

MCI Capital SA

MCI Capital kontynuuje proces wychodzenia z inwestycji. Ostatnie wydarzenia związane z koronawirusem prawdopodobnie negatywnie wpłyną na wyceny części inwestycji z portfela MCI, a tym samym pod kątem wyników 2020 rok może okazać się stracony. Jednakże, spółka dysponuje rezerwą płynności, a dyskonto do NAV/akcję uległo zmniejszeniu tylko nieznacznie. Biorąc powyższe pod uwagę i bazując na wycenie aktywów netto, wyceniamy akcje MCI Capital na 21,9 zł (vs 26,5 zł w poprzednim raporcie).

Wyniki za 1-3Q19

Zyski z inwestycji za okres 1-3Q19 wyniosły 71,6 mln zł, a zysk netto 60,4 mln zł. Na koniec 1Q19 wartość aktywów MCI Capital wynosiła 1,41 mld zł, wartość zobowiązań 191,6 mln zł, a wartość księgową 1,22 mld zł, co dawało 23 zł/akcję. Zobowiązania z tyt. obligacji wyniosły 123,6 mln zł, których wartość spadła do ok. 65 mln zł (wykup ok. 20,7 mln zł w grudniu 2019 i przedterminowo 37 mln zł zapadających w marcu 2021). Dług obligacyjny zastępowany był weksłami emitowanymi przez inne spółki z grupy (ok. 60,8 mln zł na koniec 3Q19) lub ograniczany wykupami certyfikatów (ok. 30 mln zł).

Kontynuacja exit'ów

Od czasu ostatniego raportu spółka zrealizowała 4 exity, z czego część (Netrisk.hu i Geewa już w nowym roku). Suma gotówki jaką poszczególne fundusze uwolniły mogła wynieść ok. 426 mln zł. Powyższe pozwoliło poprawić płynność w ramach grupy, a tym samym ograniczyć zadłużenie zewnętrzne (przedterminowy wykup obligacji na poziomie MCI Capital oraz na poziomie jednej ze spółek SPV).

Utrzymujące się dyskonto/skupy akcji własnych

Ostatnie miesiące przyniosły tylko niewielkie zmniejszenie dyskonta do wartości księgowej mimo znacznych wyjść z inwestycji, a także przeprowadzonych skupów akcji własnych (łącznie ok. 7,5% kapitału). Z jednej strony NAV funduszy systematycznie rośnie, z drugiej NAV/akcję rośnie silniej poprzez skupy po znacznych dyskontach vs wartość księgową. MCI nie płaci dywidendy, co może być jedną z przyczyn dyskonta w stosunku do wartości księgowej.

Ryzyka dla naszej wyceny

Główne czynniki ryzyka dla naszej wyceny to ograniczona płynność inwestycji portfelowych, wysoki poziom koncentracji portfela inwestycyjnego oraz przyjęta metoda wyceny niektórych spółek portfelowych.

Wartość akcji MCI Capital SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny NAV (23,3 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (20,4 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 21,9 zł.

mln zł	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Zyski z inwestycji	219	155	-165	66	66
zysk netto	175	140	-145	50	49
NAV/akcję	22,4	24,5	23,3	24,3	25,4
P/E (x)	2,5	3,1	-3,0	8,7	8,9
P/NAV (%)	37%	34%	36%	34%	33%

Źródło: MCI Capital (2018-1-3Q19), Noble Securities (2019P-2022P), dane jednostkowe P – prognozy Noble Securities

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 12.03.2020 o godz. 16:05. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 12.03.2020 o godz. 16:08.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Cena bieżąca	8,3 zł
Wycena	21,9 zł
Potencjał wzrostu	164%
Kapitalizacja	438 mln zł
Free float	22,1%
Śr. wolumen 6M	9 285



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

MCI Capital to jeden z wiodących w Europie Środkowo-Wschodniej funduszy private equity. Od 1999 roku grupa zrealizowała ponad 100 projektów inwestycyjnych oraz dokonała ponad 58 wyjść. Zarządza aktywami o wartości ponad 2 mld zł.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Tomasz Czechowicz	77,9%
Pozostali	22,1%

Kamil Jędrej

Analitik akcji

Kamil.jedrej@noblesecurities.pl

+48 22 213 22 37

WYCENA

Akcje MCI Capital wyceniliśmy metodą wyceny aktywów netto bazując na księgowej wycenie portfela inwestycyjnego (NAV) na koniec 4Q2020 roku oraz metodą porównawczą w stosunku do kilku europejskich spółek Private Equity (PE), przypisując tym metodom równe wagi 50%.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana %
Wycena aktywów netto (NAV)	0,50	23,3	24,8	-6%
Wycena porównawcza	0,50	20,4	28,2	-28%
Cena docelowa (9M)		21,9	26,5	-17%
Cena aktualna		8,3	7,3	13%
Potencjał		164%	262%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI

Aktywa będące w posiadaniu MCI Capital wyceniamy po wartości księgowej, która powinna być odzwierciedleniem wartości godziwej. **Nie znajdujemy argumentów za koniecznością korekty wartości księgowej/godziwej w naszych kalkulacjach.** Akcje MCI Capital były wyceniane z premią do wartości księgowej w latach hossy giełdowej 2006-2007. W kolejnych latach wycena była z dyskontem do wartości księgowej, a w ostatnim czasie dyskonto systematycznie rosło. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wyceny P/BV wybranych europejskich spółek PE – wyceny są albo zbliżone do wartości księgowej, albo powyżej niej. Główna różnica między tymi spółkami a MCI Capital to ich wyższa kapitalizacja rynkowa i wypłata dywidendy. Bazując na wskaźnikach wyceny europejskich spółek private equity **wyceniamy spółkę metodą porównawczą na 20,4 zł na akcję.**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x) 2019	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	36 432	0,9	5,1%
GIMV NV	PLN	5 295	0,9	5,2%
EURAZEO	PLN	16 117	0,7	2,8%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	1 714	0,9	5,7%
Średnia			0,83	
MCI Capital	PLN	438	0,34	
Premia/dyskonto do średniej (%)			-60%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		20,4	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		20,4	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 12.03.2020 r.

ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

(mln zł)	2019 Stara	2019 Nowa	zmiana	2020 Stara	2020 Nowa	zmiana	2021 Stara	2021 Nowa	zmiana
Zyski z inwestycji	70,7	154,6	119%	69,2	-165,3	-339%	70,2	66,1	-6%
EBIT	66,7	150,1	125%	65,2	-169,3	-360%	66,2	62,1	-6%
Zysk netto	47,9	140,1	192%	53,9	-144,6	-368%	61,8	50,3	-19%
NAN/akcję	24,8	24,5	-1%	25,8	23,3	-10%	27,0	24,3	-10%

Źródło: Noble Securities

1. Wzrost wartości portfela: uproszczone założenie spadku wartości portfela o 12% w 2020 roku vs wzrost o 5% w poprzednim raporcie (część spółek z portfela MCI wyceniana jest metodą porównawczą, co w związku z ostatnimi wydarzeniami związanymi z koronawirusem, a tym samym spadkami, które miały miejsce na rynkach akcji, powinno skutkować negatywnym wpływem na wartość części portfela, a tym samym certyfikatów inwestycyjnych będących w posiadaniu MCI Capital. Wg. naszych szacunków ekspozycja z tego tytułu może wynosić ok. 26% kapitału własnego szacowanego przez nas na koniec 2019 roku. Konserwatywnie założyliśmy spadek wartości tych lokat o 50% i utrzymanie takich wycen do końca br., co może okazać się zbyt konserwatywnym założeniem w przypadku gdyby implikacje związane z koronawirusem miały charakter przejściowy) i o 5% rocznie od 2021 roku (założenie bez zmian).
2. Koszty operacyjne – w wysokości 4 mln zł rocznie (założenie bez zmian).
3. Pozostał przychody i koszty operacyjne – zerowe (bez zmian).

(mln zł)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Portfel inwestycyjny	1 449	1 323	1 319	1 375	1 444
zmiana	158	-165	66	66	69
Umorzenia CI	55	60	70	10	0
Wartość księgowa	1 298	1 143	1 193	1 242	1 294
Wartość księgowa na akcję (zł/akcję)	24,5	23,3	24,3	25,4	26,4
Zyski z inwestycji	155	-165	66	66	69
Koszty działalności operacyjnej	5	4	4	4	4
Zysk na działalności operacyjnej	150	-169	62	62	65
Zysk netto za okres obrotowy	140	-145	50	49	52

Źródło: MCI Capital (2017-3Q2019), Noble Securities (prognozy 2019P-2023P)

EXITY ZREALIZOWANE OD CZASU OSTATNIEGO RAPORTU

Od czasu wydania ostatniego raportu, spółka, zgodnie z zapowiedziami zrealizowała 4 exity, z czego 2 były częściowymi wyjściami z inwestycji, a transakcje przypadały łącznie na 3 fundusze: MCI.EuroVentures, MCI.TechVentures oraz Helix Ventures Partners. Suma gotówki jaką poszczególne fundusze uwolniły wyniosła ok. 426 mln zł. Poniżej opisujemy szerzej poszczególne transakcje.

1. **Indeks:** Pakiety stanowiące ok. 13,4% akcji spółka zbyła w dniach 30.09.2019 (pakiet stanowiący ok. 7% kapitału zakładowego za ok. 20,6 mln zł, po 7,4 TRY/akcję) i w dniu 24.12.2019 (pakiet stanowiący ok. 6,4% kapitału zakładowego za ok. 19,7 mln zł, po 8,5 TRY/akcję), łącznie 40,3 mln zł. Transakcje zrealizowane z dyskontem wobec cen rynkowych. Po tych transakcjach fundusz MCI EuroVentures nadal posiada ok. 5,58% akcji.
2. **Netrisk.hu:** Bez wątplenia jest to jedna z najlepszych inwestycji w historii MCI. Kupiona pod koniec 2017 roku przez MCI EuroVentures spółka, w dniu 8.01.2020 została częściowo zbyta, częściowo zamieniona na udziały w innej spółce. Nabywcą był TA Associates. Poniżej struktura transakcji:
 - a. Pakiet 53,75% udziałów zostało zbyte za ok. 55,3 mln euro, tj. ok. 234,8 mln zł licząc po średnim kursie NBP z dnia transakcji;

- b. Pakiet 21,82% udziałów zostało zamienione na 23,65% udziałów w spółce Broker Topco Zártkörűen Működő Részvénytársaság z siedzibą w Budapeszcie.

Łącznie wyceniono więc całą spółkę na ok. 102,9 mln euro, co przy średnim kursie NBP z dnia transakcji dało wycenę na poziomie ok. 436,8 mln zł (MCI EuroVentures, w którym MCI Capital ma 99,06% certyfikatów, przed transakcją posiadał ok. 75% udziałów w Netrisk.hu). Po przeniesieniu własności udziałów, MCI EuroVentures posiada pośrednio 23,65% udziałów w Netrisk.hu, poprzez spółkę Broker Topco. Tym samym, MCI odblokował blisko 235 mln zł w gotówce, a resztę reinwestował w nowe przedsięwzięcie.

3. **Frisco:** Inwestycja funduszu MCI TechVentures (50,75% akcji) i Helix Ventures Partners (4,84% akcji). W wyniku transakcji, której drugą stroną był Eurocash obydwie fundusze zbyły całe posiadane pakiety akcji. Cena za pakiet należący do TechVentures wyniosła 117,4 mln zł, a za pakiet należący do Helix Ventures Partners 11,2 mln zł. Rozliczenie transakcji planowane jest do dnia 30.06.2020. MCI Capital posiada 45,12% certyfikatów inwestycyjnych MCI TechVentures i 45,28% certyfikatów inwestycyjnych Helix Ventures Partners. Wg. ostatniej wyceny w raporcie MCI TechVentures za 3Q19, wartość pakietu akcji Frisco wynosiła 110,9 mln zł, a wartość wg. ceny nabycia 42,9 mln zł. Dla funduszu Helix Ventures Partners była to prawdopodobnie ostatnia pozycja w portfelu, a tym samym likwidacja funduszu najprawdopodobniej powinna nastąpić w perspektywie kilku kwartałów.
4. **Geewa a.s.:** Była czeską spółką w portfelu MCI TechVentures. Jej działalność koncentrowała się na produkcji gier w segmencie urządzeń mobilnych. Transakcja zbycia całego pakietu posiadanych akcji nastąpiła w dniu 12.02.2020. Nabywcą był Applovin Corporation. Wartość transakcji nie została ujawniona. Natomiast w raporcie funduszu MCI TechVentures za 4Q19, pakiet w posiadaniu MCI był wyceniany na 22,4 mln zł, przy wartości wg. ceny nabycia 14,6 mln zł.

SPRAWA MCI.TECHVENTURES I IMPLIKACJE DLA MCI CAPITAL

Konflikt, który narósł wokół subfunduszu MCI.TechVentures znalazł swój finał w postaci porozumienia zawartego w sierpniu 2019 roku pomiędzy MCI a inwestorami indywidualnymi posiadającymi certyfikaty inwestycyjne. W efekcie, MCI zrezygnowało z części swoich praw wynikających z posiadania certyfikatów typu senior, nałożono ograniczenia dotyczące wynagrodzenia za zarządzanie subfunduszem, co nie jest pozytywne dla PEM'u, a także przewidziano rozpoczęcie likwidacji subfunduszu. Najważniejsze zmiany jakie wprowadzono podczas zmiany statutu MCI TechVentures:

- zrównanie praw wszystkich uczestników (każdy certyfikat posiada 1 głos na zgromadzeniu inwestorów. Likwidacja uprzywilejowania certyfikatów);
- ograniczenie czasu trwania subfunduszu do 5 lat (likwidacja subfunduszu rozpocznie się 16.09.2024), z możliwością przedłużenia o 1+1 rok (za zgodą 2/3 uczestników funduszu i 2/3 uczestników subfunduszu);
- zmiana zasad wynagrodzenia za zarządzanie subfunduszem. MCI Capital TFI będzie otrzymywać opłatę stałą za zarządzanie tylko wówczas, gdy stopa zwrotu subfunduszu, po uwzględnieniu potencjalnego wynagrodzenia za zarządzanie pozostanie dodatnia;
- zniesienie limitu 10% dot. wykupów certyfikatów inwestycyjnych MCI TechVentures serii O i następnych, przy czym umorzenia mają następować automatycznie z nadwyżek płynnych w subfunduszu dla każdego inwestora (na koniec 4Q19 NAV subfunduszu wyniósł 687,6 mln zł, przy czym certyfikaty inwestycyjne serii O i następnych obejmują 503 mln zł i stanowią 73,15% wszystkich – a więc także część certyfikatów należących do MCI);
- w trakcie trwania subfunduszu, jeżeli środki płynne po uwzględnieniu rezerwy na zobowiązania finansowe subfunduszu, inwestycje kontynuowane w obecne portfolio spółek, koszty działalności subfunduszu i opłatę za zarządzanie, przekroczą 1 mln zł, to inwestorzy automatycznie otrzymają nadwyżkę środków proporcjonalnie do posiadanego udziału w subfunduszu (wykupy mają następować

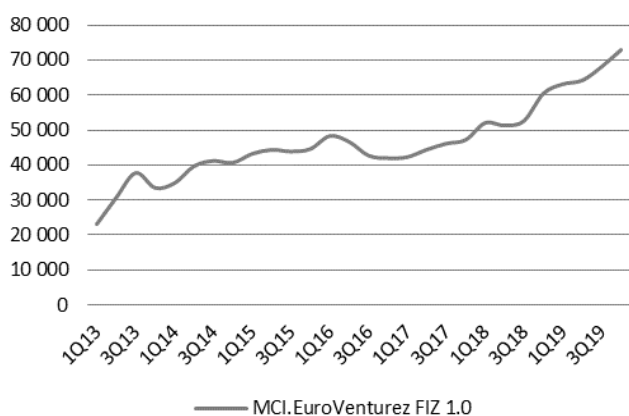
automatycznie bez żądania uczestników) – MCI TechVentures na koniec 4Q19 miał 181 mln zł zobowiązań, które obejmowały 115,4 mln zł kredytu bankowego (część krótkoterminowa 62,6 mln zł, część długoterminowa 52,8 mln zł), 56,8 mln zł tyt. wyemitowanych obligacji (okresy zapadalności: X.2020 – 15,8 mln zł, XI.2021 – 21 mln zł, II.2022 – 19,9 mln zł) oraz pozostałych zobowiązań w wysokości 8,9 mln zł, przy środkach pieniężnych 0,8 mln zł oraz należnościach wynoszących 114,2 mln zł tyt. sprzedaży akcji Frisco (w lutym 2020 zbyto spółkę Geewa a.s.. Ceny sprzedaży nie ujawniono). Zakładając, że cena sprzedaży Geewa a.s. wyniosła tyle ile wynosiła jej wartość w bilansie subfunduszu, brak innych wyjść z inwestycji w br., a także brak inwestycji w istniejące portfolio spółek, do inwestorów w br. może trafić kwota ok. 50 mln zł.

WYNIKI GŁÓWNYCH FUNDUSZY

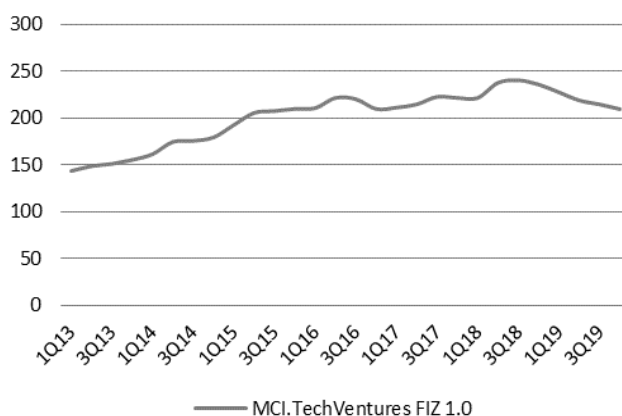
2019 rok MC.EuroVentures może zaliczyć do udanych, czego nie można powiedzieć o MCI.TechVentures. Z pkt. widzenia MCI Capital układ stóp zwrotu jest korzystny (ok. 99,06% certyfikatów MCI.EuroVentures należy do MCI vs 45,12% w przypadku MCI.TechVentures). W całym 2019 roku certyfikaty MCI.EuroVentures zyskały 20,6%, a certyfikaty MCI.TechVentures straciły 11,1%.

Wyceny certyfikatów inwestycyjnych MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures

Wycena CI MCI.EuroVentures FIZ 1.0



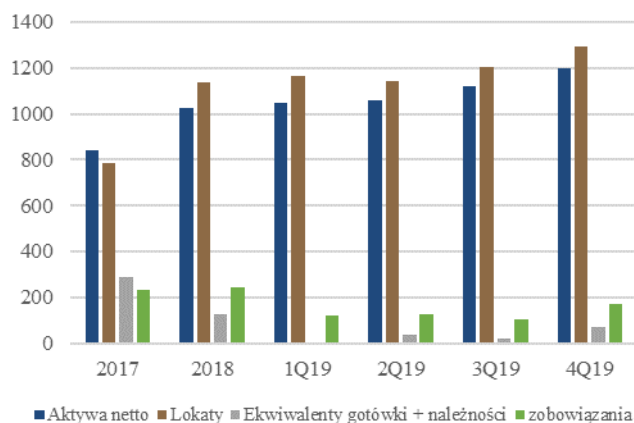
Wycena CI MCI.TechVentures FIZ 1.0



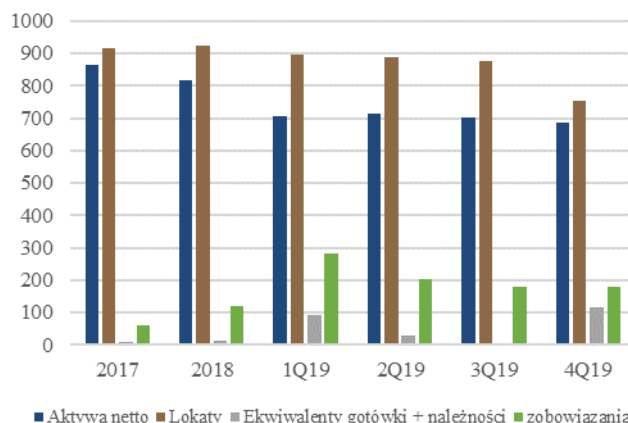
Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (1Q 2013-4Q 2019)

Składniki bilansu MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures (mln zł)

Składniki bilansu MCI.EuroVentures FIZ 1.0



Składniki bilansu MCI.TechVentures FIZ 1.0



Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (2017-4Q 2019)

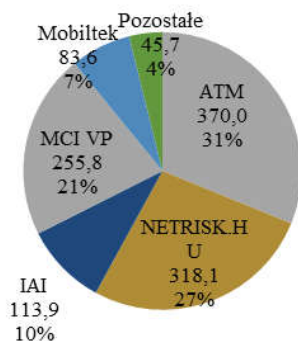
Aktywa netto subfunduszu MCI.EuroVentures wzrosły do kwoty 1 198 mln zł vs 1 022 mln zł na koniec 2018 roku (+176 mln zł). Zobowiązania subfunduszu zostały ograniczone do kwoty 170 mln zł (vs 242 mln zł na koniec 2018 roku), a stan środków pieniężnych wzrósł do kwoty ok. 73 mln zł vs 12,5 mln zł rok wcześniej. Głównym kontrybutorem wyniku była pozycja w spółce Netrisk.hu (wzrost wyceny do 321 mln zł vs 151 mln zł rok wcześniej) – po dniu bilansowym MCI dokonał częściowego wyjścia z inwestycji. Nasilił się także proces zarządzania płynnością w ramach grupy: w 4Q19 w obligacjach MCI Management Sp. z o.o. (główny akcjonariusz MCI Capital) subfundusz ulokował 32 mln zł, 52 mln zł zostało ulokowane jako weksle i pożyczki w spółkach zależnych subfunduszu, przez które kontrolowane są przedmioty lokat.

Sytuacja MCI.TechVentures rysuje się mniej korzystnie. Na koniec 2019 roku wartość aktywów netto sięgała 687 mln zł przy zobowiązaniach subfunduszu na kwotę 181 mln zł (z czego 172 mln zł to kredyty oraz obligacje) i stanie gotówki powiększonej o należności w kwocie 115 mln zł (należność z tyt. sprzedaży Frisco to ok. 114 mln zł). Pogorszenie spowodowane jest w znacznym stopniu spadkiem wartości lokat dwóch największych pozycji subfunduszu, tj. Gett oraz Morele/Pigu (łącznie ok. 46% aktywów netto subfunduszu na koniec 4Q19), a także odpis do zera pozycji w Telematics Technologies (-38 mln zł r/r). W przypadku spółki Gett, o ile spadek wartości lokaty r/r wynosi tylko 6 mln zł, o tyle różnica między 4Q19 a 3Q19 wyniosła 33 mln zł. W przypadku zaangażowania w Morele/Pigu spadek wartości lokaty wyniósł 63 mln zł. Poniżej przedstawiamy zestawienie portfela inwestycyjnego ważne udziałem MCI Capital.

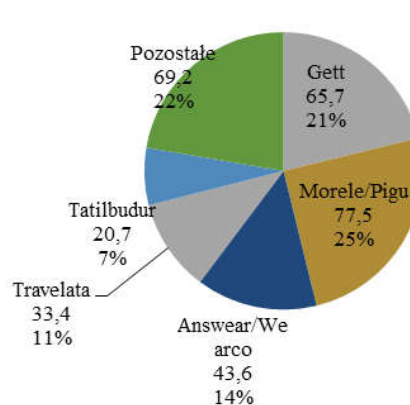
NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 4Q19

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures

Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na
31.12.2019*



Portfel MCI.TechVentures 1.0. FIZ na
31.12.2019*



Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (4Q 2019)

Wycena bilansowa spółki Gett w bilansie MCI.TechVentures na koniec 4Q19 wyniosła ok. 146 mln zł vs ok. 179 mln zł na koniec 3Q19 i vs 126 mln zł wg. ceny nabycia. Odpis wynika prawdopodobnie z problemów jakie pojawiły się w przypadku tej inwestycji. W 3Q19 notowane spółki porównywalne (Uber oraz Lyft) zostały mocno przecenione (o ok. 30-40% vs notowania z lipca/sierpnia). W listopadzie Gett zakończył operacje w Nowym Jorku, kończąc tym samym trwającą blisko 2,5 roku inwestycję w Juno porażką (Gett wydał na akwizycję Juno ok. 200 mln USD) – spółka zawarła porozumienie z Lyft'em dot. współpracy w Nowym Jorku. Na rodzimym rynku Izraelskim pojawiła się konkurencja w postaci należącego do Yandex NV – Yango, która jak sugerują doniesienia prasowe przyjęła agresywną politykę zdobywania rynku. Spółka co prawda ogłosiła wyjście na symboliczny plus na poziomie EBITDA, ale przed kosztami stałymi i kosztami badań i rozwoju. Jak sugerują doniesienia prasowe, spółce może być

trudno uzyskać waluację w IPO na zakładanym poziomie. Samo IPO jest co najmniej opóźnione – Gett dopiero w ostatnich tygodniach zatrudnił doradcę ds. procesu.

Słabiej w 2019 roku performowała inwestycja w Morele. Wartość inwestycji w bilansie MCI.TechVentures na koniec 4Q19 wyniosła ok. 172 mln zł vs ok. 235 mln zł rok wcześniej. Spółka w 2018 roku zrealizowała przychody w wysokości 794 mln zł (+10,5% r/r) (dot. samej spółki Morele.net), EBITDA wyniosła -0,01 mln zł vs ok. 2 mln zł rok wcześniej. W 2019 roku UODO nałożył na spółkę karę w wysokości ok. 3 mln zł w związku z wyciekami danych osobowych klientów. Przychody w 2018 roku nie urosły w zakładanym tempie. Z drugiej strony, w kontekście opóźniającego się IPO Gett'a, może to być jeden z głównych kandydatów na exit w perspektywie kilku kwartałów – taki ruch pozwoliłby subfunduszowi odblokować ok. 172 mln zł zakładając wyjście po wycenie bilansowej na koniec 4Q19, co może być założeniem konserwatywnym z uwagi na przykłady wyjść realizowanych powyżej wartości bilansowej (choćby Netrisk, który choć formalnie na koniec 4Q19 miał wycenę zbliżoną do ceny transakcyjnej, lecz transakcja została zrealizowana na początku roku – znane mogły być więc założenia dot. transakcji).

W dniu 6.03.2020 ATM opublikował wstępne wyniki za 2019 rok (wyższe vs zakładane w prognozie opublikowanej w maju 2019 przez tę spółkę), a w dniu 10.03.2020 ze spółki AAW III (podmiot przez który MCI kontroluje ATM) otrzymał zawiadomienie o zakończeniu procesu przeglądu opcji strategicznych związanych z inwestycją w tę spółkę. Zakończenie przeglądu nie skutkuje decyzją o sprzedaży spółki, lecz jej rozwojem organicznym. Wg. informacji prasowych powrót do procesu sprzedaży ma nastąpić w ciągu 18-24 miesięcy po realizacji planu rozwoju, który obejmuje również znaczącą rozbudowę kampusu data center. Obecna powierzchnia serwerowni, którą dysponuje ATM wynosi ok. 8 tys. mkw., a zgodnie z planem rozwoju ma się powiększyć do 12,5 tys. mkw.. Całkowite nakłady inwestycyjne szacowane są na ponad 160 mln zł. Warto zauważyć, że na koniec 4Q19 MCI wycenił ATM po ok. 17,65 zł/akcję (MCI.EuroVentures posiada ok. 75% udziałów w spółce AAW III, która z kolei może posiadać ok. 83 mln zł zobowiązań wg. naszych szacunków), co z kolei jest ceną istotnie wyższą niż na GPW (ok. 9-10 zł/akcję). Z jednej strony taka wycena może budzić kontrowersję, lecz jak wskazywaliśmy w poprzednim raporcie, wycena ATM na GPW jest istotnie niższa vs spółki porównywalne. Powyższe, jeszcze przed decyzją o odłożeniu sprzedaży, mogło oznaczać wycenę w potencjalnej transakcji wyjścia nawet na 700 mln zł, z czego po spłaceniu zobowiązań AAW III, na MCI przypadłoby wg. naszych szacunków ok. 460 mln zł (czyli niewiele mniej niż obecna kapitalizacja samego MCI Capital na GPW). W nowych okolicznościach należy oczekiwać, że MCI zainteresowany jest sporo wyższą ceną niż podaliśmy powyżej. W samym subfunduszu wydaje się, że kolejny exit może dotyczyć inwestycji w Mobiltek. Spółka MCI VP jest spółką typu SPV, przez którą subfundusz kontrolował ABC Datę (obecnie Vicis New Investment), a wg. raportu za 3Q19 opublikowanego przez Vicis New Investment, większość jej aktywów (ok. 151 mln zł) została ulokowana w certyfikatach inwestycyjnych MCI.CreditVentures. Netrisk.hu, który prezentujemy na wykresie powyżej był przedmiotem exit'u na początku br., a IAI jest pozycją stosunkowo młodą (nie nastąpiła do tej pory aktualizacja jej wartości).

ZESTAWIENIE DŁUGU GRUPY

Podmiot	Rodzaj instrumentu	Zadłużenie (mln zł)	Rok emisji	Zapadalność	Catalyst	Komentarz
MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.), w tym:*		102,3****				Wg. raportu za 2018 rok zadłużenie z tyt. obligacji wynosiło ok. 144 mln zł, a z tyt. kredytów 80 mln zł
MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.)	Obligacje	25,0	2017	VI.2020	Tak	
MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.)	Obligacje	19,3	2017	VIII.2020	Tak	
MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.)	Obligacje	26,0	2019	IX.2022	Nie	bez okresowej wypłaty odsetek

MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.)	Obligacje	32,0	2016	XII.2022	Nie	bez okresowej wypłaty odsetek
Private Equity Managers S.A., w tym: **	Kredyty/weksle	52,6			nd.	
MCI Capital S.A. (dawniej MCI Management S.A.), w tym:**		162,8				
MCI Capital S.A. (dawniej MCI Management S.A.)	Obligacje	45,0	2016	XII.2021	Tak	
MCI Capital S.A. (dawniej MCI Management S.A.)	Obligacje	20,0	2017	VI.2020	Tak	
MCI Capital S.A. (dawniej MCI Management S.A.)	Obligacje	37,0	2018	III.2021	Tak	wykupione przedterminowo w dniu 02.03.2020
MCI Capital S.A. (dawniej MCI Management S.A.)	Obligacje	20,7	2016	XII.2019	Tak	wykupione w terminie
MCI Capital S.A. (dawniej MCI Management S.A.)	Obligacje	54,5	2016	VI.2019	Tak	wykupione w terminie
MCI Capital S.A. (dawniej MCI Management S.A.)	Weksel	60,8			nd.	wobec MCI Fund Management
MCI Fund Management Sp. z o.o.		40,3				
MCI Fund Management Sp. z o.o.	Weksel	40,3	nd.	nd.	nd.	
MCI.TechVentures FIZ, w tym:***		170,2				
MCI.TechVentures FIZ	Obligacje	15,8	2017	X.2020	Tak	
MCI.TechVentures FIZ	Obligacje	21,0	2017	XI.2021	Tak	
MCI.TechVentures FIZ	Obligacje	19,9	2018	II.2022	Tak	
MCI.TechVentures FIZ	Kredyt	54,2	nd.	<1 rok	nd.	
MCI.TechVentures FIZ	Kredyt	59,2	nd.	>1 rok	nd.	
MCI.EuroVentures FIZ, w tym:***		113,2				
MCI.EuroVentures FIZ	Obligacje	14,2	2017	X.2020	Tak	
MCI.EuroVentures FIZ	Obligacje	19,0	2017	XI.2021	Tak	
MCI.EuroVentures FIZ	Obligacje	20,1	2018	II.2022	Tak	
MCI.EuroVentures FIZ	Kredyt	60,0	nd.	<1 rok	nd.	

Źródło: Opracowanie Noble Securities na podstawie sprawozdań finansowych MCI Capital S.A., MCI Management sp. z o.o., PEM S.A., sprawozdań funduszy inwestycyjnych MCI.TechVentures FIZ oraz MCI.PrivateVentures FIZ

* Wymienione zadłużenie dotyczy tylko obligacji ujawnionych w rejestrze zobowiązań emitentów KDPW wg. stanu na dzień raportu

** Stan na koniec 3Q19

*** Stan na koniec 4Q19

**** Podana kwota dotyczy tylko zadłużenia z tyt. obligacji, nie obejmuje zadłużenia z tyt. kredytów i weksli

SKUPY AKCJI WŁASNYCH

Od czasu raportu inicjującego spółka dwukrotnie skupiła akcje własne. Pierwsze zaproszenie do składania ofert zostało ogłoszone w dniu 15.07.2019 na 3 mln akcji (ok. 5,7% kapitału zakładowego) po 10 zł/akcję, drugie w dniu 20.01.2020 na ok. 1,8 mln akcji (ok. 3,4% kapitału zakładowego) po 11 zł/akcję. Pierwszy skup został zrealizowany w całości (akcje zostały umorzone w dniu 24.02.2020). W przypadku drugiego odzew inwestorów był mniejszy (skupiono ok. 945 tys. akcji, tj. 1,8% kapitału zakładowego) – umorzenie powinno nastąpić w perspektywie kilku miesięcy. Na skutek powyższych, udział akcjonariusza dominującego wzrósł do blisko 78% ogólnej liczby głosów. Z jednej strony wezwania realizowane po cenie z istotnym dyskontem do NAV'u premiuje większościowego akcjonariusza, być może w celu spłaty zobowiązań MCI Management Sp. z o.o. w późniejszych okresach, z drugiej należy uczciwie przyznać,

że wezwania z perspektywy inwestorów mniejszościowych są korzystniejsze podatkowo niż dywidenda. Skutkiem bieżącym realizowanych wezwań jest powiększanie dyskonta vs NAV.

UPROSZCZENIE STRUKTURY GRUPY

W dniu 30.09.2019 spółka poinformowała o przyjęciu planu połączenia ze spółką zależną MCI Fund Management Sp. z o.o.. Celem jest uproszczenie struktury Grupy Kapitałowej emitenta. Połączenie poprzez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej (MCI Fund Management) na spółkę przejmującą (MCI Capital). MCI Capital miał 100% udziałów w MCI Fund Management Sp. z o.o.. W efekcie, eliminacji ulegnie jeden poziom w strukturze GK emitenta, a MCI Capital będzie posiadał certyfikaty inwestycyjne w MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures bezpośrednio. Powyższe rodzi implikacje dla bilansu MCI Capital. Z jednej strony MCI Capital miał zobowiązanie wobec MCI Fund Management z tyt. weksla w kwocie ok. 60 mln zł, z drugiej wg. bilansu opublikowanego w planie połączenia MCI Fund Management miało zobowiązanie z wekslowe w kwocie ok. 40 mln zł. Ponadto, na bilansie MCI Capital ujawnione zostaną rezerwy z tyt. odroczonego podatku dochodowego. Prawdopodobnie skończą się również okresy niskiej efektywnej stawki podatkowej w rachunku wyników MCI Capital. Pozycja bilansowa inwestycje w jednostki zależne również prawdopodobnie ulegnie przeklasyfikowaniu. Połączenie zostało zarejestrowane w dniu 24.02.2020.

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko związane z koniunkturą giełdową – historycznie udział inwestycji notowanych na giełdzie w stosunku do wartości całego portfela był wyższy, a obecnie spadł on do kilku procent (nie licząc ATM). Niemniej jednak koniunktura rynkowa wpływa na wyceny spółek porównywalnych do spółek znajdujących się w portfelu MCI Capital, co w przypadku istotnej przeceny rynkowej mogłoby negatywnie przełożyć się na wycenę spółek z portfela MCI.

Ryzyko koncentracji inwestycji – sześć największych inwestycji stanowi ok. 67% portfela, co stanowi dosyć wysoki poziom koncentracji portfela. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że dywersyfikacja portfela wzrosła z poziomu sprzed kilku lat, gdzie trzy największe inwestycje stanowiły ok. 60% portfela.

Ryzyko niskiej płynności wielu inwestycji – z uwagi na charakter inwestycji portfelowych, ich płynność jest ograniczona, co w krótkim okresie w przypadku zawirowań rynkowych może tworzyć sytuacje stresowe. MCI Capital obniża finansowanie dłużne, aby ograniczyć tego typu ryzyka w przyszłości.

Ryzyko umorzeń aktywów w zarządzanych funduszach – Masowe umorzenia mogą zaburzać ekonomikę długoterminowych inwestycji private equity i wpływać na konieczność poszukiwania alternatywnych źródeł finansowania. Dlatego umorzenia są ograniczone do 10% aktywów rocznie.

Ryzyko konfliktu interesów i reputacyjne – między MCI Capital a PEM, który zarządza funduszami, istnieją powiązania osobowe, co może rodzić potencjalne konflikty interesów. Dodatkowo zdarzenia takie jak kwestia konfliktu wokół MCI.TechVentures z 2019 roku mogą wpływać na reputację spółki. W przyszłości może to zamknąć spółce drogę do kolejnych emisji certyfikatów i obligacji osobom fizycznym, a tym samym wymusić konieczność wychodzenia z inwestycji i poszukiwania innych źródeł finansowania, co może odbić się niekorzystnie na wycenie portfela inwestycyjnego.

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Zyski z inwestycji	219	155	-165	66	66
Koszty działalności operacyjnej	4	5	4	4	4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-31	0	0	0	0
EBIT	184	150	-169	62	62
Koszty i przychody finansowe netto	-13	-9	-7	1	0
Zysk przed opodatkowaniem	171	141	-176	63	62
Podatek dochodowy	3	-1	-31	13	13
Zysk netto	175	140	-145	50	49

Źródło: MCI Capital (2017, 2018, 1-3Q2019), Noble Securities (prognozy, 2019P-2022P)

Bilans (mln zł)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 368	1 468	1 340	1 341	1 400
Aktywa trwałe	1 358	1 460	1 334	1 331	1 387
Inwestycje w jednostkach zależnych	1 264	1 399	1 270	1 264	1 317
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	9	4	4	4	4
Certyfikaty inwestycyjne	78	50	53	55	58
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	6	6	6	6
Inne aktywa trwałe	6	2	2	2	2
Aktywa obrotowe	10	8	5	10	14
Należności handlowe oraz pozostałe	3	2	2	2	2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7	5	2	7	10
Inne aktywa obrotowe	0	1	1	1	1

Pasywa	1 368	1 468	1 340	1 341	1 400
Kapitał własny razem	1 188	1 298	1 143	1 193	1 242
Zobowiązania długoterminowe	97	84	77	72	82
Obligacje	96	82	0	0	0
Rezerwa z tyt. odroczonego	0	0	75	70	81
Inne	1	2	2	2	2
Zobowiązania krótkoterminowe	84	87	121	76	76
Obligacje	82	20	45	0	0
Zobowiązania z tytułu weksli	0	61	70	70	70
Inne	1	6	6	6	6

Źródło: MCI Capital (2017, 2018, 1-3Q2019), Noble Securities (prognozy, 2019P-2022P)

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	-22	53	42	49	4
CF inwestycyjny	63	0	0	0	0
CF finansowy	-59	-56	-44	-44	0
CF	-18	-3	-3	5	4
Stan środków pieniężnych na początek okresu	25	7	5	2	7
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	7	5	2	7	10

Źródło: MCI Capital (2017, 2018, 1-3Q2019), Noble Securities (prognozy, 2019P-2022P)

Wybrane wskaźniki	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Wartość księgowa na akcję	22,45	24,51	23,32	24,34	25,35
Dług netto	171	158	113	63	59
Dług netto/BV	14%	12%	10%	5%	5%
Liczba akcji	53,0	53,0	49,0	49,0	49,0
P/BV	0,37	0,34	0,36	0,34	0,33

Źródło: MCI Capital (2017, 2018, 1-3Q2019), Noble Securities (prognozy, 2019P-2022P)

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P – prognozy Noble Securities S.A.
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

ZASTRZEŻENIA PRAWNE
PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 miesiące, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

Metoda wyceny aktywów netto (NAV) – polega na skorygowaniu ogólnej wartości majątku o wartość zobowiązań firmy. W ten sposób uzyskana wycena informuje bezpośrednio o księgowej wartości majątku firmy przypadającej jej właścicielom. Przyjmując, iż wartość księgowa majątku netto odpowiada wartości godziwej przedsiębiorstwa, uzyskuje się w ten sposób jego wartość.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPLYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU
Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

NS jest lub był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Emitentem dotyczących świadczenia usług maklerskich.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, która ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści

korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty..

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1794-mci-capital-s-a>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Kamil Jędrzej

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 12.03.2020, godz. 16.05. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 12.03.2020, godz. 16.08.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydany raport dotyczący MCI Capital S.A.

Raport	nd.
Data wydania	28.06.2019 godz. 14:55
Kurs z dnia raportu	7,3
Wycena	26,5
WIG w dniu raportu	60187,43

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
TIM	nd	17,3	11,4	7,1	144%	2020-01-31	24M	Michał Sztabler
PKP Cargo	Kupuj	30,6	20,9	9,3	228%	2020-01-07	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	17,3	10,5	9,8	77%	2020-01-03	nd	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	29,5	30,9	18,0	64%	2019-12-20	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0	90,4	83%	2019-12-13	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	295,0	62%	2019-12-11	9M	Kamil Jędrej
Apator	Akumuluj	24,4	21,4	15,0	63%	2019-11-28	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Trzymaj	129,0	134,2	132,5	-3%	2019-11-25	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Trzymaj	232,3	243,0	218,0	7%	2019-10-15	9M	Kamil Jędrej
Bogdanka	Redukuj	31,6	35,2	15,0	111%	2019-10-04	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	140,2	156,3			2019-09-16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Amrest Holdings	Kupuj	54,9	43,2	27,0	103%	2019-09-16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Eurocash	Akumuluj	27,0	22,7	15,9	70%	2019-09-11	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Bioton	nd	7,5	5,3	2,0	266%	2019-07-26	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
MCI Capital	nd	26,5	7,3	8,3	220%	2019-06-28	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
TIM	nd	14,1	9,8	7,1	99%	2019-06-17	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Akumuluj	464,7	395,0			2019-06-06	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5			2019-05-21	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7			2019-05-20	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0			2019-03-28	zawieszona	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dn. 31.10.2019), Michał Sztabler - Analityk Akcji, Kamil Jędrej - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji *korekta ceny o split akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 30

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Kamil Jędrej

kamil.jedrej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 37

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 19

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna