 73 | 296 | 103 | 278 | 37 | 5 | 14 | 18 | 163 | 341% | 806% |
| Śr.cena lokalu (PLNk) | 403 | 476 | 1,031 | 559 | 580 | 656 | 2,058 | 2,037 | 821 | 1,297 | 659 | -68% | -49% |
| CFO | 34.4 | -8.3 | 71.4 | -13.0 | -3.6 | 41.3 | 13.3 | 13.4 | 48.6 | 69.5 | -48.0 | | |
| CFI | -49.8 | 3.2 | -10.0 | 6.4 | -1.8 | -3.7 | -8.4 | 43.8 | 0.3 | -18.6 | 19.4 | | |
| CFF | 67.3 | -73.9 | -44.8 | -32.9 | -10.0 | -0.9 | 40.1 | -5.2 | -16.2 | 22.3 | 2.0 | | |
| Dług netto | 163.2 | 281.0 | 220.6 | 239.1 | 256.8 | 206.8 | 215.4 | 170.2 | 136.5 | 147.3 | 191.2 | | |
| Dług netto/EBITDA | 1.1 | 1.8 | 1.7 | 2.0 | 2.6 | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 1.7 | 6.0 | 11.6 | | |
| Dług netto/BV | 0.3 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | | |
| P/E ltm | 2.4 | 2.3 | 2.6 | 3.1 | 4.2 | 3.4 | 3.2 | 5.0 | 6.3 | 46.6 | -21.8 | | |
| P/BV ltm | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 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 zakontaktował 376, 207 i 661 mieszkań w latach 2021-23, z racji mniejszej oferty oraz wspomnianego spadku popytu. Deweloper przekazał klientom 443 lokale w 2023, w porównaniu z 910 mieszkaniami w 2022 roku.
- **Ryzyko zmienności stop procentowych.** W 2022 roku, popyt na mieszkania znacząco ucierpiał pod wpływem podwyżek stóp procentowych, przeprowadzonych przez RPP. Zdolność kredytowa znacząco spadła – wg danych rynkowych o 60-70%. Co więcej, udział klientów kredytowych w bieżącej przedsprzedaży zmniejszył się z 70-80% do ok. 20% na koniec 2022 roku. Niemniej jednak, zaczynając od 1Q23, zdolność kredytowa uległa stopniowej odbudowie, co wsparło także kontraktowane wolumeny. Wg danych BLK, liczba udzielonych hipotek w ostatnich miesiącach wzrosła w ujęciu r/r.
- **Ryzyko kształtowania polityki kredytowej banków.** Popyt może również ulegać zmianą w związku z polityką kredytową banków. Wg ostatniej ankiety przeprowadzonej przez NBP, znaczna część przedstawicieli sektora zapowiedziała zaostrzenie polityki w najbliższych miesiącach, i to pomimo poprawy otoczenia rynkowego.
- **Ryzyka dotyczące strony kosztowej przedsięwzięć mieszkaniowych.** Rentowność projektów deweloperskich jest zależna od dwóch kluczowych grup kosztów: 1) cen materiałów, oraz 2) cen gruntów. W 2022 roku obserwowano podwyższoną zmienność cen materiałów, w związku z wojną w Ukrainie, co mogło odbić się na marżach projektów. Deweloperzy zdecydowali się podwyższyć ceny sprzedażowe i w naszej ocenie mogło pozwolić to na zniwelowanie ww. czynnika ryzyka. Co więcej, przedstawiciele branży informowali, że w 2023E roku koszyk materiałów budowlanych się co najmniej ustabilizował, co odbieramy pozytywnie. W przypadku banku ziemi, ceny kontynuują długoterminowe trendy wzrostu cen, przez co udział kosztu gruntu w cenie sprzedaży mieszkań zwiększył się z 20% do 22-24%. W naszym modelu zakładamy, że marża brutto będzie stopniowo obniżała się do ok. 22% (vs. długoterminowa średnia historyczna na poziomie 23.7%).
- **Ryzyka dotyczące rynku magazynowego.** Działalność logistyczna jest uzupełnieniem modelu biznesowego grupy. Na koniec 2Q24, Marvipol miał zainwestowane ok. PLN 165m w projekty magazynowe i odzyska je w momencie sprzedaży ww. aktywów. Zwracamy uwagę na wyhamowanie transakcji inwestycyjnych, spowodowane spowolnieniem gospodarczym oraz wzrostem stóp kapitalizacji, które odbiły się na wycenach aktywów. Do stopniowej odbudowy rynku może dojść w 2H24E.

Kluczowe dane finansowe

Tabela 16. 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 | 437 | 509 | 481 | 486 | 497 | 511 | 526 | 540 | 554 | 567 |
| Koszt własny sprzedaży | -224 | -326 | -282 | -446 | -259 | -350 | -394 | -373 | -377 | -387 | -399 | -411 | -423 | -435 | -447 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 67 | 106 | 112 | 143 | 118 | 87 | 115 | 107 | 108 | 110 | 112 | 114 | 116 | 118 | 120 |
| Koszty sprzedaży i zarządu | -43 | -47 | -41 | -44 | -38 | -48 | -52 | -55 | -55 | -56 | -58 | -60 | -61 | -63 | -64 |
| Wynik netto ze sprzedaży | 24 | 59 | 71 | 99 | 80 | 39 | 64 | 53 | 53 | 53 | 54 | 55 | 55 | 56 | 56 |
| Udział w zyskach wsp. przeds. | 64 | 30 | 39 | 22 | -4 | 4 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Pozostałe przychody/koszty | 2 | 1 | 7 | 0 | 5 | 3 | -1 | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| EBITDA | 94 | 93 | 119 | 122 | 91 | 57 | 77 | 67 | 66 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| EBIT | 91 | 90 | 116 | 122 | 81 | 46 | 66 | 57 | 58 | 58 | 58 | 59 | 60 | 60 | 61 |
| Koszty finansowe netto | -1 | 10 | -3 | -11 | -12 | -10 | -6 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Wynik przed opodatkowaniem | 90 | 100 | 114 | 111 | 69 | 36 | 60 | 59 | 59 | 59 | 59 | 60 | 60 | 61 | 61 |
| Podatek dochodowy | -20 | -19 | -18 | -21 | -13 | -8 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 | -12 | -12 |
| Wynik netto | 70 | 80 | 96 | 90 | 55 | 28 | 49 | 47 | 48 | 47 | 48 | 49 | 49 | 49 | 49 |

| Bilans (PLN m) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 262 | 216 | 264 | 400 | 339 | 352 | 408 | 465 | 494 | 494 | 495 | 497 | 499 | 502 | 506 |
| WNiP | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 32 | 31 | 51 | 63 | 66 | 67 | 59 | 52 | 46 | 41 | 36 | 33 | 30 | 28 | 26 |
| Długoterminowe aktywa finansowe | 146 | 120 | 81 | 215 | 182 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 84 | 66 | 133 | 122 | 91 | 101 | 164 | 229 | 264 | 269 | 274 | 279 | 285 | 290 | 295 |
| Aktywa obrotowe | 1,012 | 1,098 | 1,285 | 978 | 1,122 | 1,348 | 1,318 | 1,319 | 1,288 | 1,300 | 1,301 | 1,301 | 1,299 | 1,297 | 1,294 |
| Zapasy | 724 | 854 | 1,008 | 768 | 812 | 934 | 1,003 | 1,022 | 1,040 | 1,068 | 1,095 | 1,122 | 1,149 | 1,174 | 1,200 |
| Należności handlowe | 46 | 53 | 48 | 37 | 21 | 30 | 35 | 33 | 33 | 34 | 35 | 36 | 37 | 38 | 39 |
| Środki pieniężne | 176 | 191 | 218 | 168 | 287 | 384 | 280 | 263 | 214 | 197 | 170 | 142 | 113 | 84 | 54 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 66 | 0 | 11 | 4 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Aktywa razem | 1,275 | 1,314 | 1,550 | 1,377 | 1,461 | 1,701 | 1,726 | 1,784 | 1,782 | 1,794 | 1,796 | 1,798 | 1,799 | 1,799 | 1,800 |
| Kapitał | 483 | 557 | 613 | 655 | 710 | 694 | 729 | 752 | 777 | 800 | 815 | 830 | 845 | 859 | 874 |
| Mniejszości | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zob. długoterminowe | 326 | 259 | 296 | 412 | 366 | 443 | 399 | 384 | 369 | 353 | 338 | 323 | 308 | 292 | 277 |
| Kredyty, pożyczki i leasing | 294 | 233 | 272 | 383 | 334 | 406 | 362 | 347 | 332 | 317 | 301 | 286 | 271 | 256 | 240 |
| Pozostałe zob. długoterminowe | 32 | 26 | 24 | 28 | 32 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| Zob. krótkoterminowe | 465 | 498 | 641 | 311 | 385 | 563 | 597 | 648 | 637 | 640 | 643 | 645 | 646 | 647 | 648 |
| Zobowiązania handlowe | 51 | 53 | 58 | 46 | 39 | 46 | 53 | 50 | 51 | 52 | 53 | 55 | 56 | 58 | 59 |
| Kredyty, pożyczki i leasing | 147 | 143 | 95 | 31 | 128 | 150 | 137 | 128 | 119 | 111 | 102 | 93 | 84 | 75 | 67 |
| Pozostałe zob. krótkoterminowe | 267 | 302 | 488 | 233 | 217 | 368 | 407 | 469 | 467 | 478 | 487 | 497 | 506 | 514 | 522 |
| Pasywa razem | 1,275 | 1,314 | 1,550 | 1,377 | 1,461 | 1,701 | 1,726 | 1,784 | 1,782 | 1,794 | 1,796 | 1,798 | 1,799 | 1,799 | 1,800 |
| Dług (PLN m) | 441 | 376 | 367 | 415 | 462 | 556 | 499 | 475 | 451 | 427 | 403 | 379 | 355 | 331 | 307 |
| Dług netto (PLN m) | 265 | 185 | 149 | 246 | 175 | 172 | 220 | 212 | 237 | 230 | 233 | 237 | 242 | 247 | 253 |

| Rachunek przepł. (PLN m) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przepływy z dział. oper. | -27 | -49 | 67 | 85 | 64 | 100 | 43 | 101 | 38 | 40 | 38 | 38 | 37 | 37 | 36 |
| Wynik brutto | 90 | 100 | 114 | 111 | 69 | 36 | 60 | 59 | 59 | 59 | 59 | 60 | 60 | 61 | 61 |
| Amortyzacja | 3 | 3 | 3 | 1 | 10 | 11 | 10 | 10 | 9 | 8 | 7 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| Zmiana kapitału obrotowego | -45 | -93 | 12 | 12 | -26 | 50 | -28 | 42 | -20 | -16 | -17 | -17 | -18 | -16 | -17 |
| Pozostałe | -75 | -58 | -62 | -39 | 12 | 3 | -1 | -9 | -10 | -10 | -11 | -11 | -12 | -12 | -12 |
| Przepływy z dział. inwest. | 45 | 124 | 13 | -50 | 30 | 0 | -63 | -62 | -32 | -2 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| CAPEX | -91 | -25 | -75 | -53 | -5 | -5 | -63 | -62 | -32 | -2 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| Pozostałe | 136 | 149 | 87 | 3 | 35 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Przepływy z dział. finan. | 5 | -60 | -52 | -84 | 24 | -2 | -85 | -55 | -54 | -54 | -63 | -63 | -63 | -63 | -63 |
| Zmiana w kapitale | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zmiana długu | 26 | -35 | 5 | -9 | 59 | 78 | -56 | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 | -24 |
| Dywidendy dla akcjonariuszy | 0 | -7 | -40 | -47 | 0 | -44 | -14 | -24 | -24 | -24 | -33 | -34 | -34 | -34 | -34 |
| Pozostałe | -22 | -18 | -17 | -28 | -35 | -36 | -14 | -7 | -6 | -6 | -6 | -5 | -5 | -5 | -4 |
| Zmiana gotówki | 23 | 15 | 27 | -50 | 118 | 97 | -104 | -16 | -49 | -17 | -27 | -28 | -29 | -29 | -30 |
| Śr. pieniężne na koniec okr. | 176 | 191 | 218 | 168 | 287 | 384 | 280 | 263 | 214 | 197 | 170 | 142 | 113 | 84 | 54 |

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

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

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

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

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

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

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

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

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

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

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

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

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 lipca 2024 – 30 września 2024)

| | Liczba | % |
|----------|--------|------|
| Kup | 18 | 56% |
| Trzymaj | 8 | 25% |
| Sprzedaj | 6 | 19% |
| Suma | 32 | 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 |