

Marvipol Development

Odbudowa rynku jest kluczowym czynnikiem

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Marvipol Development od zalecenia KUPUJ i wyznaczamy wartość godziwą na poziomie PLN 10.49/akcję (31.2% potencjału wzrostu). Zwracamy uwagę na toczącą się poprawę kontraktacji i prognozujemy, że spółka przedsprzeda 495 i 586 lokali w latach 2023E i 2024E, co powinno wesprzeć wyniki i przepływy pieniężne w okresie 2025E-26E (w 2024E należy liczyć się z przekazywaniem inwestycji z niższymi marżami, co naszym zdaniem negatywnie przełoży się na wynik netto; zaś w 2025E powinno dojść do istotnej poprawy). Doceniamy także ekspozycję spółki na stabilny segment magazynowy (nie wykluczamy potencjalnych dezinwestycji), oczekiwany powrót do wypłaty dywidend (szacujemy DPS na poziomie PLN 0.8 w 2024E) i silny bilans. W oparciu o nasze prognozy, Marvipol Development jest obecnie wyceniany na mnożniku P/E 5.0x w 2023E oraz 9.6x w 2024E, oraz 0.5x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2023E-24E

Odbudowa popytu i zwiększenie oferty wsparciem dla kontraktacji. Po bardzo słabych danych sprzedażowych w 2022 roku (spadek kontraktacji do 207 lokali, -45% r/r), spodziewamy się, że spółka wykaże solidne odbicie, wsparte poprawiającym się otoczeniem rynkowym oraz oczekiwaną rozbudową oferty. Dlatego też, prognozujemy, że tegoroczna przedsprzedaż wyniesie 495 mieszkań (+139% r/r; +130% r/r w 1H23) i że trend będzie kontynuowany w 2024E, ze wzrostem o 18% r/r.

Przeciętne wyniki w 2024E i odbicie w 2025E. Prognozujemy, że spółka osiągnie PLN 67m zysku netto w 2023E. W 2024E, deweloper może zaraportować przeciętne rezultaty, spowodowane mniej korzystną strukturą przekazania (niższa rentowność) i oczekujemy spadku zysku do PLN 35m. Wierzymy, że marże i wolumeny ulegną poprawie w 2025E i zakładamy PLN 57m wyniku netto.

Potencjalne dezinwestycje w segmencie magazynowym wzmocnieniem dla pozycji gotówkowej. Grupa planuje sprzedać co najmniej część portfolio logistycznego, co wsparłoby pozycję gotówkową. Estymujemy, że łączna wartość 3 istniejących projektów, przypisana do Marvipol Development, wynosi PLN 191m. Zakładamy, że do potencjalnych transakcji mogłoby dojść w 4Q23E lub 2024E, wraz z odbudową rynku inwestycyjnego.

Oczekiwany powrót do regularnych wypłat dywidend. W naszych prognozach zakładamy, że spółka powróci do regularnych wypłat dywidend, zaczynając od 2024E. Zakładamy stopień wypłaty dywidendy w wysokości 50% i DPS równy PLN 0.8, co implikuje stopę dywidendy rzędu 10.0%.

Wycena mnożnikowa. W oparciu o nasze prognozy, Marvipol Development jest obecnie handlowany na mnożniku P/E 5.0x w 2023E oraz 9.6x w 2024E, oraz 0.5x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2023E-24E (70% dyskonto względem grupy porównawczej).

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

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	431	394	589	394	428	469
EBITDA	93	119	122	103	51	78
EBIT	90	116	122	94	42	69
Wynik netto	80	96	90	67	35	57
P/E (x)	4.1	3.5	3.7	5.0	9.6	5.8
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE (%)	14%	16%	14%	9%	5%	8%
DPS (PLN)	0.2	0.9	1.1	0.0	0.8	0.4
Stopa dywidendy (%)	2.1%	11.9%	14.2%	0.0%	10.0%	5.2%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

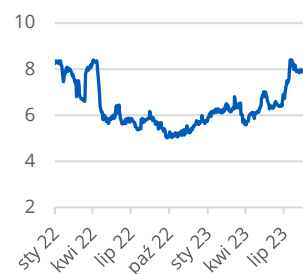
Deweloperzy

Marvipol Development KUPUJ FV PLN 10.49

31.2% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 6 września 2023 PLN 8.00

Raport inicjujący



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	41.7
Kapitalizacja (EUR m)	74.1
12M śr. dzienny wolumen (k)	17.2
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.02
12M max/min (PLN)	8.76/4.94
Waga w WIG	0.03%
Reuters	MVP.WA
Bloomberg	MVP.PW

Stopy zwrotu

1M	+0.5%
3M	+27.0%
12M	+41.3%

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 10.49**

Kapitalizacja EUR 74m

Potencjał wzrostu +31.2%

Mnożniki wyceny	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	3.5	3.7	5.0	9.6	5.8
EV/EBITDA (x)	4.0	4.7	5.6	10.6	7.0
EV/Przychody (x)	1.2	1.0	1.5	1.3	1.2
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Stopa FCFE (%)	24%	10%	1%	21%	2%
DY (%)	12%	14%	0%	10%	5%

Na akcję	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (m szt.)	41.7	41.7	41.7	41.7	41.7
EPS (PLN)	2.3	2.2	1.6	0.8	1.4
BVPS (PLN)	14.7	15.7	17.3	17.4	18.3
FCFPS (PLN)	1.9	0.8	0.1	1.7	0.2
DPS (PLN)	0.95	1.14	0.00	0.80	0.42

Dynamika r/r (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	-8.7%	49.5%	-33.1%	8.7%	9.5%
Wynik brutto ze sprz.	5.7%	27.8%	-11.9%	-38.9%	38.2%
EBITDA	28.8%	2.4%	-15.7%	-50.5%	52.1%
EBIT	30.0%	4.4%	-22.9%	-54.8%	63.8%
Wynik netto	18.9%	-6.0%	-25.7%	-47.9%	65.0%

Wskaźniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marża brutto (%)	28.4%	24.3%	32.0%	18.0%	22.7%
Marża EBITDA (%)	30.3%	20.8%	26.2%	11.9%	16.6%
Marża EBIT (%)	29.6%	20.7%	23.8%	9.9%	14.8%
Marża netto (%)	24.3%	15.3%	17.0%	8.1%	12.3%
Dług netto / EBITDA (x)	1.2	2.0	2.3	4.0	2.8
Dług netto / Kapitał (x)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
Dług netto / Aktywa (x)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2
ROE (%)	15.6%	13.7%	9.3%	4.8%	7.5%
ROA (%)	6.2%	6.5%	4.9%	2.5%	4.1%
ROIC (%)	12.5%	10.6%	7.6%	3.6%	5.6%

Założenia	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Kontrakcja (szt.)	376	207	495	586	618
zmiana r/r	-65%	-45%	139%	18%	5%
Przekazania (szt.)	554	910	439	576	660
zmiana r/r	-30%	64%	-52%	31%	15%
Śr.cena lokalu (PLN)*	711	647	897	744	710
zmiana r/r	30%	-9%	39%	-17%	-4%

RZIS (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	431	394	589	394	428	469
Koszt własny sprzedaży	-326	-282	-446	-268	-351	-362
Wynik brutto ze sprzedaży	106	112	143	126	77	106
Koszty sprzedaży i zarządu	-47	-41	-44	-39	-43	-47
Wynik netto ze sprzedaży	59	71	99	87	34	59
Udział w zyskach wsp. przedś.	30	39	22	3	9	10
Pozostałe przychody/koszty	1	7	0	4	0	0
EBITDA	93	119	122	103	51	78
EBIT	90	116	122	94	42	69
Koszty finansowe netto	10	-3	-11	-11	1	2
Wynik przed opodatkowaniem	100	114	111	83	43	71
Podatek dochodowy	-19	-18	-21	-16	-8	-13
Wynik netto	80	96	90	67	35	57

Bilans (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktywa trwałe	216	264	400	366	368	373
WNiP	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	31	51	63	61	55	49
Długoterminowe aktywa finansow	120	81	215	206	206	206
Pozostałe aktywa trwałe	66	133	122	98	107	118
Aktywa obrotowe	1,098	1,285	978	1,007	1,010	1,044
Zapasy	854	1,008	768	830	829	886
Należności handlowe	53	48	37	25	27	30
Środki pieniężne	191	218	168	143	145	119
Pozostałe aktywa obrotowe	0	11	4	9	9	9
Aktywa razem	1,314	1,550	1,377	1,373	1,378	1,417
Kapitał	557	613	655	722	723	763
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	259	296	412	397	378	361
Kredyty, pożyczki i leasing	233	272	383	365	346	328
Środki zob. długoterminowe	26	24	28	32	32	32
Zob. krótkoterminowe	498	641	311	254	277	293
Zobowiązania handlowe	53	58	46	31	33	37
Kredyty, pożyczki i leasing	143	95	31	20	4	4
Pozostałe zob. krótkoterminowe	302	488	233	203	240	252
Pasywa razem	1,314	1,550	1,377	1,373	1,378	1,417
Cykl konwersji gotówki (dni)	712	913	465	754	692	675
Dług (PLN m)	376	367	415	385	350	333
Dług netto (PLN m)	185	149	246	242	205	214

Rachunek przepł. (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przepływy z dział. oper.	-49	67	85	10	72	10
Wynik brutto	100	114	111	83	43	71
Amortyzacja	3	3	1	9	9	8
Zmiana kapitału obrotowego	-93	12	12	-84	38	-44
Pozostałe	-58	-62	-39	1	-17	-25
Przepływy z dział. inwest.	124	13	-50	-6	-2	-2
CAPEX	-25	-75	-53	-4	-2	-2
Pozostałe	149	87	3	-2	0	0
Przepływy z dział. finan.	-60	-52	-84	-29	-68	-33
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-35	5	-9	-9	-35	-17
Dywidendy dla akcjonariuszy	-7	-40	-47	0	-33	-17
Pozostałe	-18	-17	-28	-20	1	2
Zmiana gotówki	15	27	-50	-26	2	-26
Śr. pieniężne na koniec okr.	191	218	168	143	145	119

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 2Q23	8
Model biznesowy	9
Segment mieszkaniowy	9
Działalność magazynowa.....	10
Akcjonariat.....	11
Otoczenie rynkowe	12
Rynek mieszkaniowy	12
Rynek magazynowy	15
Czynniki ryzyka	16
Kluczowe dane finansowe	17

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%	11.09	38.6%
Segment mieszkaniowy (metoda DCF; EV segmentu)		8.81	
Segment logistyczny (wart. rynkowa istniejących oraz planowanych projektów)		8.02	
Dług netto 2022		-5.74	
DDM wartość godziwa (PLN/akcję)	20%	8.11	1.4%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	18.68	133.5%
Wartość godziwa (PLN/akcję)		10.49	31.2%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena SOTP

Metoda SOTP, w naszej ocenie, jest najbardziej adekwatnym podejściem w przypadku Marvicol Development. Do wyceny segmentu mieszkaniowego wykorzystujemy metodę DCF (więcej szczegółów poniżej). W przypadku działalności logistycznej, wartość obszaru obliczamy jako sumę wartości rynkowej istniejących projektów (w Warszawie, Poznaniu i Wrocławiu), skorygowaną o udział spółki w inwestycjach, oraz wartości księgowej planowanych inwestycji (w Katowicach i Łodzi). Otrzymaną wartość korygujemy o dług netto z końca 2022 roku.

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych segmentu mieszkaniowego opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2023E-32E (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)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Okres rezidualny				
Przychody	394	428	469	478	506	519	529	538	547	555	560				
EBIT	91	34	59	59	61	61	62	63	64	64	65				
Podatek	-18	-6	-11	-11	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12				
NOPLAT	73	27	48	48	50	50	50	51	52	52	53				
Amortyzacja	9	9	8	7	7	6	5	5	5	4	4				
CAPEX	-4	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4				
Zmiana w kapitale obrotowym	-84	38	-44	-14	-17	-17	-17	-16	-16	-15	-11				
FCF	-5	72	10	38	37	37	37	37	38	39	42				
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%				
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	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%				
Koszt długu przed opodatkowaniem	9.6%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%				
Efektywna stopa podatkowa	19.3%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%				
Koszt długu po opodatkowaniu	7.8%	7.8%	7.8%	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%				
Waga długu	27.7%	25.1%	23.2%	21.6%	20.1%	18.7%	17.3%	16.0%	14.7%	13.4%	13.4%				
Waga kapitału	72.3%	74.9%	76.8%	78.4%	79.9%	81.3%	82.7%	84.0%	85.3%	86.6%	86.6%				
WACC	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%	10.7%	10.8%	10.8%	10.9%	10.9%	10.9%				
Stopa dyskontowa	97%	88%	80%	72%	65%	58%	52%	47%	42%	38%					
Wartość bieżąca FCF	-5	63	8	28	24	21	19	18	16	15					
Suma wartości bieżących FCF											206				
Wzrost w okresie rezidualnym											1.0%				
Wartość rezidualna											424				
Wartość bieżąca wartości rezidualnej											161				
EV											367				
EV na akcję (PLN)											8.81				
Wrażliwość DCF (PLN)															
Wzrost w okresie rezidualnym											WACC w okresie rezidualnym				
0.0%											8.9%	9.9%	10.9%	11.9%	12.9%
1.0%											9.24	8.81	8.45	8.16	7.91
2.0%											9.78	9.24	8.81	8.45	8.16
											10.48	9.78	9.24	8.81	8.45

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	8.8	6.00%	50%	16.3	73.2
Wrocław II	18.0	3.8	93%	0.8	3.4	6.35%	68%	8.2	36.9
Poznań	61.0	3.8	93%	2.6	11.7	6.50%	45%	18.0	80.9
Razem	120.0	4.0	93%	5.3	23.9	6.29%	50%	42.5	191.0
Projekty planowane**									143.0
Wartość łączna na akcję									334.0 <i>8.02</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 naszym modelu zakładamy, że grupa powróci do regularny wypłat dywidendy, zaczynając od 2024 roku, przy 50% stopniu wypłaty dywidendy.

Tabela 4. Marvipol Development – Wycena DDM (PLNm)

DDM	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Okres rezydualny
DPS (PLN/akcję)	0.00	0.80	0.42	0.69	0.69	0.71	0.72	0.73	0.73	0.74	1.27
Koszt kapitału	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	
Stopa dyskontowa	97%	87%	78%	70%	63%	56%	51%	45%	41%	37%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.00	0.70	0.33	0.48	0.43	0.40	0.36	0.33	0.30	0.27	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)											3.61
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję)											4.51
Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję)											8.11

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 2023E-25E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 5.0/9.6/5.8x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 70% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. Marvipol Development – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Dom Development	3,814	8.6	8.4	8.0	2.4	2.2	2.0
Atal	2,261	7.5	9.8	8.3	1.6	1.6	1.5
Develia	2,200	11.2	12.0	11.7	1.5	1.5	1.4
Lokum Deweloper	337	4.7	8.0	6.1	0.7	0.7	0.7
Mediana		8.1	9.1	8.2	1.6	1.5	1.5
Marvipol Development	333	5.0	9.6	5.8	0.5	0.5	0.4
Premia/dyskonto (%)		-38%	5%	-29%	-70%	-70%	-70%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		12.93	7.61	11.28	27.02	26.63	26.62
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)		18.68					

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Prognozy 3Q23E i 2023E: Mając na uwadze harmonogram projektów, prognozujemy, że Marvipol Development przekaże 46 mieszkań w 3Q23E, vs. 73 lokale w 3Q22. Pomimo zakładanej znaczącej poprawy marży brutto (37.2%, vs. 25.0% w 3Q22), prognozujemy że przychody wyniosą PLN 73.7m, EBIT wyniesie PLN 17.5m (vs. PLN 18.3m w 3Q22), a wynik netto spadnie do PLN 13.0m (vs. PLN 18.9m w 3Q22). Zwracamy uwagę, że zysk netto w 3Q22 był wsparty dodatnim saldem finansowym w wysokości PLN 4.4m.

W ujęciu całorocznym, zakładamy że deweloper przekaże 439 mieszkania (-52% r/r), przy średniej cenie lokalu PLN 897.0k (+39% r/r, wpływ wzrostu cen i korzystniejszego miksu wydań). W scenariuszu bazowym, przychody wyniosą PLN 393.7m (-33% r/r), marża brutto zwiększy się do 32.0% (+7.7p.p. r/r), a zysk netto spadnie do PLN 66.8m (vs. PLN 89.9m w 2022 roku). Równocześnie, estymujemy, że kontrakcja zwiększy się do 495 lokali (+139% r/r), dzięki odbudowie popytu oraz rozbudowie oferty.

Oczekiwania wynikowe w 2024E: W 2024 roku będą oddawane do użytku projekty z istotnie niższymi marżami, z racji presji kosztowej (m.in. wyższych kosztów generalnego wykonawstwa). Na chwilę obecną zakładamy, że marża brutto spadnie do 18.0% (spodziewamy się słabszej rentowności w projektach Motława Garden i In Place I). Dlatego też, pomimo wzrostu liczby wydań, prognozujemy, że Marvipol Development zaraportuje PLN 427.9m przychodów, PLN 42.4m EBIT oraz PLN 34.8m zysku netto (+9%/-55%/-48% r/r, odpowiednio). Zaznaczamy, że nie uwzględniamy potencjalnego wpływu sprzedaży aktywów logistycznych, co jest jednym z celów spółki. Jednocześnie wierzymy, że podmiot będzie kontynuował odbudowę liczby zakontraktowanych mieszkań i przyjmujemy przedsprzedaż 586 lokali w 2024 roku (+18% r/r).

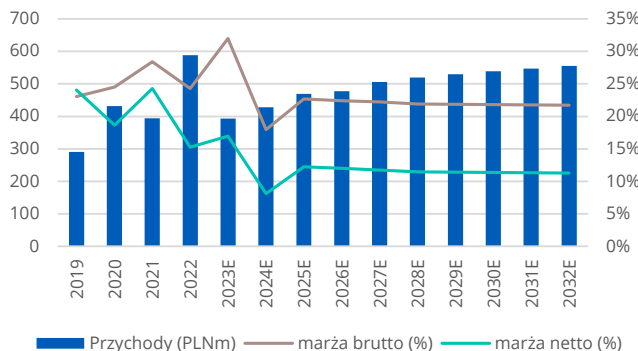
Perspektywy długoterminowe i polityka dywidendowa: Spodziewamy się, że Marvipol Development poprawi swoje wyniki finansowe w 2025 roku, dzięki projektom z wyższymi marżami oraz wzrostowi kontrakcji (prognozujemy wynik netto w wys. PLN 57.5m). W dłuższej perspektywie zakładamy, że deweloper będzie w stanie kontraktować i przekazywać po 600-700 mieszkań rocznie, równocześnie z rentownością w przedziale 21.7-22.7%, vs. średnia historyczna rzędu 23.7%. Co więcej, uważamy że grupa powróci do regularnych wypłat dywidend już od 2024 roku (przyjmujemy wskaźnik wypłaty dywidendy rzędu 50%).

Tabela 6. Marvipol Development – prognozy wyników w latach 2023E-32E (PLNm)

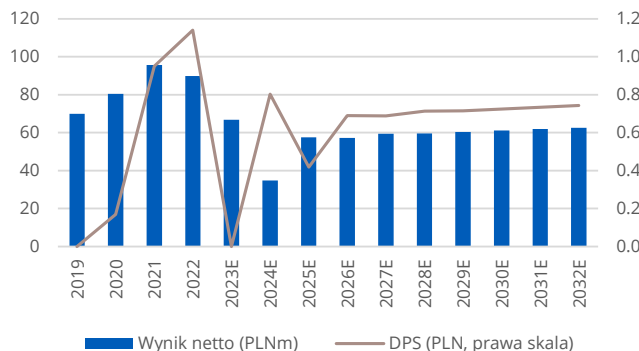
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przychody	291	431	394	589	394	428	469	478	506	519	529	538	547	555
Wynik brutto ze sprzedaży	67	106	112	143	126	77	106	107	112	114	116	117	119	120
EBITDA	94	93	120	122	103	51	78	77	79	78	79	79	80	80
EBIT	91	90	116	122	94	42	69	69	72	72	73	74	75	76
Wynik brutto	90	100	114	111	83	43	71	71	73	74	75	76	76	77
Wynik netto	70	80	96	90	67	35	57	57	59	60	60	61	62	63
Marża brutto	23.0%	24.5%	28.4%	24.3%	32.0%	18.0%	22.7%	22.4%	22.2%	21.9%	21.9%	21.8%	21.8%	21.7%
Marża EBITDA	32.2%	21.5%	30.4%	20.8%	26.2%	11.9%	16.6%	16.1%	15.5%	15.0%	14.9%	14.7%	14.6%	14.4%
Marża EBIT	31.1%	20.8%	29.6%	20.7%	23.8%	9.9%	14.8%	14.6%	14.2%	13.9%	13.8%	13.8%	13.7%	13.6%
Marża netto	24.0%	18.6%	24.3%	15.3%	17.0%	8.1%	12.3%	12.0%	11.8%	11.5%	11.4%	11.4%	11.3%	11.3%
Kontrakcja (szt.)	942	1,086	376	207	495	586	618	643	662	671	679	686	692	695
Przekazania (szt.)	772	791	554	910	439	576	660	671	651	662	668	674	679	683
Cena lokalu (PLNk)	377	545	711	647	897	744	710	712	777	784	792	799	806	812
DPS (PLN)	0.0	0.2	0.9	1.1	0.0	0.8	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
DY (%)	0.0%	2.1%	11.9%	14.2%	0.0%	10.0%	5.2%	8.6%	8.6%	8.9%	8.9%	9.1%	9.2%	9.3%
Dług netto (PLNm)	231	157	129	239	238	201	209	201	194	188	182	176	170	163
DN/BV (x)	0.5	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	14%	14%	16%	14%	9%	5%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

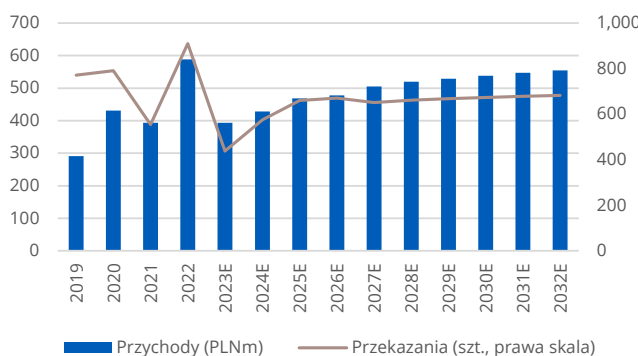


Wykres 8. Marvipol Development – DPS (PLN) na tle zysku netto (PLNm)

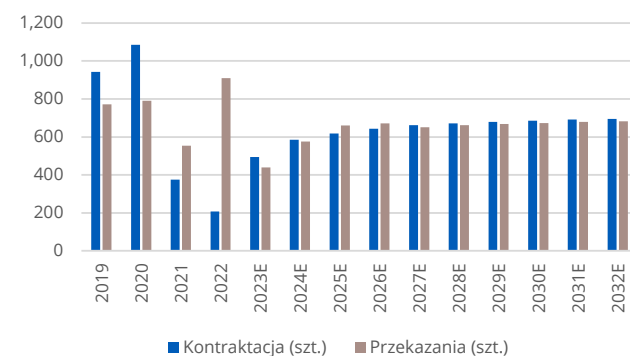


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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

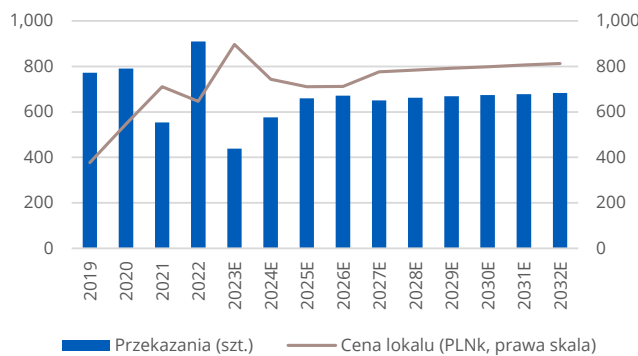


Wykres 10. Marvipol Development – porównanie kontraktacji i przekazania (szt.)

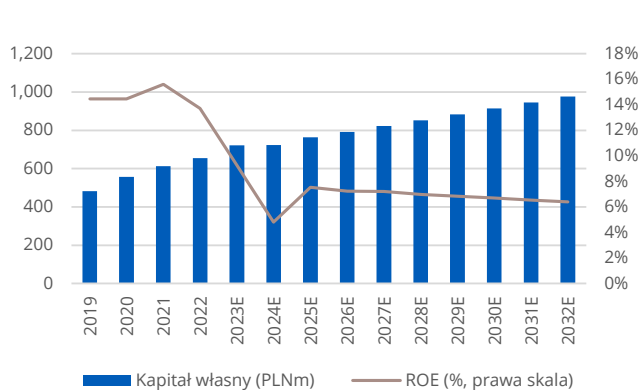


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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



Wykres 12. Marvipol Development - ROE (%)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Omówienie wyników 2Q23

Spółka opublikowała wyniki za 2Q23 w dniu 25. sierpnia. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

Wolumeny: Spółka przekazała 278 mieszkań (-12% r/r) oraz zakontraktowała 141 lokali (+244% r/r) w 2Q23.

Przychody: Marvopol Development wykazał PLN 197.2m przychodów, co oznacza spadek o 4% r/r, co było efektem wyższej średniej ceny oddawanego lokalu, która wyniosła PLN 709k (+10% r/r) i ww. spadku wydań mieszkań.

Marża brutto ze sprzedaży: W 2Q23 rentowność brutto spółki wzrosła o 12.0p.p. r/r do 32.3%, co było spowodowane korzystniejszym miksem przekazania (Marvopol Development podał, że wydawano głównie lokale w projektach Lazurova Concept oraz Apartamenty Zielony Natolin).

Koszty SG&A i wynik z JV: Deweloper wykazał PLN 9.8m kosztów SG&A, w porównaniu z PLN 11.8m w 2Q22. W relacji do przychodów, koszty SG&A stanowiły 5.0%. Wynik z projektów w formule JV wyniósł PLN 0.7m (vs. PLN 3.8m przed rokiem).

EBITDA: EBITDA zwiększyła się do PLN 59.9m, +64% r/r, co przełożyło się na marżę 30.4% (+12.6p.p. r/r).

Wynik netto: Zysk netto wzrósł do PLN 39.6m (+59% r/r; zwracamy uwagę, że spółka wykazała PLN -7.9m w obszarze salda finansowego, vs. PLN -6.6m w 2Q22).

Cash flow operacyjny: Marvopol Development zaraportował przepływy z działalności operacyjnej w wysokości PLN 41.3m (vs. PLN -8.3m w 2Q22), będący rezultatem m.in. pozytywnej kontrybucji zaraportowanych wyników finansowych.

Dług netto: Wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 1.7x, a wskaźnik dług netto/BV ukształtował się na poziomie 0.3x (-0.2x r/r i -0.1x q/q). Na koniec 2Q23 Marvopol Development posiadał PLN 189.6m środków pieniężnych.

Tabela 13. Marvopol Development – podsumowanie wyników 2Q23 (PLNm)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	r/r	q/q
Przychody	40.1	13.2	115.2	262.9	50.7	24.6	188.6	129.8	121.6	205.1	85.3	176.6	70.8	197.2	-4%	178%
Wynik brutto ze sprz.	12.1	4.1	31.0	58.6	12.7	7.4	48.5	43.2	29.5	41.7	21.3	50.4	14.0	63.8	53%	356%
Wynik netto ze sprz.	-0.9	-3.7	20.3	42.9	4.6	-1.6	38.7	28.9	20.4	29.9	11.6	37.2	6.6	53.9	81%	723%
EBITDA	5.1	7.9	31.4	48.4	8.5	27.7	41.4	41.8	33.7	36.5	20.5	31.7	9.3	59.9	64%	543%
EBIT	4.4	6.9	30.6	47.7	7.8	26.9	40.6	41.1	32.9	34.4	18.3	36.1	7.0	57.5	67%	719%
Wynik brutto	12.9	6.8	31.7	48.4	8.5	23.4	40.4	41.5	34.5	27.8	22.7	25.9	6.5	49.7	79%	665%
Wynik netto	11.8	5.6	25.8	37.3	8.1	21.0	33.2	33.3	29.1	24.9	18.9	17.0	5.7	39.6	59%	599%
Marża brutto ze sprz.	30.2%	30.8%	26.9%	22.3%	25.0%	30.2%	25.7%	33.3%	24.3%	20.3%	25.0%	28.5%	19.8%	32.3%		
Marża EBITDA	12.7%	59.9%	27.2%	18.4%	16.8%	112.8%	21.9%	32.2%	27.7%	17.8%	24.1%	17.9%	13.2%	30.4%		
Marża EBIT	11.0%	52.4%	26.5%	18.1%	15.4%	109.4%	21.5%	31.7%	27.0%	16.8%	21.4%	20.4%	9.9%	29.2%		
Marża netto	29.4%	42.2%	22.4%	14.2%	16.0%	85.4%	17.6%	25.7%	23.9%	12.1%	22.2%	9.6%	8.0%	20.1%		
Kontraktacja (szt.)	112	112	160	702	83	73	89	131	67	41	44	55	107	141	244%	32%
Przekazania (szt.)	72	19	257	443	65	23	265	201	224	317	73	296	103	278	-12%	170%
Śr.cena lokalu (PLNk)	557.5	694.2	448.1	593.4	779.8	1,069.6	711.8	645.9	542.9	647.0	1,168.3	596.6	687.6	709.4	10%	3%
CFO	43.0	16.7	-10.9	-97.5	119.7	22.2	-75.6	0.7	34.4	-8.3	71.4	-13.0	-3.6	41.3		
CFI	128.3	-17.9	20.4	-7.1	0.7	-0.1	-44.3	56.3	-49.8	3.2	-10.0	6.4	-1.8	-3.7		
CFF	6.5	-14.3	-13.9	-38.4	-85.0	17.9	6.5	8.4	67.3	-73.9	-44.8	-32.9	-10.0	-0.9		
Dług netto	39.7	45.4	46.3	156.6	44.0	67.7	175.3	129.1	163.2	281.0	220.6	239.1	256.8	206.8		
Dług netto/EBITDA	0.5	0.6	0.6	1.7	0.5	0.6	1.4	1.1	1.1	1.8	1.7	2.0	2.6	1.7		
Dług netto/BV	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3		

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Model biznesowy

Segment mieszkaniowy

Marvipol Development jest deweloperem mieszkaniowym, który działa w trzech miastach: w Warszawie (główny rynek; spółka działa tu od 27 lat i przekazała blisko 9.4 tys. mieszkań), w Gdańsku oraz we Wrocławiu. Grupa skupia swoją działalność w segmencie o podwyższonym standardzie i premium, co w dłuższej perspektywie powinno wspierać rentowność biznesu.

Według danych za 2Q23, spółka zakontraktowała 141 lokali (248 szt. 1H23, +130% r/r), wliczając 55 szt. w projekcie In Place I, 25 szt. w Lazurova Concept i 10 szt. w Gardenia Lagom I, zaś w cały 2022 roku przedsprzedaż wyniosła 207 mieszkań (spadek r/r był spowodowany niesprzyjającym otoczeniem rynkowym). Grupa zamierza umacniać swoją pozycję na rynku warszawskim i w długiej perspektywie kontraktować średniorocznie po około 800 lokali.

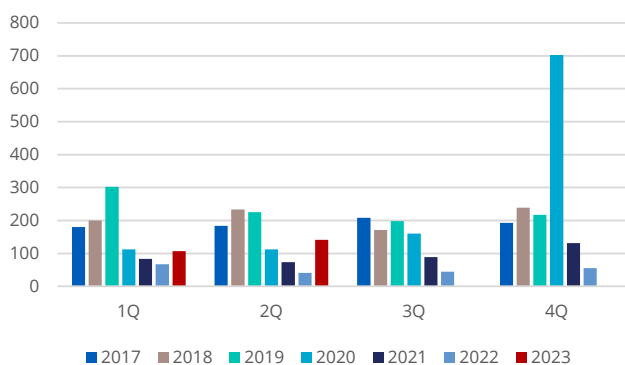
Na koniec 2Q23 w ofercie dewelopera znajdowało się 607 lokali. Ponadto, grupa miała w budowie projekty o łącznym PUM wynoszącym 56 tys. mkw., podzielone na trzy inwestycje (Gardenia Lagom, Motława Garden i In Place I&II), a także bank ziemi w przygotowaniu opiewający na 110 tys. mkw., zlokalizowany w Warszawie, Gdańsku i Wrocławiu.

Tabela 14. Marvipol Development – harmonogram budów*

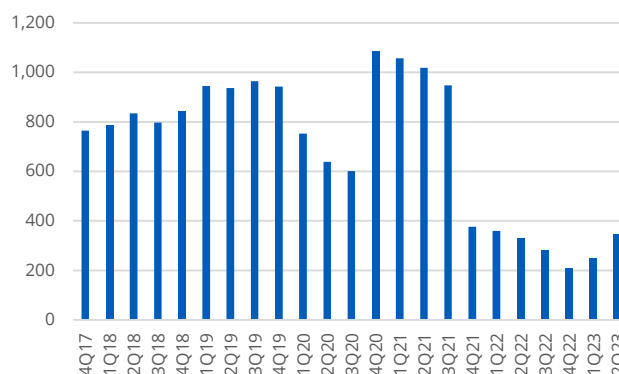
	Lokale	PUM (k sqm.)	Zakontraktowane (stan na 2Q23)	Rozp.budowy	Start przekazania
In Place I	371	18.4	260	2Q22	2Q24
Gardenia Lagom I	160	8.1	38	3Q22	2Q24
Motława Garden	72	6.7	13	4Q22	2Q24
Trio Park I	134	6.4	1	4Q23	2Q25
In Place II	280	14.3	1	3Q23	2Q25
Trio Park II	44	1.9	0	3Q23	2Q25

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *tylko projekty w ofercie

Wykres 15. Marvipol Development – kontraktacja kwartalna (szt.)

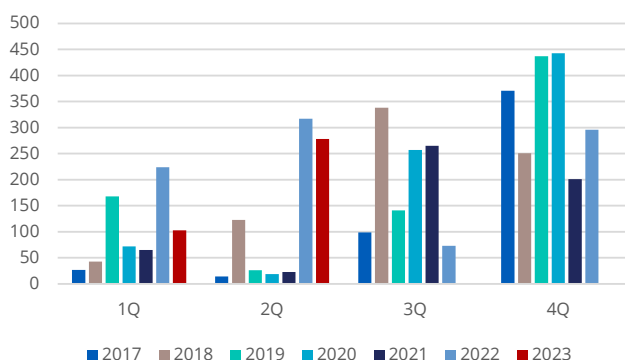


Wykres 16. Marvipol Development – kontraktacja ltm (szt.)

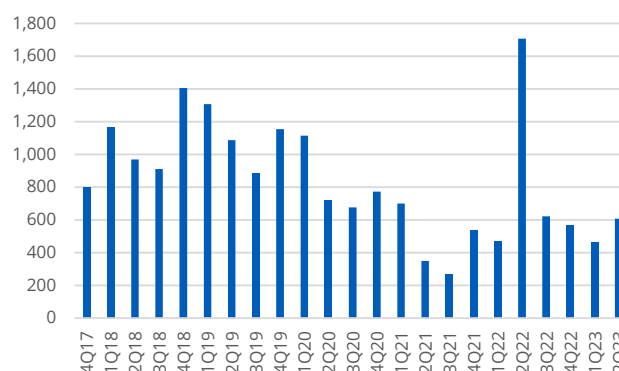


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 17. Marvipol Development – przekazania kwartalne (szt.)

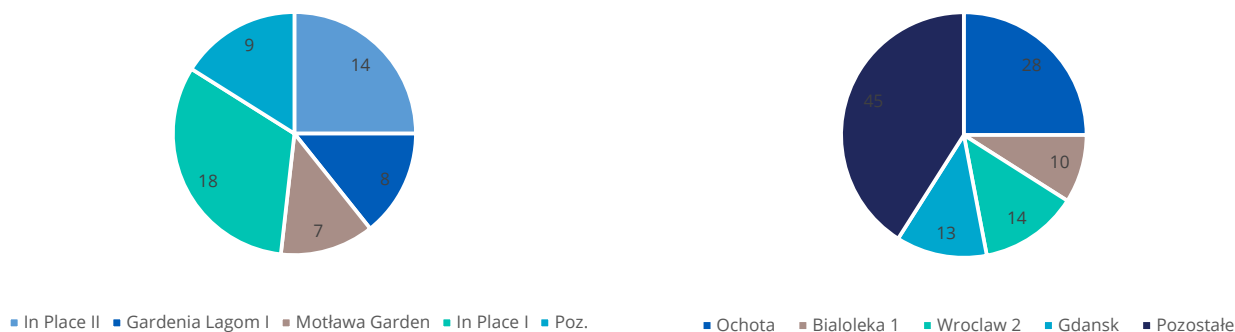


Wykres 18. Marvipol Development – oferta (szt.)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 19. Marvipol Development – projekty w budowie (tys.mkw.) Wykres 20. Marvipol Development – projekty w przygotowaniu (tys.mkw.)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Działalność magazynowa

Segment logistyczny stanowi dodatkową działalność w modelu biznesowym grupy. Marvipol rozpoczął współpracę z Panattoni w 2015 roku, jednym z największym deweloperów magazynowych w Europie. Spółka jest współwłaścicielem lub współfinansującym inwestycje, a jej udział mieści się w przedziale 45%-68%. Panattoni z kolei odpowiada za budowę i komercjalizację projektów. Według danych na koniec 2Q23, Marvipol udzielił spółkom celowym pożyczki w kwocie PLN 193.6m.

Tabela 21. Marvipol Development – zaangażowanie kapitałowe w projekty magazynowe*

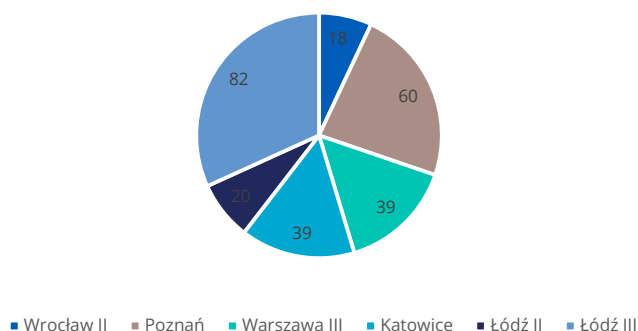
Data	PLNm	Projekty
2Q23	193.6	Warszawa III, Wrocław II, Katowice, Poznań, Łódź II, Łódź III
1Q23	203.4	Warszawa III, Wrocław II, Katowice, Poznań, Łódź II, Łódź III
2022	204.0	Warszawa III, Wrocław II, Katowice, Poznań, Łódź II, Łódź III
2021	153.6	Warszawa III, Warszawa IV, Wrocław II, Katowice, Poznań, Łódź II
2020	130.7	Konotopa III, Konotopa IV, Warszawa III, Wrocław I, Warszawa IV, Wrocław II
2019	171.0	Górny Śląsk, Warszawa I, okolice Szczecina, Warszawa Południe, Warszawa II, Konotopa III, Warszawa III
2018	201.1	Górny Śląsk, Kraków, Łódź, Konotopoa II, Warszawa I, Szczecina, Warszawa Południe, Warszawa II, Pruszków, Konotopa III
2017	124.4	Warszawa, Górny Śląsk, Kraków, Łódź, Konotopa II
2016	80.0	Konotopa, Warszawa, Górny Śląsk

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *na koniec okresu

Grupa skupia się na inwestycjach, które są zlokalizowane w kluczowych lokalizacjach, a transakcje sprzedaży modelowo mają być realizowane w ciągu trzech lat od startu komercjalizacji. W latach 2017-22, sprzedano obiekty o powierzchni 550 tys. mkw.

Na chwilę obecną, portfolio obejmuje trzy istniejące projekty we Wrocławiu, Poznaniu i Warszawie (łącznie 117 tys. mkw.). W planach jest budowa kolejnych trzech inwestycji (w Katowicach i Łodzi, o powierzchni 141 tys. mkw.; nie zakładamy startu budów do momentu sprzedaży części istniejącego portfela).

Wykres 22. Marvipol Development – istniejące i planowane projekty (tys. mkw.)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Akcjonariat

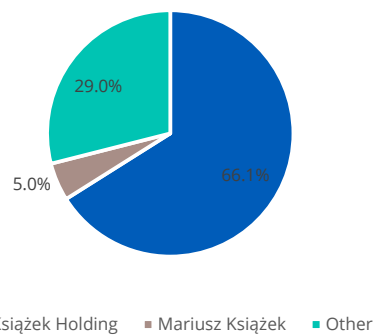
Kapitał zakładowy Marvipol Development jest podzielony na 41.7m akcji zwykłych. Głównym akcjonariuszem jest Pan Mariusz Książek, który łącznie posiada 71.0% akcji i głosów, wliczając 66.1% posiadane pośrednio poprzez Książek Holding.

Tabela 23. Marvipol Development – struktura akcjonariatu

	Akcje (m)	%	Głosy (m)	%
Książek Holding	27.5	66.1%	27.5	66.1%
Mariusz Książek	2.1	5.0%	2.1	5.0%
Pozostali	12.1	29.0%	12.1	29.0%
Razem	41.7	100.0%	41.7	100.0%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wykres 24. Marvipol Development – struktura akcjonariatu



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

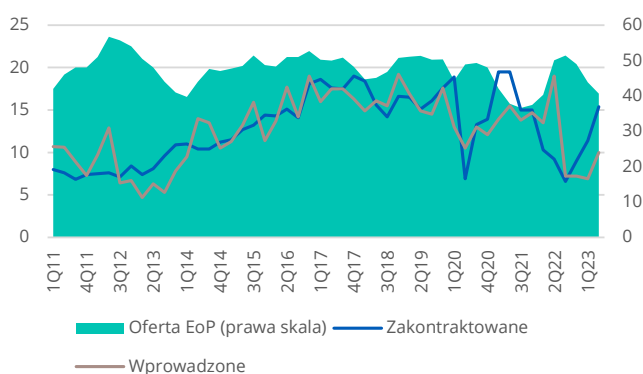
Otoczenie rynkowe

Rynek mieszkaniowy

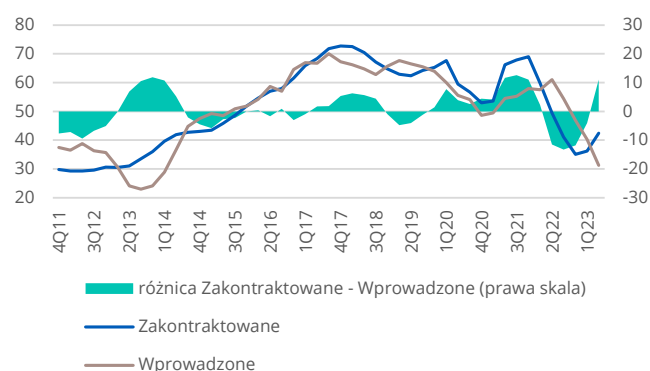
Kontrakcja na wzrostowej ścieżce

Według danych REAS, liczba zakontraktowanych lokali w 2Q23 wzrosła o 67.4% r/r i o 35.1% q/q, i wyniosła 15.4 tys. szt. Agencja szacuje, że deweloperzy wprowadzili do oferty ok. 10 tys. mieszkań. Całkowita oferta spadła do 38.4 tys. (-23.4% r/r i -12.3% q/q). Wskazujemy na odbudowę liczby przedsprzedanych lokali, spowodowaną m.in. przez złuzowanie buforu używanego przy obliczaniu zdolności kredytowej. Z drugiej strony, deweloperzy cały czas pozostają ostrożni w przypadku rozbudowy oferty, pomimo że liczba uzyskanych pozwoleń przewyższa tempo wprowadzeń.

Wykres 25. Mieszkania wprowadzone do oferty, zakontraktowane i w ofercie w 6 głównych miastach – kwartalnie (tys. szt.)



Wykres 26. Mieszkania wprowadzone do oferty, zakontraktowane i w ofercie w 6 głównych miastach – narastająco 12 m-cy (tys. szt.)

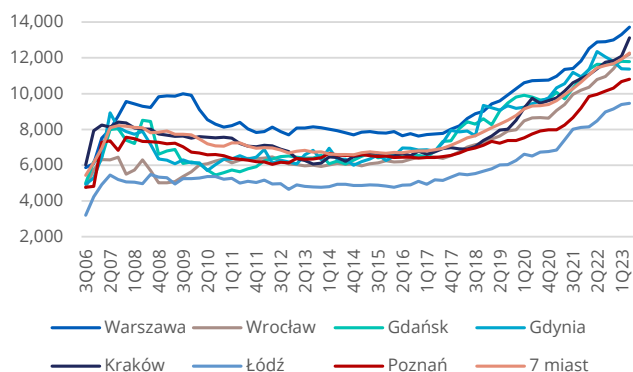


Źródło: REAS, IPOPEMA Research

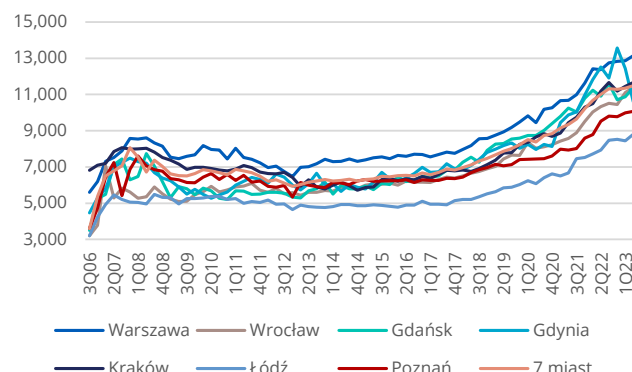
Ceny mieszkań kontynuują wzrosty

W minionych miesiącach obserwowaliśmy ciągłe wzrosty cen lokali. To stwierdzenie dotyczy cen ofertowych i transakcyjnych, zarówno nowych projektów, jak i lokali gotowych. Według NBP, ceny transakcyjne w 7 głównych miastach wzrosły o 4.4% r/r, a ceny ofertowe o 7.2% r/r. Bazując na odczytach rynekpierwotny.pl, w czerwcu i lipcu tempo wzrostu cen w Warszawie wyniosło ok. 10% r/r, w Trójmieście 12-17% r/r, a we Wrocławiu 8-15% r/r. Ceny podniosły się także w ujęciu m/m. Zwracamy uwagę, że podwyżki są skorelowane ze strukturalną zmianą oferty i wprowadzeń – udział projektów ze średnimi cenami > PLN 10 tys. istotnie zwiększył się na przestrzeni ostatnich miesięcy.

Wykres 27. Ceny ofertowe mieszkań (PLN/mkw.)

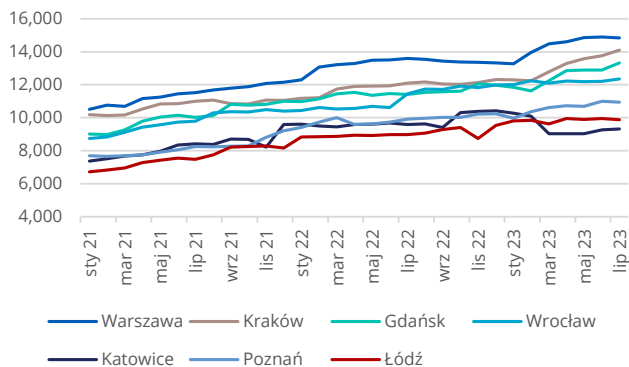


Wykres 28. Ceny transakcyjne mieszkań (PLN/mkw.)

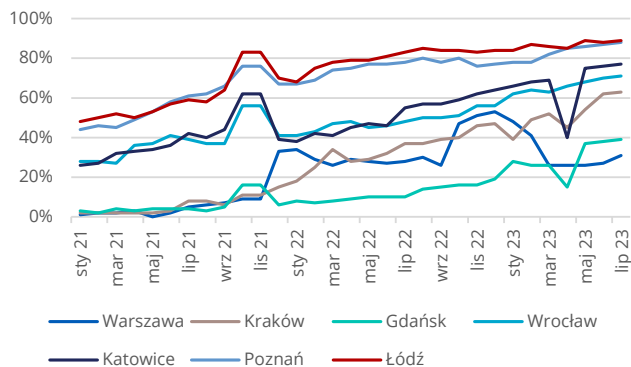


Źródło: NBP, IPOPEMA Research

Wykres 29. Ceny mieszkań (PLN/mkw.; dane miesięczne)



Wykres 30. Projekty z ceną > PLN 10 tys. – udział w ofercie (%)

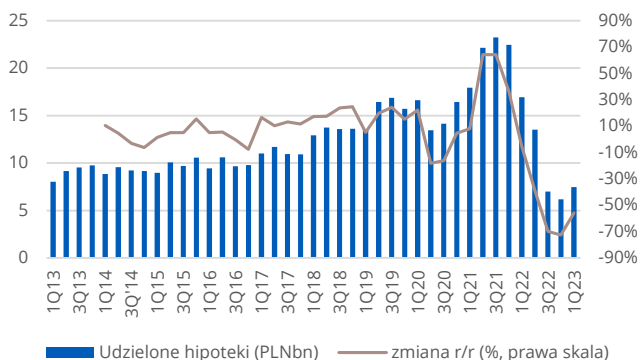


Źródło: rynekpierwotny.pl, IPOPEMA Research

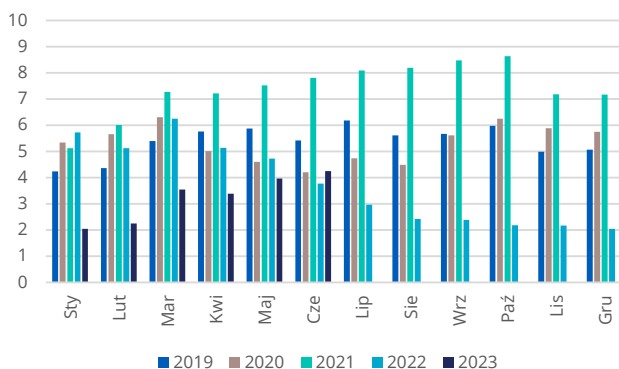
Odbudowa rynku hipotek

Według danych BIK i NBP, liczba udzielonych hipotek wzrosła w czerwcu po raz pierwszy od grudnia 2021 roku. W naszej ocenie odbudowa wynikała z: 1) zluźnienia buforu używanego do kalkulacji zdolności kredytowej, oraz 2) niskiej bazy roku poprzedniego. Dlatego też liczba udzielonych kredytów zwiększyła się o 6% r/r. W rezultacie, średnia wartość nowej hipoteki wzrosła o 6.6% r/r. W przypadku złożonych zapytań, w lipcu odnotowano skokowy wzrost, związany z rozpoczęciem działania programu „taniego” kredytu (BIK podała, że nawet w przypadku oczyszczenia danych o wpływ programu, liczba wniosków wykazałaby dwucyfrową poprawę w ujęciu r/r).

Wykres 31. Wartość nowych hipotek (mld PLN)

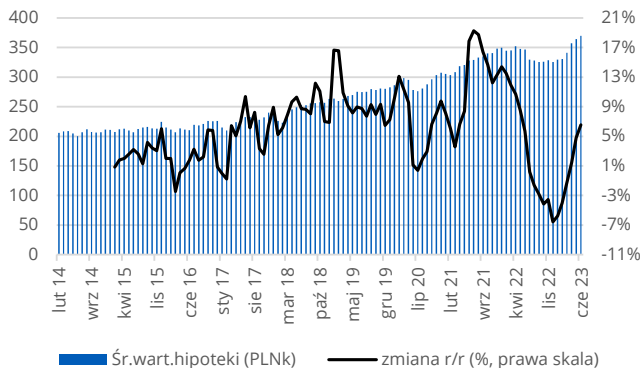


Wykres 32. Wartość nowych hipotek (mld PLN, miesięcznie)

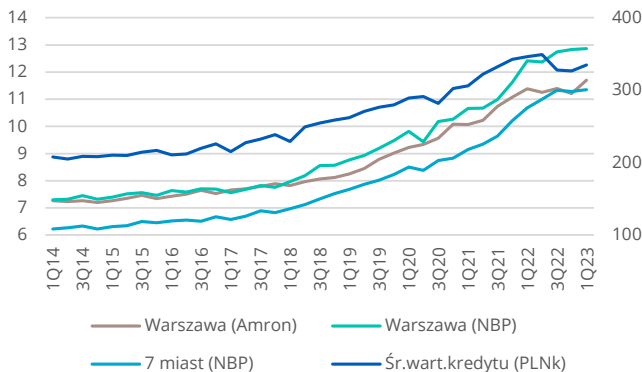


Źródło: ZBP, BIK, IPOPEMA Research

Wykres 33. Średnia wartość udzielonych hipotek (tys. PLN)

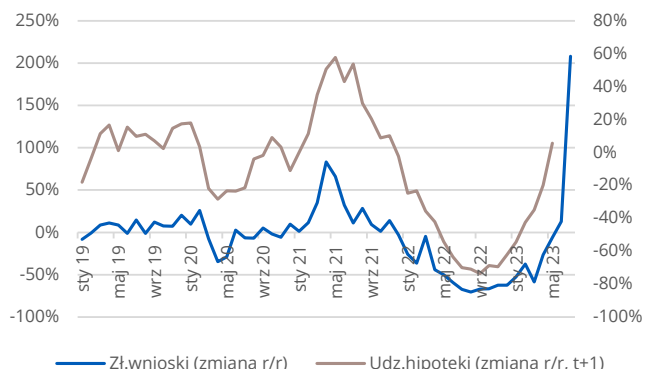
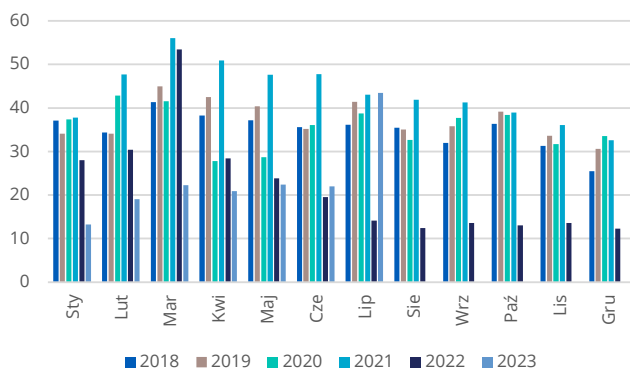


Wykres 34. Średnia wart. udzielonych hipotek vs. ceny mieszkań



Źródło: ZBP, BIK, Amron, NBP, IPOPEMA Research

Wykres 35. Liczba złożonych wniosków o hipoteki (tys., miesięcznie) Wykres 36. Złożone wnioski vs. udzielone hipoteki (t+1) – zmiana r/r

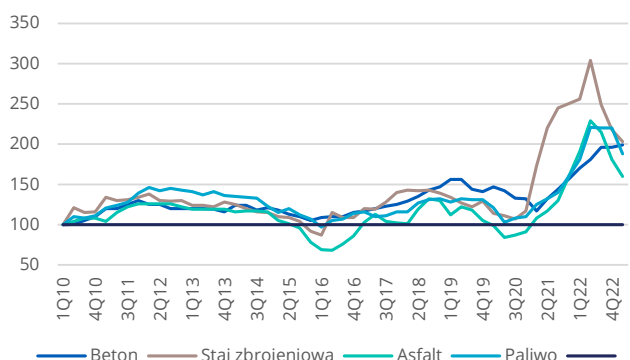


Źródło: BIK, IPOPEMA Research

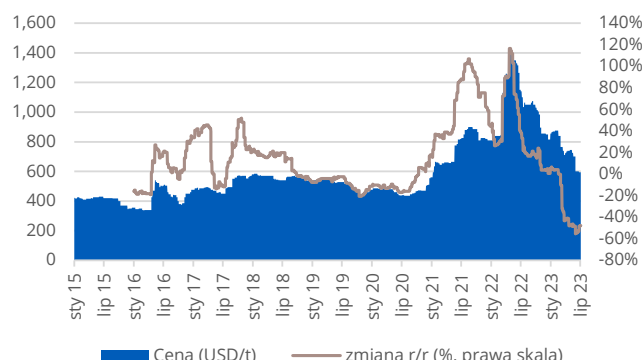
Korzystne trendy po stronie kosztowej

Z ostatnich w wypowiedzi deweloperów wynika, że znaczna część kosztów budowlanych się ustabilizowała lub nawet spadła. Biorąc pod uwagę ostatnią prezentację inwestorską Budimex, ceny stali zbrojeniowej spadła o 21% r/r i o 7% q/q (dane korespondują z odczytami cen pręta żebrowanego na Bloombergu, które wskazują na obniżkę o 50% r/r). Z drugiej strony, ceny cementu cały czas pozostają istotnie wyższe r/r (PSB raportowało +24% r/r w lipcu). Wskazujemy, że w przypadku gruntów występuje cały czas ograniczona dostępność, która w dłuższej perspektywie może wywierać presję na marże inwestycji. Według danych GUS, wynagrodzenie w obszarze pracowników budowlanych zwiększyły się o blisko 8% r/r.

Wykres 37. Indeks cen głównych materiałów



Wykres 38. Cena pręta żebrowanego (USD/t)



Źródło: Budimex, Bloomberg, IPOPEMA Research

Program "Bezpieczny kredyt"

Rząd wprowadził program "taniego" kredytu w dn. 1 lipca bieżącego roku. Poniżej prezentujemy jego podstawowe założenia:

- Program jest przeznaczony dla ludzi poniżej 45. roku życia i osób, które nie posiadają/nie posiadały wcześniej mieszkania lub domu.
- Beneficjenci są zobligowani do posiadania zdolności kredytowej.
- Dopłaty będą pokrywały różnicę pomiędzy oprocentowaniem kredytu pomnożonym przez 0.9x i pomniejszonym o marżę banku, a stałą stopą 2%.
- Nie wprowadzono limitu cenowego za mkw., ale maksymalna wartość kredytu została ustanowiona na PLN 500k (w przypadku klientów indywidualnych) lub PLN 600k (w przypadku gospodarstw domowych).
- Wkład własny klientów nie może przekroczyć PLN 200k.
- Dopłaty będą obowiązywały przez okres 10 lat.
- Minimalny okres hipoteki ustalono na 15 lat.
- Przeciętna marża kredytów w programie nie może przekraczać marż w pozostałych kredytach.
- Klienci mogą łączyć uczestnictwo w programie z programem „Mieszkanie bez wkładu własnego”.

- Nabyte mieszkanie nie może być wynajmowane osobom trzecim.
- Program jest dedykowany zarówno dla lokali z rynku pierwotnego, jak i wtórnego.
- Banki muszą podpisać umowy uczestnictwa w programie z BGK.

Pan Waldemar Buda, Minister Rozwoju i Technologii, poinformował, że program ma trwać 5 lat, a szacowana liczba beneficjentów może wynieść 200k, co dawałoby średnio 40k uczestników rocznie (wg jego ostatnich wypowiedzi, już w 2023E roku liczba złożonych wniosków przekroczy 50k). Zwracamy uwagę, że według danych BIK, banki udzieliły 272k i 132k hipotek w latach 2021-22 (spadek w 2022 roku wynikał ze skokowej erozji zdolności kredytowej, wraz ze wzrostem stóp procentowych). Dlatego też, szacujemy że powtarzalny wpływ programu na liczbę udzielonych hipotek może wynieść nawet 15-20% w skali roku.

Zdecydowana większość deweloperów wskazuje, że obserwuje wzmożoną liczbę zapytań oraz umów rezerwacyjnych, które powinny przekształcić się w finalne umowy sprzedażowe w 3-4Q23E. Oczekujemy, że program istotnie wesprze wolumen kontraktacji w 2H23E i kolejnych latach. Nie wykluczamy, że część klientów może przyspieszać decyzje zakupowe, aby uniknąć spodziewanego wzrostu cen mieszkań w związku z rozwojem programu.

Rynek magazynowy

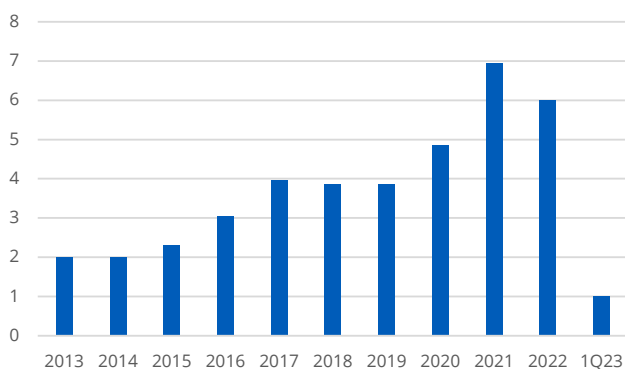
Według danych JLL za 1Q23, popyt netto spadł o 35% r/r do 1.0m mkw., równocześnie ze wzrostem całkowitej powierzchni najmu o 21% r/r (do 30.5m mkw.; zwracamy uwagę, że deweloperzy dostarczyli 1.5m mkw. powierzchni w 1Q23). Najbardziej aktywnymi grupami najemców były podmioty przemysłowe oraz z obszaru e-commerce. Stopa pustostanów wyniosła 6.3% (+1.2pp. q/q, ok. 1.9m mkw.). W budowie pozostawało 2.6m mkw., czyli najmniej od 2Q21. JLL szacuje, że przeciętne czynsze mieściły się w przedziale 3.5-5.5 EUR/mkw./miesiąc, a stopy kapitalizacji podniosły się do 5.50-6.15%, w ślad za wzrostem kosztów finansowania. Co więcej, trend powinien się utrzymywać w kolejnych miesiącach, choć powinien on słabnąć. Wartość transakcji inwestycyjnych w 1H23 oszacowano na EUR 438m, wliczając EUR 405m w 1Q23 oraz EUR 31m w 2Q23.

Tabela 39. Stopy kapitalizacji na głównych rynkach w Polsce

	2018	2019	2020	2021	1H22	2022
Warsaw	6.75%	6.25%	6.00%	5.25%	4.50%	5.00%
Silesia	6.75%	6.25%	6.25%	5.25%	5.00%	5.30%
Central Poland	6.75%	6.25%	6.15%	5.25%	5.00%	5.30%
Poznan	6.75%	6.50%	6.25%	5.25%	5.00%	5.30%
Wroclaw	6.75%	6.25%	6.25%	5.25%	5.00%	5.30%

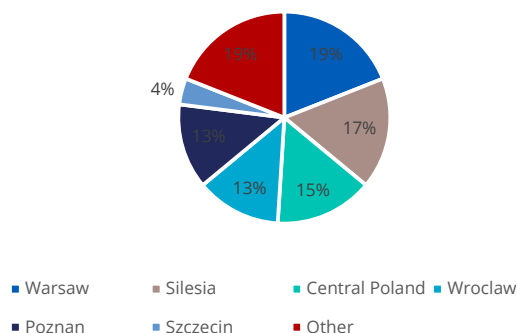
Źródło: MLP Group, JLL, Cushman & Wakefield, IPOPEMA Research

Wykres 40. Popyt brutto na powierzchnie magazynowe (m mkw.)



Źródło: JLL, IPOPEMA Research

Wykres 41. Udział regionów w podaży (%)



Czynniki ryzyka

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

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

Kluczowe dane finansowe

Tabela 42. Marvipol Development – dane finansowe 2018-2032E

RZiS (PLN m)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przychody	266	291	431	394	589	394	428	469	478	506	519	529	538	547	555
Koszt własny sprzedaży	-204	-224	-326	-282	-446	-268	-351	-362	-370	-393	-406	-414	-421	-428	-434
Wynik brutto ze sprzedaży	62	67	106	112	143	126	77	106	107	112	114	116	117	119	120
Koszty sprzedaży i zarządu	-36	-43	-47	-41	-44	-39	-43	-47	-48	-51	-52	-53	-54	-55	-55
Wynik netto ze sprzedaży	26	24	59	71	99	87	34	59	59	62	62	63	64	64	65
Udział w zyskach wsp. przeds.	16	64	30	39	22	3	9	10	11	11	11	11	11	11	11
Pozostałe przychody/koszty	3	2	1	7	0	4	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	46	94	93	119	122	103	51	78	77	79	78	79	79	80	80
EBIT	45	91	90	116	122	94	42	69	69	72	72	73	74	75	76
Koszty finansowe netto	11	-1	10	-3	-11	-11	1	2	1	1	1	1	1	1	1
Wynik przed opodatkowaniem	56	90	100	114	111	83	43	71	71	73	74	75	76	76	77
Podatek dochodowy	-9	-20	-19	-18	-21	-16	-8	-13	-13	-14	-14	-14	-14	-15	-15
Wynik netto	47	70	80	96	90	67	35	57	57	59	60	60	61	62	63

Bilans (PLN m)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Aktywa trwałe	228	262	216	264	400	366	368	373	379	385	393	401	410	419	429
WNiP	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	5	32	31	51	63	61	55	49	44	40	37	34	32	30	28
Długoterminowe aktywa finansowe	195	146	120	81	215	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206
Pozostałe aktywa trwałe	27	84	66	133	122	98	107	118	128	139	150	161	172	183	194
Aktywa obrotowe	743	1,012	1,098	1,285	978	1,007	1,010	1,044	1,060	1,077	1,087	1,096	1,104	1,112	1,119
Zapasy	547	724	854	1,008	768	830	829	886	911	936	956	976	995	1,014	1,031
Należności handlowe	23	46	53	48	37	25	27	30	30	32	33	34	34	35	35
Środki pieniężne	153	176	191	218	168	143	145	119	110	100	89	77	66	55	44
Pozostałe aktywa obrotowe	20	66	0	11	4	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Aktywa razem	972	1,275	1,314	1,550	1,377	1,373	1,378	1,417	1,439	1,462	1,480	1,497	1,514	1,531	1,547
Kapitał	413	483	557	613	655	722	723	763	792	823	853	883	914	945	977
Mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	282	326	259	296	412	397	378	361	343	326	309	291	274	257	240
Kredyty, pożyczki i leasing	266	294	233	272	383	365	346	328	311	294	277	259	242	225	207
Pozostałe zob. długoterminowe	16	32	26	24	28	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Zob. krótkoterminowe	276	465	498	641	311	254	277	293	304	313	318	322	326	329	331
Zobowiązania handlowe	46	51	53	58	46	31	33	37	37	39	41	41	42	43	43
Kredyty, pożyczki i leasing	75	147	143	95	31	20	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Pozostałe zob. krótkoterminowe	155	267	302	488	233	203	240	252	262	270	274	277	279	282	283
Pasywa razem	972	1,275	1,314	1,550	1,377	1,373	1,378	1,417	1,439	1,462	1,480	1,497	1,514	1,531	1,547
Dług (PLN m)	341	441	376	367	415	385	350	333	315	298	281	263	246	229	212
Dług netto (PLN m)	188	265	185	149	246	242	205	214	205	198	192	186	180	174	168

Rachunek przepł. (PLN m)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przepływy z dział. oper.	-25	-27	-49	67	85	10	72	10	39	37	37	37	38	38	39
Wynik brutto	56	90	100	114	111	83	43	71	71	73	74	75	76	76	77
Amortyzacja	1	3	3	3	1	9	9	8	7	7	6	5	5	5	4
Zmiana kapitału obrotowego	-48	-45	-93	12	12	-84	38	-44	-14	-17	-17	-17	-16	-16	-15
Pozostałe	-34	-75	-58	-62	-39	1	-17	-25	-25	-26	-26	-26	-27	-27	-27
Przepływy z dział. inwest.	-56	45	124	13	-50	-6	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
CAPEX	-14	-91	-25	-75	-53	-4	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Pozostałe	-42	136	149	87	3	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z dział. finan.	6	5	-60	-52	-84	-29	-68	-33	-45	-45	-46	-46	-46	-46	-47
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	24	26	-35	5	-9	-9	-35	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17
Dywidendy dla akcjonariuszy	0	0	-7	-40	-47	0	-33	-17	-29	-29	-30	-30	-30	-31	-31
Pozostałe	-18	-22	-18	-17	-28	-20	1	2	1	1	1	1	1	1	1
Zmiana gotówki	-75	23	15	27	-50	-26	2	-26	-9	-10	-11	-11	-11	-11	-11
Śr. pieniężne na koniec okr.	153	176	191	218	168	143	145	119	110	100	89	77	66	55	44

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

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

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

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

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

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

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

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

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

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

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

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

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 kwietnia 2023 – 30 czerwca 2023)

	Liczba	%
Kup	73	72%
Trzymaj	21	21%
Sprzedaj	7	7%
Suma	101	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