

## MCI Capital SA

MCI Capital po latach intensywnych inwestycji i zwiększania wartości posiadanych aktywów, obecnie skupia się na wychodzeniu z inwestycji i akumulowaniu środków. Z jednej strony może to ograniczyć w średnim okresie dokonywanie nowych inwestycji, ale z drugiej strony w przypadku wyjścia będzie potwierdzeniem wyceny wartości aktywów ujętej w bilansie. Bazując na wycenie aktywów netto, wyceniamy akcje MCI Capital na 26,5 zł.

### Wyniki za 1Q19

Zyski z inwestycji w 1Q19 wyniosły 32,4 mln zł, a zysk netto 26,5 mln zł. Na koniec 1Q19 wartość aktywów MCI Capital wynosiła 1,48 mld zł, wartość zobowiązań 185 mln zł, a wartość księgową 1,29 mld zł, co dawało 24,4 zł/akcję. Zobowiązania to głównie obligacje w wartości nominalnej 177,2 mln zł, których wartość po wykupie 54,5 mln zł z 24 czerwca spadła do 122,7 mln zł.

### Okres dezinwestycji

Zarząd podczas jednej z ostatnich telekonferencji zapowiedział, że w 2019 roku spółka zamierza się skupić na akumulowaniu środków na zabezpieczenie spłaty zapadających w ciągu trzech najbliższych lat obligacji, a także na sfinansowanie potencjalnych nowych inwestycji. MCI Capital spłacił 24 czerwca serię K obligacji o wartości 54,5 mln zł. Kolejna seria M o wartości 20,7 mln zł zapada 20 grudnia 2019 roku. Środki na spłatę obligacji serii K i M spółka uzyskała z umorzenia certyfikatów inwestycyjnych w MCI.TechVentures FIZ.

### Wycena spółki z dyskontem do wartości księgowej

Akcje MCI Capital są systematycznie wyceniane z dyskontem do wartości księgowej. Wartość dyskonta zmienia się w czasie, a w ostatnim okresie wzrosło do ok. 70%. Jest to dla nas nie do końca zrozumiałe, gdyż ostatnie transakcje wyjścia z aktywów pokazują, że spółka sprzedaje je w pobliżu lub powyżej wyceny rynkowej, a z drugiej strony nietrafione inwestycje są systematycznie przeliczane w dół. W dalszej części raportu przyglądamy się największym pozycjom w portfelu MCI Capital i przedstawiamy ich krótką analizę porównawczą do spółek porównywalnych. MCI nie płaci dywidendy, co może być jedną z przyczyn dyskonta w stosunku do wartości księgowej.

### Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Główne czynniki ryzyka dla naszej wyceny to ograniczona płynność inwestycji portfelowych i wysoki poziom koncentracji portfela inwestycyjnego.

**Wartość akcji MCI Capital SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny NAV (24,8 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (28,2 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 26,5 zł.**

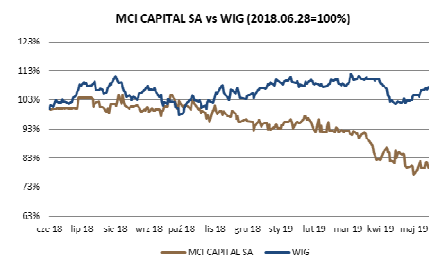
mln zł	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zyski z inwestycji	125	219	71	69	70
zysk netto	105	175	48	54	62
NAV/akcję	20,6	23,9	24,8	25,8	27,0
P/E (x)	3,8	2,3	8,3	7,3	6,4
P/NAV (%)	36%	31%	30%	29%	28%

Źródło: MCI Capital (2017-2018), Noble Securities (2019P-2021P), dane jednostkowe

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 28.06.2019 o godz. 14:50. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 28.06.2019 o godz. 14:55.



Cena bieżąca	7,3 zł
Wycena	26,5 zł
Potencjał wzrostu	262%
Kapitalizacja	387 mln zł
Free float	28,6%
Śr. wolumen 6M	5 412



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	71,6%
Pozostali	28,6%

**Krzysztof Radojewski**

**Dyr. Dep. Analiz Rynkowych**

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 213 22 35

**Kamil Jędrzej**

**Analityk akcji**

kamil.jedrej@noblesecurities.pl

+48 22 213 22 37

**WYCENA**

Akcje MCI Capital wyceniliśmy metodą wyceny aktywów netto bazując na księgowej prognozowanej wycenie portfela inwestycyjnego (NAV) na koniec 2019 roku oraz metodą porównawczą w stosunku do kilku europejskich spółek PE, przypisując tym metodom równe wagi 50%.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena aktywów netto (NAV)	0,50	24,8
Wycena porównawcza	0,50	28,2
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>26,5</b>
Cena aktualna		7,3
Potencjał		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 28,2 zł na akcję.**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x) 2019	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	51 050	1,4	3,3%
GIMV NV	PLN	5 965	1,1	4,5%
EURAZEO	PLN	20 430	0,9	2,0%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	2 136	1,2	4,4%
<b>Średnia</b>			<b>1,14</b>	
MCI Capital	PLN	396	0,30	
Premia/dyskonto do średniej (%)			-73%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		28,2	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		<b>28,2</b>	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 28.06.2019 r. godz. 9:20

## ANALIZA WRAŻLIWOŚCI WYCENY NAV MCI CAPITAL NA ZMIANĘ WYCENY SPÓŁEK PORTFELOWYCH

Poniżej przedstawiamy wrażliwość wyceny jednej akcji MCI na spadek i wzrost wartości o 10% największych inwestycji portfelowych.

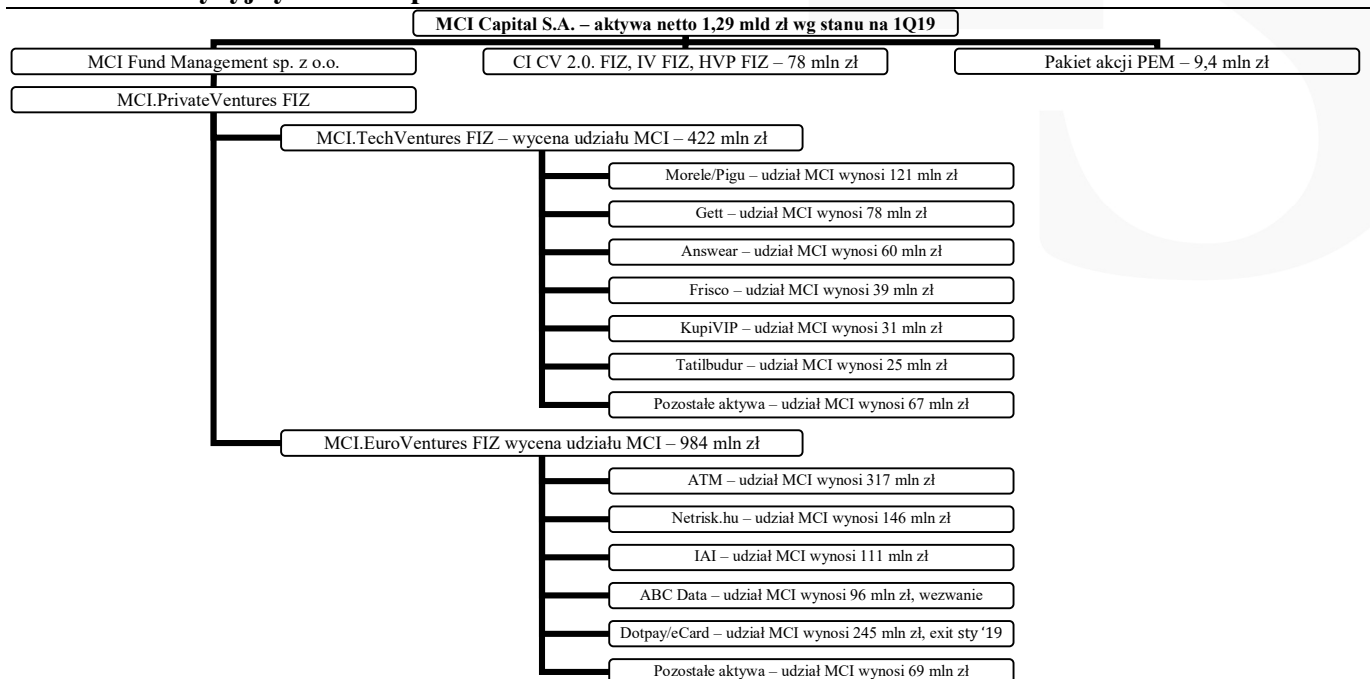
Spółka	Udział w NAV	Wycena NAV MCI Capital*	
		Przy spadku wartości inwestycji o 10%	Przy wzroście wartości inwestycji o 10%
ATM S.A.	25%	24,2	25,4
Netrisk.hu	12%	24,5	25,1
Morele.net/Pigu.lt	12%	24,5	25,1
IAI	9%	24,6	25,0
Gett	6%	24,7	25,0
Answer	5%	24,7	24,9
<b>ŁĄCZNIE</b>	<b>67%</b>	<b>23,1</b>	<b>26,5</b>

Źródło: Szacunki Noble Securities, \*Przy założeniu braku zmian innych czynników

### WYCENA PORTFELA INWESTYCYJNEGO

MCI wycenia inwestycje portfelowe różnymi metodami – w przypadku spółek giełdowych jest to wycena rynkowa, w przypadku inwestycji niepublicznych są one przez 12 miesięcy ujmowane po cenie nabycia, a później odpowiednio korygowane metodami wskaźnikowymi z dyskontem za brak płynności. Inwestor czy to inwestujący w certyfikaty inwestycyjne MCI.PrivateVentures FIZ czy to w akcje MCI Capital ma ograniczoną możliwość weryfikacji wycen inwestycji portfelowych z uwagi na małą dostępność danych finansowych. Jednak w proces wyceny są zaangażowane podmioty trzecie, audytor i depozytariusz, co podnosi wiarygodność wyceny. **Warto przypomnieć, że często ceny wyjścia z inwestycji MCI Capital były powyżej wycen księgowych.** Z drugiej strony mieliśmy w ostatnim czasie również sporo przecen w dół aktywów niepublicznych w portfelu MCI.TechVentures. Portfel inwestycyjny MCI Capital jest mocno skoncentrowany – według naszych szacunków 6 największych inwestycji odpowiada za ok. 67% portfela MCI Capital. Poniżej przedstawiamy obrazowe przedstawienie portfela MCI Capital. Na koniec 1Q19 wartość aktywów MCI Capital wynosiła 1,48 mld zł i finansowana była kapitałem własnym (1,29 mld zł, 24,4 zł/akcję) oraz zobowiązaniami (na koniec 1Q19 wynosiły 185,3 mln zł), w tym głównie obligacjami w kwocie 178,6 mln zł.

### Portfel inwestycyjny MCI Capital

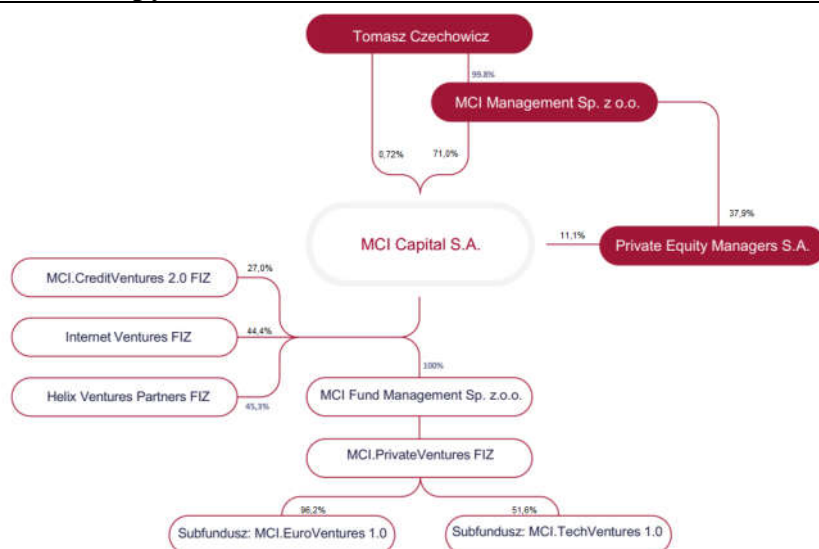


Źródło: MCI Capital

## MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

Spółka MCI została założona w 1999 roku, a dwa lata później zadebiutowała na GPW w Warszawie. W 2007 roku powstało MCI Capital TFI SA. W 2012 roku został wydzielony podmiot zarządzający aktywami – Private Equity Managers, który jest jednostką dominującą wobec MCI Capital TFI. MCI Capital TFI zarządza aktywami zgromadzonymi w Funduszach Inwestycyjnych Zamkniętych. Rozwiązanie takie zapewnia efektywne zarządzanie środkami oraz możliwość pozyskiwania funduszy od inwestorów zewnętrznych poprzez emisję certyfikatów inwestycyjnych. **MCI Capital S.A. jest klasyfikowane jako jednostka inwestycyjna określona w MSSF 10**, dlatego nie obejmuje konsolidacją swoich jednostek zależnych poza jednostkami zależnymi prowadzącymi działalność inwestycyjną i sporządza jednostkowe sprawozdanie finansowe. Udziały w jednostkach zależnych, których głównym aktywem są certyfikaty funduszy inwestycyjnych zamkniętych, wykazywane są w wartości godziwej na podstawie skorygowanej wartości aktywów netto na dzień bilansowy. Jak dotąd Grupa zrealizowała łącznie ponad 100 projektów inwestycyjnych oraz dokonała ponad 58 wyjść. Na przestrzeni ostatnich lat struktura Grupy MCI uległa spłaszczeniu, w tym kontekście można wspomnieć np. o połączeniu kilku spółek pod koniec 2017 roku, w wyniku którego struktura Grupy Kapitałowej istotnie się uprościła. Poniżej przedstawiamy jej poglądowy schemat organizacyjny oraz udział własności zarządzanych certyfikatów inwestycyjnych.

### Schemat Grupy MCI



Źródło: MCI Capital

### FINANSOWANIE

MCI Capital finansuje działalność inwestycyjną głównie kapitałami własnymi, a także finansowaniem dłużnym w postaci obligacji na poziomie spółki holdingowej – MCI Capital S.A. Trzeba jednak dodać, że każdy z podmiotów w ramach struktury MCI może również się zadłużać poprzez emisję obligacji, kredyty bankowe oraz zaciąganie innych zobowiązań (np. wekslowych) – np. na poziomie funduszy inwestycyjnych. Również spółka holdingowa będąca głównym akcjonariuszem MCI Capital – MCI Management sp. z o.o. zadłuża się poprzez m.in. emisje obligacji. W przeszłości między funduszami inwestycyjnymi a innymi spółkami z grupy kapitałowej funkcjonował również proces „zarządzania płynnością”, który według deklaracji zarządu MCI Capital, odbywał się na warunkach rynkowych. W ostatnich sprawozdaniach finansowych funduszy MCI.TechVentures 1.0 FIZ i MCI.EuroVentures 1.0 FIZ za 1Q19 nie znaleźliśmy w ich portfelach wierzytelności z tytułu udzielonych pożyczek wobec innych podmiotów z Grupy Kapitałowej MCI, co sugeruje, że proces ten został ograniczony.

**Opis zadłużenia na różnych poziomach finansowania w Grupie MCI**

Podmiot	Zadłużenie	Komentarz – potencjalne źródła docelowej spłaty
MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP sp. z o.o.)	na poziomie jednostkowym: zadłużenie netto wynosiło ok. 212 mln zł wg stanu na 1H18 i wzrosło do ok. 258 mln zł z uwagi na nabycie w wezwaniu ok. 4 mln akcji MCI Capital po 10,2 zł z 19 mln planowanych,	W długim okresie obligacje i zadłużenie mogą zostać spłacone z dywidend lub umorzenia kapitału z MCI Capital,
MCI Capital S.A. (dawniej MCI Management S.A.)	na poziomie jednostkowym: 188 mln zł wg stanu na 1Q19: - 54,5 mln zł zostało spłacone 24.06.2019 - 20,7 mln zł zapada 20.12.2019 - 20 mln zł zapada 19.06.2020 - 37 mln zł zapada 01.03.2021 - 45 mln zł zapada 29.12.2021 plus odsetki	Zadłużenie jest i może być spłacane poprzez wypłatę dywidend ze spółki zależnej (MCI Fund Management sp. z o.o.), która pozyskuje środki z umarzenia certyfikatów inwestycyjnych - MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures FIZ – na koniec 1Q19 MCI Capital umorzył certyfikaty inwestycyjne za 82 mln zł na spłatę obligacji zapadających w 2019 roku, zapewniając sobie tym samym pełne pokrycie zobowiązań na najbliższy rok
MCI Fund Management sp. z o.o.	W raporcie rocznym MCI Capital za 2018 rok jest informacja, że saldo krótkoterminowych zobowiązań finansowych w MCI Fund Management sp. z o.o. wynosiło 60 mln zł	Zadłużenie może być spłacone z umorzenia certyfikatów inwestycyjnych
Private Equity Managers S.A.	Na poziomie skonsolidowanym zadłużenie netto na koniec 1Q19 wynosiło ok. 38 mln zł, dodatkowo spółka posiadała aktywa płynne w wysokości ok. 14 mln zł w postaci należności z tytułu opłaty za zarządzanie	Zadłużenie może być spłacone z opłat za zarządzanie pobieranych od MCI Capital i innych klientów
MCI.TechVentures FIZ	Według stanu na koniec 1Q19 zobowiązania Subfunduszu wynosiły 282 mln zł, w tym z tytułu wyemitowanych obligacji i kredytów ok. 194 mln zł, z tytułu wykupionych certyfikatów inwestycyjnych ok. 82 mln zł; środki pieniężne i ich ekwiwalenty wynosiły ok. 90 mln zł	Zadłużenie może być spłacane ze środków pochodzących ze zbycia lokat funduszy (akcji i udziałów w spółkach), dywidend, odsetek od lokat lub ze środków pochodzących z emisji nowych certyfikatów inwestycyjnych
MCI.EuroVentures FIZ	Według stanu na koniec 1Q19 zobowiązania Subfunduszu wynosiły 119 mln zł, w tym z tytułu wyemitowanych obligacji i kredytów ok. 55 mln zł, z tytułu wykupionych certyfikatów inwestycyjnych ok. 18 mln zł; depozyty w bankach wynosiły 100 mln zł	Zadłużenie może być spłacane ze środków pochodzących ze zbycia lokat funduszy (akcji i udziałów w spółkach), dywidend, odsetek od lokat lub ze środków pochodzących z emisji nowych certyfikatów inwestycyjnych

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.EuroVentures FIZ

**PRIVATE EQUITY MANAGERS ZARZĄDZA AKTYWAMI MCI**

Grupa Kapitałowa Private Equity Managers powstała w 2012 roku w celu oddzielenia podmiotu zajmującego się zarządzaniem aktywami od spółki, w której są ulokowane aktywa. PEM jest powiązany z MCI Capital osobą głównego akcjonariusza, który posiada również większościowy pakiet w PEM oraz osobowo poprzez pełnienie funkcji zarówno w zarządzie MCI, jak i PEM (Tomasz Czechowicz jest prezesem MCI Capital i PEM, Ewa Ogryczak jest Wiceprezesem MCI Capital oraz PEM). Aktywa MCI w dalszym ciągu stanowią główną część aktywów, którymi zarządza PEM. Na okoliczność wydzielenia PEM dnia 23.12.2014 została zawarta umowa (Porozumienie Trójstronne) pomiędzy MCI Capital, PEM a MCI Capital TFI, którego główne postanowienia opisujemy poniżej.

1. **Długość trwania:** 31.10.2023; na dzień podpisania strony wyraziły deklarację przedłużenia obowiązywania na kolejne 10 lat,
2. **Oplaty za zarządzanie:** MCI.EuroVentures 1.0. FIZ – 2% rocznie, MCI.Tech.Ventures 1.0. FIZ – 2,75% rocznie, MCI.CreditVentures 2.0. FIZ – 1% rocznie; możliwość renegotjacji stawek po 31.10.2018,
3. **Zobowiązanie MCI Capital oraz podmiotów od niego zależnych do nieządania dokonania wypłat, z wyjątkiem następujących sytuacji:**
  - **Wypłaty maksymalnie 20% aktywów**, po wypłaceniu których kolejne wypłaty MCI może dokonywać po dokonaniu wpłaty uzupełniającej o wcześniej wypłacone środki,
  - **Wypłaty w celu obsługi przez MCI Capital swoich bieżących zobowiązań z tytułu zaciągniętych kredytów** (188 mln zł według stanu na koniec 1Q19),
  - **Wypłaty w celu obsługi przez MCI Capital swoich zobowiązań do kwoty 50 mln zł** w całym okresie trwania Porozumienia Trójstronnego,
  - **Wypłaty w każdym roku kalendarzowym do 5 mln zł** na potrzeby pokrycia kosztów operacyjnych MCI Management oraz do 5% kapitałów własnych MCI Management (ok. 65 mln zł według stanu na koniec 1Q2019) na potrzeby wypłaty przez MCI Management dywidendy.
4. Możliwość relokacji od maja 2015 roku do 40% aktywów pomiędzy funduszami, jednak z zastrzeżeniem, że środki zostaną ulokowane w certyfikaty inwestycyjne, na które przypada nie niższe wynagrodzenie za zarządzanie,
5. Zapewnienie zarządzania portfelem inwestycyjnym przez okres obowiązywania Porozumienia wyłącznie przez PEM lub inne podmioty od niego zależne,
6. Zobowiązanie MCI Management do głosowania przeciwko zmianom statutów wpływających na obniżenie wynagrodzenia PEM lub przejęcia zarządzania przez inne podmioty,
7. Zagwarantowanie MCI Management prawa do obejmowania do 50% certyfikatów inwestycyjnych pierwszej emisji emitowanych przez każdy fundusz inwestycyjny tworzony przez MCI Capital TFI po dniu wejścia w życie Porozumienia Trójstronnego,
8. Możliwość wypowiedzenia umowy: Gdy PEM lub inny podmiot zależny utraci wymagane zezwolenia, **po okresie naprawy**, który trwa 12 miesięcy i w którym MCI Management nie zleci zarządzania podmiotowi innemu niż wskazany przez PEM, jeżeli nie dojdzie do usunięcia naruszenia, MCI Management może wypowiedzieć umowę z zachowaniem 6-miesięcznego terminu wypowiedzenia.
9. Dopóki MCI Management posiadać będzie przynajmniej 10% akcji PEM i jego aktywa pod zarządzaniem stanowiąc będą nie mniej niż 50% wszystkich aktywów, to może wskazywać osobę do powołania na stanowisko członka zarządu do spraw finansowych PEM lub jego spółki zależnej.
10. **Kary umowne:** 50 mln zł jeżeli do naruszenia przez MCI Capital doszło po 01.11.2018.
11. **Możliwość zmiany lub wypowiedzenia Porozumienia decyzją WZA Private Equity Managers**, o ile za jej oddaniem oddane zostaną głosy stanowiące 75% ogólnej liczby głosów.

## OBSZARY ZAINTERESOWAŃ INWESTYCYJNYCH MCI CAPITAL

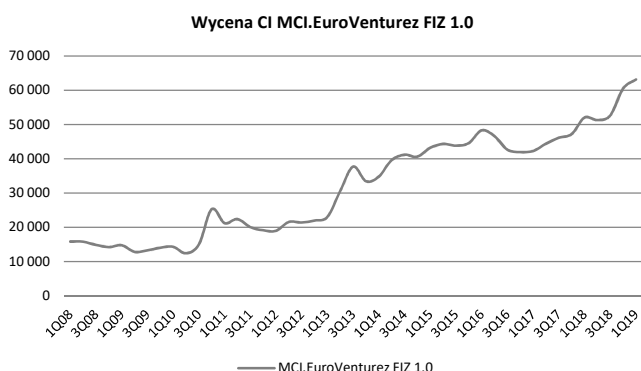
MCI Capital specjalizuje się w procesach transformacji cyfrowej, inwestując w czyste modele internetowe (tzw. pure players), spółki przenoszące model biznesowy z tradycyjnej do cyfrowej gospodarki oraz spółki działające na rynku rozwoju infrastruktury internetowej. Inwestycje realizowane są w obszarze early stage VC, growth stage VC, private debt oraz expansion/buyout stage w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, a także w wybranych krajach Europy Zachodniej.

Fundusz, dzięki szerokiej sieci kontaktów i posiadaniu zweryfikowanych modeli rozwiązań organizacyjnych, w przejmowanych podmiotach dostarcza wartości dodanej poprzez transformację do modelu dostosowanego do gospodarki cyfrowej, profesjonalne wsparcie w procesach M&A, wsparcie rekrutacji kadry kierowniczej oraz wsparcie w rozszerzaniu działalności na nowe rynki i segmenty

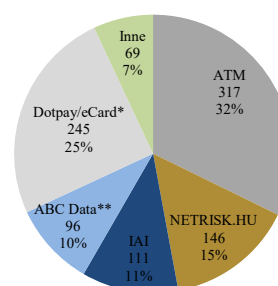
## MCI.EUROVENTURES FIZ

**Strategia Private Equity** jest realizowana głównie poprzez subfundusz MCI.EuroVentures. Jego głównym inwestorem jest Grupa Kapitałowa MCI (96,2%). Zakłada ona finansowanie na etapie ekspansji, buy-out i leverage buy-out. Przeprowadzane inwestycje mogą mieć charakter wykupów lub wykupów menadżerskich, wykupów lewarowanych, transakcji pre-IPO oraz PIPE (private investment in public equity z wycofaniem spółki z notowań giełdowych). Obszarami inwestycyjnymi funduszu są modele czysto-internetowe, transformacja do modeli cyfrowych i ekosystem cyfrowy. Wielkość inwestycji do 100 mln EUR. Głównymi inwestycjami funduszu są akcje ATM S.A., Netrisk.hu oraz IAI S.A. W styczniu 2019 roku została sfinalizowana transakcja sprzedaży akcji Dotpay/eCard, a na akcje ABC Data zakończyło się wezwanie ogłoszone przez MCI i ALSO Holding (MCI podpisał z ALSO umowę sprzedaży spółki). Dodatkowo w przypadku spółki ATM ogłoszono przegląd opcji strategicznych, co może w perspektywie kolejnych kwartałów skutkować również sprzedażą całego pakietu akcji np. do inwestora branżowego.

## Zmiana wyceny certyfikatów MCI.EuroVentures FIZ oraz zestawienie portfela inwestycyjnego



Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ wg stanu na 31.12.2018\*\*\*



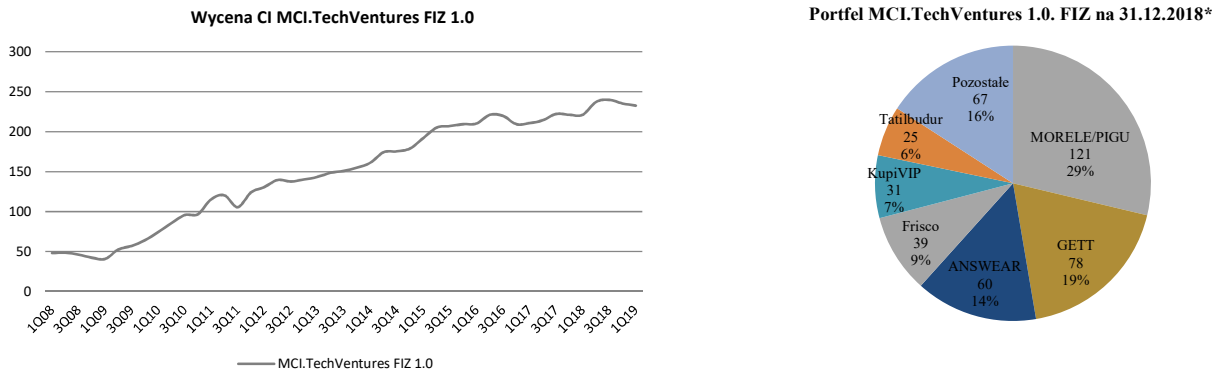
Źródło: MCI Capital, \*finalizacja transakcji sprzedaży Dotpay/eCard nastąpiła w styczniu 2019 roku, \*\*zakończyło się wezwanie na wszystkie akcje spółki, które ogłosił ALSO Holding razem z MCI Capital, \*\*\*udział przypadający na MCI Capital

## MCI.TECHVENTURES FIZ

**Strategia inwestycyjna growth** jest realizowana głównie poprzez subfundusz MCI.TechVentures. Zakłada ona finansowanie na etapie wzrostu i ekspansji przedsiębiorstw w celu budowy regionalnych, europejskich i globalnych liderów. W tym funduszu największym inwestorem jest również Grupa MCI Management (51,6%), a pozostałe certyfikaty są w rękach innych inwestorów, w tym głównie inwestorów indywidualnych. Obszarami inwestycyjnymi funduszu są modele czysto-internetowe, e-commerce, fintech, SaaS, IoT, digital, home, AdTech, digital media. Wielkość inwestycji wynosi

do 10 mln EUR (w CEE) i do 20 mln EUR (Europa Zachodnia). Głównymi inwestycjami funduszu są Morele.net/Pigu.lt, Gett, Answer.com, Frisco.pl oraz inne.

### Zmiana wyceny certyfikatów MCI.TechVentures FIZ oraz zestawienie portfela inwestycyjnego



Źródło: MCI Capital, \*udział przypadający na MCI Capital

### MCI.CREDITVENTURES 2.0. FIZ

**Strategia inwestycyjna Private Debt** realizowana jest poprzez Fundusz MCI.CreditVentures 2.0. FIZ. Fundusz oferuje m.in. finansowanie mezzanine oraz junior debt z preferencją na modele powiązane z gospodarką cyfrową. Największe inwestycje to finansowanie bałkańskiego ubezpieczyciela Eurohold, finansowania wykupu akcji PEM w pre-IPO oraz finansowanie wykupu ATM. MCI Capital na koniec 1Q19 posiadał certyfikaty inwestycyjne tego funduszu o wartości 55,7 mln zł.

### HELIX VENTURES FIZ I INTERNET VENTURES FIZ – FUNDUSZE Z KFK

**Strategia inwestycyjna Startup & VC** była w przeszłości realizowana przez dwa Fundusze, stworzone w partnerstwie z Krajowym Funduszem Kapitałowym – Helix Ventures Partners (40 mln zł) oraz Internet Ventures (100 mln zł). Pierwszy powstał w 2009 roku, a drugi w 2010. Oba te Fundusze zakończyły już swój cykl inwestycyjny (nie są prowadzone nowe inwestycje). Zarządzający nimi, skupiają się na wzroście wartości spółek z portfela, pozyskaniu dalszego finansowania VC oraz ich dalszej sprzedaży. Helix Ventures Partners w ostatnich kwartałach dokonywał wyjść z inwestycji i wypłat kapitału na rzecz MCI Capital, dlatego jego udział w księgach na koniec 2018 roku wynosił zero. Fundusz Internet Ventures zostanie zlikwidowany w ciągu 3-4 lat. MCI Capital na koniec 1Q19 posiadał certyfikaty inwestycyjne funduszu Internet Ventures FIZ o wartości 24,3 mln zł. Fundusz ten ma charakter marginalny w całym obrazie spółki.

### **KWESTIA UMORZEŃ W MCI.TECHVENTURES W 2019 ROKU**

Według stanowiska MCI Capital, w funduszu MCI.TechVentures 1.0. FIZ zgodnie ze statutem są dwa rodzaje certyfikatów – senior/założycielskie/uprzywilejowane i junior/zwykłe. Certyfikaty senior, które są w posiadaniu założyciela funduszu – MCI Capital, mogą być umarżane w dowolnym momencie w czasie bez żadnych ograniczeń, a certyfikaty junior mogą być umarżane kilka razy w roku na moment wyceny, która występuje co kwartał, jednak z ograniczeniem wartości wszystkich umorzeń do 10% wartości aktywów netto rocznie licząc według stanu na koniec poprzedniego roku obrotowego.

Ograniczenie wynika ze specyfiki inwestowania w nie płynne aktywa private equity, co zmniejsza możliwość szybkiego wychodzenia z inwestycji. MCI Capital oświadczył, że przed 2019 rokiem nie korzystał z prawa pierwszeństwa. Jednak kwestie płynnościowe związane z koniecznością zgromadzenia kapitału na spłatę obligacji zapadających w 2019 roku, spowodowały, że spółka MCI Fund Management



(podmiot zależny MCI Capital) złożyła dnia 26 marca 2019 roku żądanie wykupu certyfikatów o wartości 82 mln zł i skorzystała ze statutowego prawa pierwszeństwa, co spowodowało, że posiadacze certyfikatów junior nie mogli ich umorzyć.

Wcześniej w 2018 roku MCI Capital również umarzał certyfikaty razem z posiadaczami certyfikatów junior, co spowodowało redukcję wypłaty środków z umorzenia. Działania MCI Capital wzbudziły sprzeciw części posiadaczy certyfikatów junior żądających umorzenia (ok. 5% wszystkich). Sprawę bada prokuratura i trudno na obecnym etapie wskazać ryzyka z tym związane oprócz ryzyka reputacyjnego opisanego na końcu raportu.

Stowarzyszenie Ochrony Interesu Inwestorów Mniejszościowych w Funduszach Inwestycyjnych w piśmie skierowanym do zarządu MCI Capital i dystrybutorów subfunduszu MCI.TechVentures napisało, że MCI Capital powinno zwrócić do subfunduszu MCI.TechVentures kapitał uzyskany w 2019 roku z umorzenia certyfikatów w kwocie ok. 82 mln zł. Stowarzyszenie postuluje również zmianę statutu, wstrzymanie nowych inwestycji i likwidację Subfunduszu.

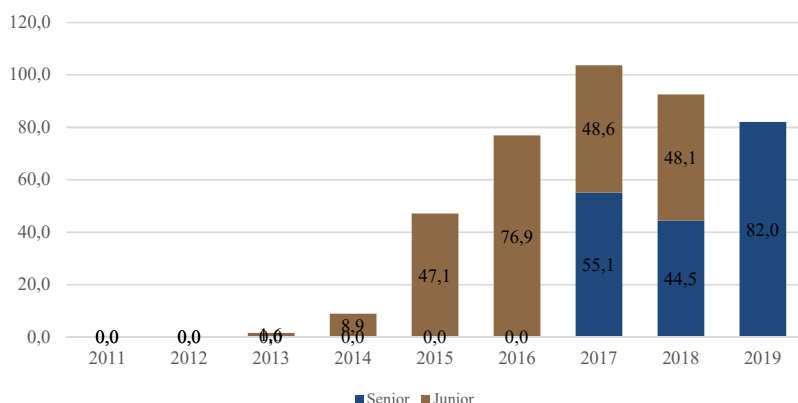
**Sprawa jest wielowątkowa, gdyż z jednej strony mamy formalne zapisy statutowe, ograniczenia związane z umarzeniem certyfikatów, specyfikę inwestycji private equity/venture capital, które mają horyzont co najmniej kilkuletni, a wymuszone zbycie może się wiązać z niższą zrealizowaną stopą zwrotu oraz inwestorów mniejszościowych, którzy nabyli tego typu produkt inwestycyjny. Z drugiej strony mamy MCI Capital, które ma swoje ograniczenia płynnościowe i racjonalnym jest, że dla zarządu MCI Capital priorytetowe jest regulowanie własnych zobowiązań z tytułu obligacji. Jest to główny czynnik umożliwiający kontynuację obecnej polityki inwestycyjnej i realizację atrakcyjnych stóp zwrotu w zarządzanych funduszach. Klimat inwestycyjny po aferze Getback spowodował jednak wzrost nieufności u klientów, stąd trudno się dziwić ich podejrliwości.**

**Jeśli spojrzeć na portfel MCI.TechVentures FIZ pod kątem płynności, to warto zwrócić uwagę na następujące czynniki:**

- jest to portfel inwestycji niepublicznych i niepłynnych,
- MCI.TechVentures 1.0. FIZ ma zobowiązania w kwocie ok. 194 mln zł z tytułu kredytów i obligacji,
- w przypadku potencjalnych wyjść warto wskazać, że zarząd Gett zapowiedział debiut giełdowy w I kwartale 2020 roku, co umożliwiłoby w naszej opinii atrakcyjne wyjście z tej inwestycji. Wartość pakietu akcji Gett w funduszu to 152 mln zł, ale z naszej analizy wynika, że potencjalna wycena podczas debiutu może być wyższa, co w przypadku wyjścia mogłoby istotnie poprawić płynność funduszu i umożliwić częściową lub całkowitą spłatę zobowiązań, jak i zaspokojenie potencjalnych umorzeń.

### Umorzenia CI MCI.TechVentures 1.0. FIZ w latach 2011-2019 w podziale na typy certyfikatów

Umorzenia certyfikatów inwestycyjnych MCI.TechVentures 1.0. FIZ w latach 2011-2019 w podziale na typy certyfikatów

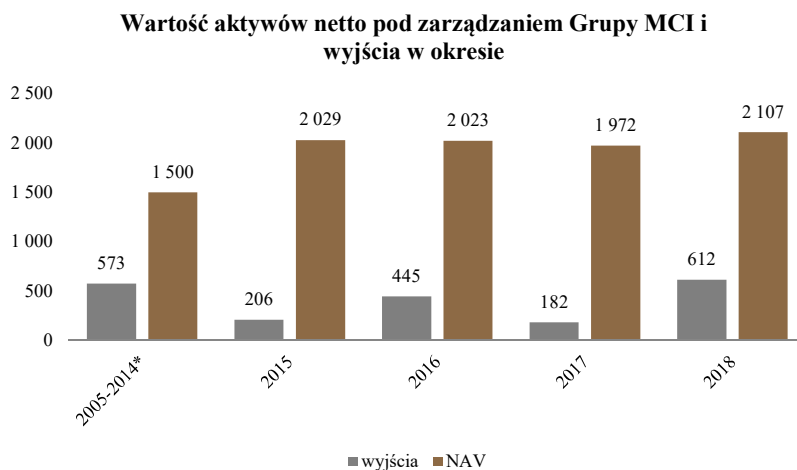


Źródło: MCI Capital

## HISTORIA WYJŚĆ Z INWESTYCJI

Dla porównania skali wzrostu aktywności MCI Capital – w latach 2005-2014 podmiot ten zrealizował wyjścia z inwestycji o łącznej wartości ponad 573 mln zł, a w samym tylko 2018 roku wyniosły one 612 mln zł. Przy czym przez wyjścia oprócz sprzedaży aktywów należy też rozumieć otrzymane dywidendy od spółek zależnych. Obecnie portfel tworzy mniej inwestycji o większej wartości jednostkowej. Poniżej przedstawiamy wyjścia z inwestycji przez MCI Capital w ostatnich latach oraz zestawienie tych przekraczających 50 mln zł.

### Wartość aktywów netto i wyjść z inwestycji MCI Capital (mln zł)



Źródło: obliczenia Noble Securities na bazie informacji MCI Capital, funduszy MCI.TechVentures i MCI.EuroVentures FIZ, \*NAV na koniec okresu

### Wyjścia z inwestycji w latach 2012-2019 przekraczające 50 mln zł

Rok	podmiot	kwota (mln PLN)	IRR	uwagi
2012	Netretail (Mall.cz)	165	174% (4,2x cash on cash)	Nabycie przez Naspers
2015	Netia	158		Nabycie przez FIP 11 FIZAN
2016	Invia	270	46%	Nabycie przez fundusz Rockaway Capital
2018	lifebrain	156	22%	Nabycie przez fundusz Investindustrial
2018	iZettle	147	70%	Nabycie przez Paypal
2018	Dotpay/eCard	264	40%	Nabycie przez Nets
2019	ABC Data	176		Wezwanie razem z ALSO Holding AG

Źródło: MCI Capital S.A.

## NIETRAFIONE INWESTYCJE

Jak każdy inwestor, MCI ma również nietrafione inwestycje. Biorąc pod uwagę skalę zrealizowanych gotówkowych zysków z inwestycji i dywidend, nietrafione inwestycje stanowią mniejszość portfela MCI. Do największych nietrafionych inwestycji ostatnich lat należy zaliczyć Auctionata – spółka z siedzibą w Berlinie prowadząca globalny dom aukcyjny online specjalizujący się w aukcjach dóbr kolekcjonerskich.

## POLITYKA DYWIDENDOWA

Kowenanty obligacyjne MCI Capital w przeszłości ograniczały spółce możliwość wypłaty dywidendy. W ostatnich seriach obligacji konwenaty te zostały jednak zmodyfikowane, co teoretycznie umożliwia wypłatę dywidendy. Jednak biorąc pod uwagę chęć spółki do całkowitej spłaty zadłużenia z tytułu obligacji, trudno w tym kontekście oczekiwać wypłaty dywidendy. Warto dodać, że MCI Capital w 2016 i 2017 roku dokonał dystrybucji części kapitału do akcjonariuszy poprzez przeprowadzenie skupu akcji własnych – spółka skupiła wówczas łącznie 8,9 mln akcji za kwotę 87,4 mln zł, które zostały umorzone.

## **6 NAJWIĘKSZYCH INWESTYCJI PORTFELOWYCH (67% PORTFELA)**

**ATM S.A. – wycena 330 mln zł (udział MCI 317 mln zł wg stanu na koniec 2018 roku)**

### **Działalność spółki**

ATM S.A. działa na rynku teleinformatycznym od 1991 r., a od września 2004 r. spółka jest notowana na GPW w Warszawie S.A. Spółka jest liderem kolokacji, hostingu i szerokopasmowej transmisji danych, oferującym usługi chmury obliczeniowej i dostępu do internetu oraz inne zaawansowane usługi telekomunikacyjne o dużej wartości dodanej, świadczone pod marką Atman. Odbiorcy usług i produktów ATM S.A. to klienci biznesowi, operatorzy telekomunikacyjni i instytucje o znaczących potrzebach telekomunikacyjnych. ATM S.A. zatrudnia ponad 200 pracowników.

### **Prognoza wyników na 2019 rok i perspektywy wzrostu w kolejnych latach**

20 maja 2019 roku ATM S.A. opublikowało prognozę wyników na 2019 rok: przychody ze sprzedaży na poziomie 148 mln zł oraz zysk EBITDA na poziomie 58,5 mln zł. Dla porównania przychody w 2018 roku wyniosły 136,6 mln zł, a wynik EBITDA 41,7 mln zł. Przychody w 1Q19 wyniosły 35,7 mln zł (+7,5% r/r), a EBITDA 17,2 mln zł (+16% r/r).

### **Rynek i konkurencja**

Większość centrów przetwarzania danych w Polsce stanowią obiekty małe, o powierzchni netto poniżej 200 m<sup>2</sup>. Według danych PMR z 2015 roku (Rynek centrów danych w Polsce 2015) pięć największych graczy w 2015 roku posiadało łącznie ok. 40% całkowitej powierzchni kolokacyjnej, reszta rynku jest silnie rozproszona (wiele małych serwerowni). W raporcie tym PMR szacował udział ATM w rynku polskim na około 12% w całkowitej powierzchni brutto pod komercyjne usługi kolokacji i hostingu. Według danych zebranych przez PMR zamieszczonych w raporcie „Rynek centrów danych w Polsce 2018” z kwietnia 2018 roku, przydział mocy dla 40 czołowych komercyjnych centrów przetwarzania danych (CPD) w Polsce w styczniu 2018 r. wyniósł w sumie ponad 120 MW. Przeciętnie było to 3,5 MW na obiekt. Największym przydziałem mocy w kraju, osiągającym w sumie 26 MW, licząc wszystkie przyłącza, dysponują ATM i Orange. Maksymalna moc na jednym przyłączy w przypadku ATM wynosi 11 MW, a w przypadku Orange – 6,5 MW. W styczniu 2018 r. w Polsce istniał tylko jeden komercyjny obiekt, którego metraż pod szafy przekraczał 4 tys. m<sup>2</sup> (ATMAN) i jeden o powierzchni w przedziale 2,5 tys.-4 tys. m<sup>2</sup> (T-Mobile). Warto dodać, że spółka odnotowuje systematyczny wzrost liczby zagranicznych zapytań ofertowych, który w opinii zarządu spółki wynika z przewagi ATM nad zagranicznymi konkurentami w zakresie relacji cena/jakość usług. **Podsumowując, ATM S.A. jest liderem na silnie rozproszonym rynku, konkurując głównie z największymi firmami telekomunikacyjnymi takimi, jak T-Mobile czy Orange.**

### **Potencjał exitowy**

Rynek centrów przetwarzania danych podlega silnym tendencjom konsolidacyjnym. W Europie dominującymi graczami są Equinix i Telehouse. Equinix jest notowany na giełdzie Nasdaq – ma ok. 41 mld USD kapitalizacji, a zamieszczony w serwisie informacyjnym Bloomberg prognozowany wskaźnik wyceny EV/EBITDA'19 wynosił na dzień 24 czerwca 2019 roku 20,0x, a wskaźnik EV/Sales 9,6x. 20 maja 2019 roku ATM S.A. poinformował o rozpoczęciu przez dominującego inwestora przeglądu potencjalnych opcji strategicznych związanych z inwestycją w spółkę i zamiarze skontaktowania się z wybranymi podmiotami w związku z tym przeglądem. Wśród rozważanych potencjalnych opcji strategicznych znajduje się sprzedaż wszystkich akcji spółki na rzecz inwestora strategicznego lub inwestora finansowego. Dla porównania wskaźnik EV/EBITDA dla prognozowanego przez spółkę zysku EBITDA na 2019 rok wynosi ok. 9,0x.

**NETRISK.HU – wycena 151 mln zł (udział MCI 146 mln zł wg stanu na koniec 2018 roku)****Działalność spółki**

Założona w 2001 roku spółka działa w obszarze Insurtech na Węgrzech. Jest to broker ubezpieczeniowy działający w kanale online w obszarze produktów ubezpieczeniowych OC, AC, ubezpieczeń nieruchomości oraz podróży. Ponadto spółka zbudowała marketplace produktów bankowych oraz ofert telekomów. Ambicją emitenta jest budowa lidera segmentu, w którym działa spółka w rejonie CEE. Zgodnie z raportem portalu [www.insuranceeurope.eu](http://www.insuranceeurope.eu) z października 2018, łączna wartość rynków ubezpieczeń non-life Węgier oraz innych krajów CEE (Słowacja, Czechy, Słowenia, Chorwacja, Rumunia, Bułgaria) to ponad 11,2 mld EUR (vs ok. 1,6 mld EUR same Węgry) – 7-krotnie więcej.

**Wyniki finansowe**

Brak danych o wynikach i prognozach na 2019 rok.

**Rynek i konkurencja**

Segment non-life na Węgrzech szacowany jest na 1,6 mld euro w 2017 roku. Szacuje się, że segment online odpowiada za 20% węgierskiego rynku ubezpieczeń non-life. Spółka posiada 30% udział w tej części rynku co zapewnia jej pozycję lidera. Zgodnie z raportem McKinsey z marca 2017, w ostatnich latach powstało wiele nowych podmiotów w segmencie Insurtech, z czego najwięcej w USA, Europie zachodniej, a także w Chinach. Dane te potwierdzane są przez raport EY, wedle którego od 2012 do 2017 roku w przedsiębiorstwa segmentu InsurTech zainwestowano 8 mld USD. Jest to jednak segment niejednorodny – wśród podmiotów specjalizujących się w analityce danych czy kanałach dystrybucyjnych, są także podmioty bazujące na technologii uczenia maszynowego czy systemów antyfraudowych.

**Potencjał exitowy**

Biorąc pod uwagę rosnącą digitalizację, a także relatywnie niewielką penetrację online chociażby rynku węgierskiego, a także potencjalną ekspansję w krajach regionu spółka może potencjalnie operować na rynku znacznie większym niż jej rodzimy rynek węgierski, co nie pozostanie bez wpływu na jej wycenę. Spółka może zostać docelowo sprzedana do inwestora branżowego lub innego funduszu private equity.

**MORELE/PIGU – wycena 235 mln zł (udział MCI 121 mln zł wg stanu na koniec 2018 roku)****Działalność spółki**

Morele.net to podmiot działający na polskim rynku eCommerce posiadający w swojej ofercie ponad 800 tys. produktów z 8 branż, który zaczynał od handlu sprzętem komputerowym oraz RTV/AGD, a poprzez akwizycje innych podmiotów istotnie zwiększył zakres oferowanych produktów.

**Wyniki finansowe**

W roku finansowym zakończonym w 2017 roku, spółka morele.net sp. z o.o. miała 719 mln zł przychodów i ok. 2 mln zł zysku EBITDA. Przychody morele.net w 2018 roku miały wynieść ok. 1 mld zł przy wyższej marży. Nie znamy przychodów realizowanych przez Pigu.lt. W artykule prasowym z dnia 14.11.2018, który dotyczy fuzji morele.net z Pigu.lt mowa jest o obrocie na poziomie 4 mld zł w perspektywie 5 lat.

**Potencjał exitowy**

W połączonym podmiocie MCI Capital ma mieć około połowy udziału w kapitale (wcześniej miał 52,5% w morele.net i 51,0% w Pigu.lt), co sugeruje implikowaną wycenę całego podmiotu na poziomie niespełna 500 mln zł. Wyceny spółek eCommerce zazwyczaj przekraczają 1x przychody ze sprzedaży. Docelowo wyjście z inwestycji może nastąpić poprzez IPO albo sprzedaż inwestorowi branżowemu.

**IAI – wycena 115 mln zł (udział MCI 111 mln zł wg stanu na koniec 2018 roku)****Działalność spółki**

Idosell Sp. Z o.o. (wcześniejsza nazwa IAI S.A.) to spółka założona w 2000 roku, 16 grudnia 2009 roku odbył się jej debiut na rynku NewConnect. Natomiast 14 października 2018 nastąpiło przejęcie 51% akcji spółki przez fundusz MCI. Przejęcie wiązało się z delistingiem spółki z giełdy. Podmiot działa jako dostawca SaaS w modelu abonamentowym dla e-commerce. Model biznesowy zdefiniowany jest jako odpłatne dostarczanie aplikacji, consulting, hosting oraz wsparcie dla firm prowadzących handel w internecie. Produktami spółki są m.in. system IAI-Shop.com do obsługi sklepów i hurtowni internetowych oraz Idosell Booking do sprzedaży rezerwacji miejsc hotelowych.

**Prognoza wyników na 2019 rok i perspektywy wzrostu w kolejnych latach**

W okresie 2018 roku spółka uzyskała przychody na poziomie 44,2 mln zł vs 28,3 mln zł rok wcześniej, EBITDA na poziomie 9,1 mln zł vs 5,7 mln zł rok wcześniej, zysk netto na poziomie 7,4 mln zł vs 4,6 mln zł rok wcześniej. Wyniki rosną nieprzerwanie od początku istnienia spółki. Spółka osiągnęła ponad 4,5 mld zł GMV (gross merchandise value – wartość brutto sprzedanych towarów za pośrednictwem sklepów korzystających z jej oferty). Obecnie celem spółki jest udostępnienie swojej usługi mniejszym przedsiębiorstwom, co powinno pomóc rozwinąć efekt skali, a także zbudowanie lidera w obszarze CEE.

**Rynek i konkurencja**

Spółka chce zwiększyć udział w rynku polskim oraz przeprowadzić ekspansję w regionie CEE. Zgodnie z prognozą Statista.com rynek e-commerce w regionie CEE ma osiągnąć wartość 15,3 mld USD w 2023 roku vs 9,9 mld USD w 2019 (CAGR 11,5% rocznie). Liczba sklepów prowadzących sprzedaż internetową w Polsce sięgnęła w 2018 roku ok. 30 tys. podmiotów (przyrost o 1,8 tys. w samym 2018 roku), przy czym zagęszczenie jest niższe niż w krajach Europy Zachodniej. Spółka obsługuje ponad 3 tys. z nich, można więc założyć, że posiada nieco ponad 10% udziału w rynku.

**Potencjał exitowy**

Rynek eCommerce oprócz dynamicznego wzrostu, coraz bardziej się profesjonalizuje, co w przypadku najmniejszych podmiotów oznacza istotne inwestycje albo wypadnięcie z rynku. Wśród podmiotów operujących w obszarze sklepów internetowych w formule SaaS na rynkach zagranicznych, można wskazać chociażby notowany na giełdzie Nasdaq Shopify. Według serwisu informacyjnego Bloomberg wskaźnik EV/Sales dla tej spółki na 2019 rok wynosił 22,9x według stanu na 24.06.2019

**GETT – wycena 152 mln zł (udział MCI 78 mln zł wg stanu na koniec 2018 roku)****Działalność spółki**

Gett (wcześniej Gett Taxi) jest izraelską spółką, która rozpoczęła działalność w 2011 roku w Londynie, a w 2012 roku w Moskwie. Jej działalność polega głównie na kojarzeniu klientów z taksówkarzami za pomocą strony internetowej lub aplikacji mobilnej. MCI Capital poprzez MCI.TechVentures 1.0. FIZ uczestniczył w rundzie D (2015 rok) i E finansowania (2018/2019 rok). Działalność spółki koncentruje się w Londynie, Nowym Jorku i Moskwie. Spółka chce się odróżnić od głównej konkurencji (Uber, Lyft) głównie wysoką jakością świadczonych usług (mogą z nią współpracować tylko taksówkarze z wysoką oceną wystawioną przez klientów). Dzięki wysokiej jakości spółka może skupić się na klientach biznesowych, którzy są jej głównym źródłem przychodów. Dzięki temu jest również w stanie przyciągać do siebie taksówkarzy oferując im za dobrą jakość usług wyższe stawki prowizji. Zarząd spółki twierdzi również, że takie podejście pozwala rosnąć mimo braku kosztów promocji dzięki marketingowi „szeptanemu” i polecaniu przez zadowolonych klientów.

**Wyniki finansowe**

Gett jest podmiotem niepublicznym i jego wyniki finansowe nie są publicznie dostępne. Niemniej jednak w maju 2019 roku w związku z ostatnią rundą finansowania o wartości 200 mln USD, która wyceniła całą spółkę na 1,5 mld USD, spółka ujawniła nieco danych finansowych – przede wszystkim miesięczny

wynik EBITDA w 2018 roku wynosił średnio ok. -3,5 mln USD, a na koniec 2019 roku ma już być dodatni. Wcześniej w artykule sprzed roku prezes poinformował, że jej roczne przychody wyniosły ok. 1 mld USD.

### **Potencjał exitowy**

W artykułach prasowych opublikowanych w maju 2019 roku zarząd spółki podał informację, że IPO planowane jest na 1Q2020 roku. Jest to około rok później, niż spółka pierwotnie zakładała. Ostatnia runda podniesienia kapitału, w której uczestniczyli dotychczasowi akcjonariusze (w tym MCI Capital) wyceniła całą firmę na 1,5 mld USD. MCI.TechVentures 1.0. FIZ posiadała ok. 2,9% udziału w całej spółce i wycenił swoje udziały według wyceny w ostatniej rundzie inwestycyjnej. Gett jest zdecydowanie mniejszy niż Uber czy Lyft i z tego tytułu w wycenie należałoby przyjąć dyskonto w stosunku do tych spółek porównywalnych. Jednak jeżeli podczas IPO spółka osiągnie wskaźniki wyceny zbliżone do Uber (wg serwisu informacyjnego Bloomberg EV/Sales 5,6x na 2019 rok według stanu na 24.06.2019) czy Lyft (wg serwisu informacyjnego Bloomberg EV/Sales 5,4x na 2019 rok według stanu na 24.06.2019), to jej kapitalizacja na giełdzie w momencie debiutu może być zdecydowanie wyższa od obecnej wyceny w księgach MCI Capital.

### **ANSWEAR.COM – wycena 117 mln zł (udział MCI 60 mln zł wg stanu na koniec 2018 roku)**

#### **Działalność spółki**

Spółka WearCo to prowadzi serwis z odzieżą Answear.com, dostępny w Polsce, Czechach, na Słowacji, w Rumunii, Węgrzech i na Ukrainie.

#### **Wyniki finansowe**

WearCo sp. z o.o. zrealizowała w 2017 roku przychody na poziomie 145 mln zł (w Polsce podwoiły się - wzrosły z 45,1 do 91,7 mln zł, natomiast przychody na rynkach zagranicznych zwiększyły się z 39,2 do 53,6 mln zł) i wynik EBITDA -6,7 mln zł.

#### **Potencjał exitowy**

MCI.TechVentures 1.0. FIZ posiada 32,8% udziałów w spółce. Zamieszczony w serwisie informacyjnym Bloomberg prognozowany wskaźnik wyceny EV/Sales'19 dla Zalando wynosił na dzień 24 czerwca 2019 roku 1,38x, a dla spółki ASOS 0,88x. Docelowo wyjście z inwestycji może nastąpić poprzez IPO albo sprzedaż inwestorowi branżowemu.

**WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE****ZAŁOŻENIA DO PROGNOZY WYNIKÓW MCI CAPITAL**

- 1. Wzrost wartości aktywów: uproszczone założenie wzrostu aktywów o 5% rocznie netto po kosztach zarządzania dla PEM,**
- 2. Koszty operacyjne – w wysokości 4 mln zł rocznie.**  
Koszty operacyjne w 2017 roku wyniosły 4 mln zł, a w 2018 roku 3,9 mln zł. Zakładamy, że w kolejnych latach ukształtują się na poziomie 4 mln zł netto.
- 3. Pozostałe przychody i koszty operacyjne – zerowe.**
- 4. Całkowita spłata zadłużenia obligacyjnego w ciągu trzech lat, zgodnie z harmonogramem spłat: 79,5 mln zł w 2019 roku, 20 mln zł w 2020 roku i 82 mln zł w 2021 roku, spłata obligacji w kolejnych latach może pochodzić z umorzenia certyfikatów w funduszu MCI.EuroVentures 1.0. FIZ.**

(mln zł)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Portfel inwestycyjny</b>	<b>1 288</b>	<b>1 414</b>	<b>1 385</b>	<b>1 404</b>	<b>1 374</b>	<b>1 443</b>	<b>1 515</b>
zmiana		122	71	69	70	69	72
Umorzenia CI (w tym dywidendy of MCI Fund Management sp. z o.o.)		66	100	50	100	0	0
Wartość księgową	1 090	1 265	1 313	1 367	1 429	1 493	1 561
<b>Wartość księgową na akcję (zł/akcję)</b>	<b>20,6</b>	<b>23,9</b>	<b>24,8</b>	<b>25,8</b>	<b>27,0</b>	<b>28,2</b>	<b>29,5</b>
<b>Zyski z inwestycji</b>	<b>125</b>	<b>219</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>69</b>	<b>72</b>
Koszty działalności operacyjnej	4	4	4	4	4	4	4
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>120</b>	<b>184</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>68</b>
<b>Zysk netto za okres obrotowy</b>	<b>105</b>	<b>175</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>62</b>	<b>65</b>	<b>68</b>

Źródło: MCI Capital (2017-2018), Noble Securities (prognozy 2019P-2021P)

## RYNEK PRIVATE EQUITY W POLSCE I W REGIONIE

### ISTOTA INWESTYCJI PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL

Inwestycje **private equity** są definiowane jako inwestycje kapitałowe w spółki niepubliczne, w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości zainwestowanego kapitału. Nadzrędnym celem inwestycji private equity jest wzrost wartości spółki portfelowej, który może zostać osiągnięty m. in. poprzez restrukturyzację operacyjną lub zmianę struktury finansowania spółki, przejęcia innych podmiotów, sprzedaż aktywów nieoperacyjnych, dynamiczny wzrost czy też uzyskanie premii z tytułu upublicznienia spółki. Zarządzający funduszami private equity dążą do zwiększenia wartości podmiotów portfelowych tak, aby ich odsprzedaż przyniosła znaczne zyski. **Wyjścia z inwestycji następują zazwyczaj po 3-7 latach od momentu zakupu.** Głównym wskaźnikiem opłacalności inwestycji jest poziom IRR oraz mnożnika kapitału zainwestowanego (ang. money multiple).

Jedną z form inwestycji private equity są inwestycje **venture capital** dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju firm (ang. growth, expansion capital), lub jeszcze na etapie pomysłu (ang. seed capital oraz start-up). Ze względu na niski stopień zaawansowania rozwoju tych przedsięwzięć, ryzyko im towarzyszące jest wyższe, niż w przypadku transakcji dotyczących spółek rozwiniętych (ang. transakcje buy-out), jednak także oczekiwana stopa zwrotu jest znacznie wyższa.

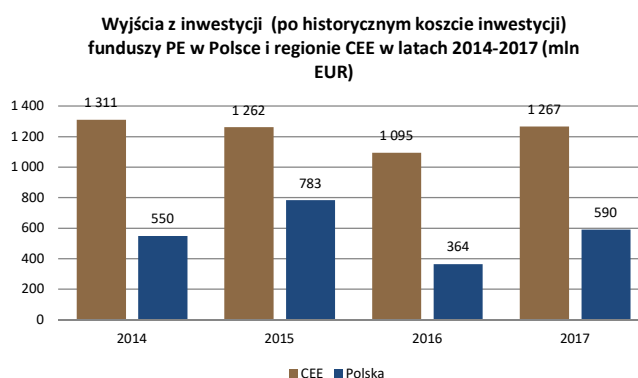
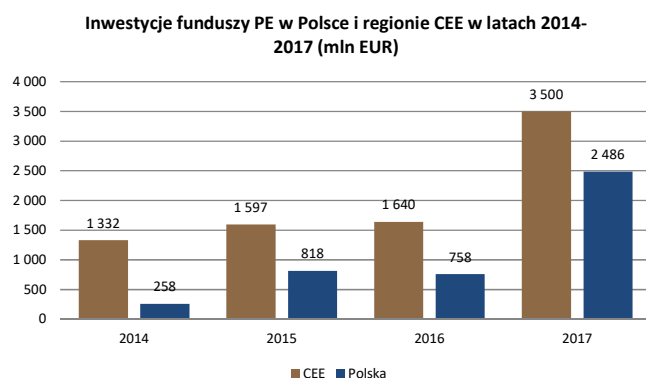
### RYNEK PRIVATE EQUITY W POLSCE

Aktualnie, w ramach Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK), zrzeszającego fundusze private equity/venture capital, zarejestrowanych jest 53 podmiotów (wśród nich MCI Capital). Większość z zrzeszonych funduszy posiada swoje fizyczne placówki w Polsce, są wśród nich jednak podmioty, które prowadzą inwestycje z biur zlokalizowanych poza granicami, głównie w Londynie. W związku z tym, że średnia wartość transakcji zawieranych w Polsce jest nieduża w porównaniu chociażby z Europą Zachodnią, w Polsce działają głównie fundusze typu mid-market, inwestujące w ramach pojedynczej transakcji (tzw. equity ticket) 20-100 mln EUR. Największe międzynarodowe fundusze biorą udział jedynie w największych transakcjach na rynku, związanych z takimi spółkami jak Żabka czy Allegro.

### RYNEK PRIVATE EQUITY W REGIONIE CEE

**Polska jest największym rynkiem funduszy PE w regionie CEE.** W latach 2014-2017 inwestycje w Polsce odpowiadały za około połowę wszystkich inwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej. Nominalnie, wielkość zainwestowanych środków wyniosła w latach 2014-2017 w Polsce 4,3 mld EUR (przy nieco ponad 8,1 mld EUR w regionie). Czasami jedna duża transakcja potrafi zaburzyć obraz całego rynku.

### Inwestycje (wykres lewy) i wyjścia (po historycznym koszcie inwestycji) funduszy PE w Polsce, regionie CEE (mln EUR)

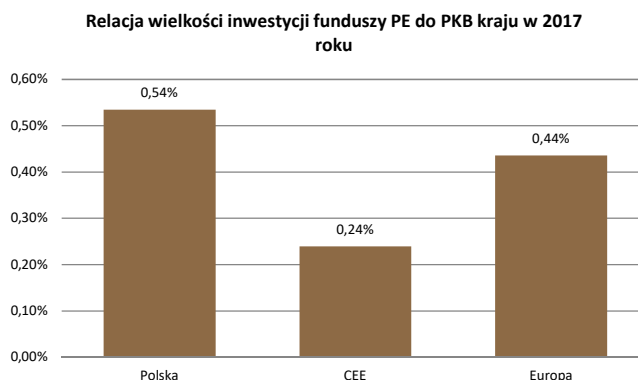
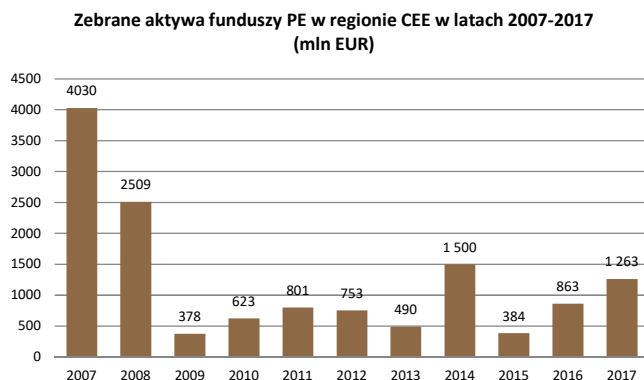


Źródło: Raport Invest Europe 2017 Central and Eastern Europe Private Equity Statistics, czerwiec 2018 roku



**INWESTYCJE FUNDUSZY PRIVATE EQUITY W REGIONIE CEE**

Zebrane fundusze w ostatnich latach wykazują tendencję wzrostową, aczkolwiek nie wróciły do poziomów z 2007 roku, kiedy to do funduszy private equity w regionie CEE zebrano ok. 4 mld EUR. Wyraźny spadek inwestycji po 2009 roku, odwrócił się w kolejnych latach i w 2017 roku do regionu napłynęło 1,3 mld EUR nowych środków. Wielkość inwestycji PE w relacji do wielkości polskiej gospodarki w 2017 roku wyróżniała się in plus w stosunku do Europy i regionu CEE. Dla Polski wyniosła w 2017 roku 0,54% i była o 0,3 p.p. wyższa od średniej dla regionu oraz od średniej dla całej Europy, wynoszącej w 2017 roku 0,44%.

**Zebrane aktywa funduszy PE (mln EUR, wykres lewy) i relacja wielkości inwestycji PE do PKB kraju w 2017 roku**

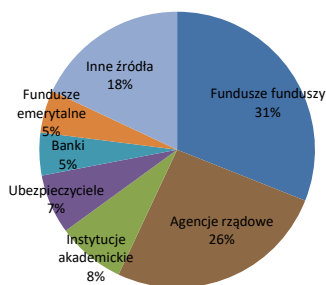
Źródło: Raport Invest Europe 2017 Central and Eastern Europe Private Equity Statistics, czerwiec 2018 roku

**ŹRÓDŁA INWESTYCJI I KIERUNKI WYJŚĆ Z INWESTYCJI FUNDUSZY PE**

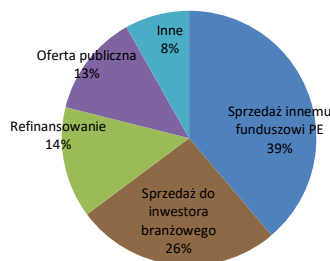
Głównym źródłem kapitału dla funduszy private equity działających w obszarze CEE pozostają agencje rządowe i fundusze funduszy, a większość środków pochodziło z Europy (Europa CEE 24%, Europa Zachodnia 38%). Wzrasta też znaczenie środków spoza Europy (26%). Głównym kierunkiem wyjść z dojrzałych inwestycji (buyout&growth) w 2017 roku były sprzedaż innej firmie private equity (38,8% transakcji wyjść z inwestycji) oraz sprzedaż inwestorowi branżowemu (28,9% transakcji). Na ofertę publiczną zdecydowano się w przypadku 12,9% wyjść.

**Źródła pozyskiwania kapitału i kierunki wyjść funduszy PE w obszarze CEE w 2017 roku**

Źródła pozyskiwania funduszy przez PE w 2017 roku



Wyjścia z inwestycji typu buyout&amp;growth przez fundusze PE w 2017 roku

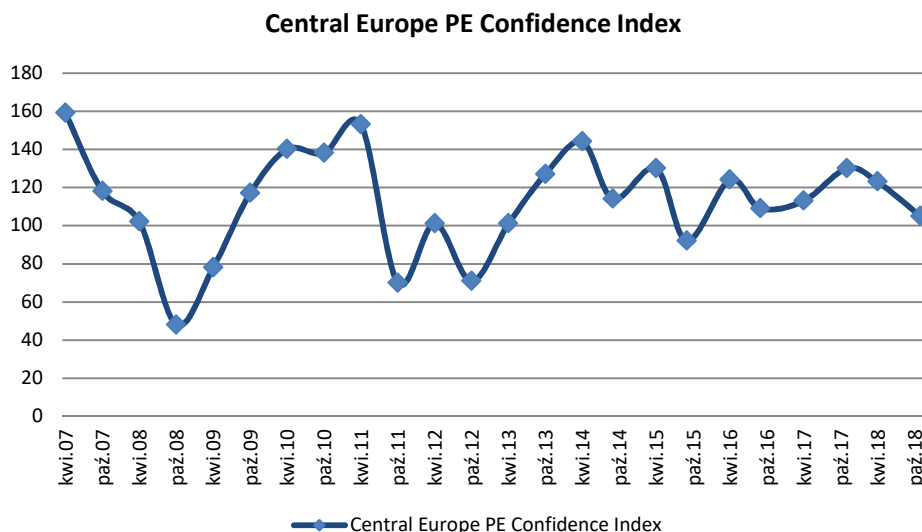


Źródło: Raport Invest Europe 2017 Central and Eastern Europe Private Equity Statistics, czerwiec 2018 roku

## INDEKS ZAUFANIA W BRANŻY PRIVATE EQUITY

Branżowy indeks zaufania badany od wielu lat przez Deloitte wskazuje na pogorszenie sentymentu zarządzających funduszami do poziomu najniższego od trzech lat, co według Deloitte wynika głównie z niepewności politycznej i związanej z nią niepewności ekonomicznej. 25% respondentów ankiety zamierza w najbliższym czasie skoncentrować swój czas i energię na zarządzaniu portfelem. Jest to najwyższy wskaźnik od trzech lat i jest objawem lekko rosnącego podejścia defensywnego.

### Central Europe PE Confidence Index



Źródło: Deloitte Central Europe Private Equity confidence survey, zima 2018

## 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, który kwalifikuje się do przymusowego wykupu i ABC Daty, na którą sfinalizowano wezwanie). 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, są powiązania osobowe, co może rodzić potencjalne konflikty interesów. Dodatkowo MCI Capital zarządza zarówno własnymi pieniędzmi, jak i pieniędzmi mniejszościowych inwestorów. Może to rodzić konflikty interesów pomiędzy MCI Capital a mniejszościowymi inwestorami. Dodatkowo skorzystanie z prawa pierwszeństwa przez MCI Capital przy umorzeniu certyfikatów inwestycyjnych może wpłynąć na

reputację spółki. W przyszłości może to zamknąć spółce drogę do 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	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Zyski z inwestycji</b>	<b>125</b>	<b>219</b>	<b>71</b>	<b>69</b>	<b>70</b>
Koszty działalności operacyjnej	4	4	4	4	4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-1	-31	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>120</b>	<b>184</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>66</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-12	-13	-16	-9	-2
Zysk przed opodatkowaniem	108	171	51	57	65
Podatek dochodowy	-3	3	-3	-3	-3
<b>Zysk netto</b>	<b>105</b>	<b>175</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>62</b>

Źródło: MCI Capital (2017, 2018), Noble Securities (prognozy, 2019P-2021P)

Bilans	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa</b>	<b>1 361</b>	<b>1 445</b>	<b>1 411</b>	<b>1 445</b>	<b>1 430</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 312</b>	<b>1 430</b>	<b>1 401</b>	<b>1 420</b>	<b>1 390</b>
Inwestycje w jednostkach zależnych	1 207	1 336	1 303	1 318	1 284
Wartość firmy	0	0	0	0	0
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	15	9	9	9	9
Certyfikaty inwestycyjne	81	78	82	86	91
Inne aktywa trwałe	8	6	6	6	6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>50</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>25</b>	<b>40</b>
Należności	25	8	8	8	8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	25	7	2	16	32
Inne aktywa obrotowe	0	0	0	0	0
<b>Pasywa</b>	<b>1 361</b>	<b>1 445</b>	<b>1 411</b>	<b>1 444</b>	<b>1 430</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>1 090</b>	<b>1 265</b>	<b>1 313</b>	<b>1 367</b>	<b>1 429</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>134</b>	<b>97</b>	<b>96</b>	<b>76</b>	<b>0</b>
Obligacje	133	96	96	76	0
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>137</b>	<b>84</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Obligacje	123	82	0	0	0
Inne	15	1	1	1	1

Źródło: MCI Capital (2017, 2018), Noble Securities (prognozy, 2019P-2021P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>CF operacyjny</b>	<b>16</b>	<b>-22</b>	<b>93</b>	<b>43</b>	<b>93</b>
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>29</b>	<b>63</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CF finansowy</b>	<b>-101</b>	<b>-59</b>	<b>-98</b>	<b>-29</b>	<b>-78</b>
<b>CF</b>	<b>-56</b>	<b>-18</b>	<b>-5</b>	<b>15</b>	<b>16</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	81	25	7	2	16
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	25	7	2	16	32

Źródło: MCI Capital (2017, 2018), Noble Securities (prognozy, 2019P-2021P)

Wybrane wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wartość księgową na akcję	20,60	23,90	24,81	25,83	27,00
Dług netto	231	171	95	60	-32
Dług netto/BV	21%	14%	7%	4%	-2%
Liczba akcji	52,9	52,9	52,9	52,9	52,9
P/BV	0,36	0,31	0,30	0,29	0,28

Źródło: MCI Capital (2017, 2018), Noble Securities (prognozy, 2019P-2021P)

**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/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 MOGLYBY WPŁYNAĆ 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 jakkolwiek 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 jakkolwiek 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.

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

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

**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](http://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, który 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.

Investowanie 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](http://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: Krzysztof Radojewski, Kamil Jędrzej

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 28.06.2019, godz. 14.50 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 28.06.2019, godz. 14.55.

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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy NS nie publikował raportów analitycznych dotyczących MCI Capital S.A.

**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	14,1	9,8	10,1	40%	17.06.2019	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	464,7	395,0	393,0	18%	06.06.2019	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5	37,0	41%	21.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7	129,6	-14%	20.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0	134,0	7%	28.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Akumuluj	26,8	22,4	20,5	31%	15.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	139,5	111,4	120,0	16%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	45,0	29,4	26,4	70%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	11,3	9,8	9,0	25%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Aparator	Kupuj	31,0	22,8	24,7	26%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	194,3	150,7	214,1	-9%	04.01.2019	9M	Kamil Jędrej
Pfleiderer Group	Trzymaj	33,8	31,4	19,2	77%	19.12.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	16,0	10,5	10,5	52%	18.12.2018	nd	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Kupuj	43,5	29,0	8,2	428%	17.12.2018	w trakcie aktualizacji	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Akumuluj	53,7	45,0	42,9	25%	14.12.2018	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	321,8	264,0			30.11.2018	9M	Kamil Jędrej
Dino Polska	Trzymaj	83,9	83,5			27.11.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Akumuluj	52,5	47,5			09.10.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Ciech	Kupuj	72,2	47,7			26.09.2018	zawieszona	Dawid Radzyński
Bogdanka	Akumuluj	67,6	61,4			24.09.2018	w trakcie aktualizacji	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	24,8	20,6			31.08.2018	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Kupuj	62,7	49,8			23.08.2018	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Trzymaj	213,2	197,4			06.08.2018	9M	Kamil Jędrej
Alumetal	Trzymaj	53,8	48,5			01.08.2018	zawieszona	Dawid Radzyński
Budimex	Redukuj	106,4	126,6			30.07.2018	9M	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 - Dyrektor Departamentu Analiz Rynkowych, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dawid Radzyński - Młodszy Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dn. 31.12.2018), Kamil Jędrej - Młodszy Analityk Akcji, \*korekta ceny o split akcji

**DEPARTAMENT ANALIZ RYNKOWYCH**

Krzysztof Radojewski  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
 mobile: +48 22 213 22 35  
 spółki przemysłowe, handlowe, budowlane, deweloperzy

Michał Sztabler  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 36  
 spółki przemysłowe, energetyka, wydobywcze, transport

Kamil Jędrej  
[kamil.jedrej@noblesecurities.pl](mailto:kamil.jedrej@noblesecurities.pl)  
 gaming, IT, media

Dariusz Dadej  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)