

MCI Capital SA – coraz więcej gotówki

W funduszach MCI po ostatnich wyjściach jest coraz więcej gotówki. Dotyczy to zwłaszcza funduszu MCLEV FIZ. W ostatnich miesiącach kluczową informacją była planowana transformacja Pigu w regionalnego lidera rynkowego poprzez fuzję z Hobby Hall Group. Mimo spadku dyskonta ceny akcji MCI Capital do wartości księgowej, w dalszym ciągu wynosi ono nieco ponad 30%. Po aktualizacji prognoz, korygujemy wycenę akcji MCI Capital z 30,4 zł do 30,9 zł.

Wyniki 2020 roku i 1Q21 – kolejny dobry rok i mocny początek 2021 roku

W 2020 spółka wygenerowała 167 mln zł zysku z inwestycji, EBIT wyniósł 164 mln zł, a zysk netto 127 mln zł. Większość zysku została wygenerowana w 4Q20, dzięki rozliczeniu transakcji wyjścia z ATM. 2021 rok spółka zaczęła również bardzo dobrze – zyski z inwestycji wyniosły 46 mln zł, EBIT 45,3 mln zł i zysk netto 35,4 mln zł. Wartość księgowa na akcję na koniec 1Q21 wzrosła do poziomu 28,5 zł/akcję (do poziomu 29 zł, jeżeli uwzględnimy akcje własne).

Coraz więcej gotówki w funduszach i duże inwestycje na horyzoncie

Wyjścia z 2020 roku (Netrisk, ATM, Frisco.pl, Answear.com) oraz wyjście z Pigu, które zostanie rozliczone w najbliższych miesiącach istotnie zwiększyły poziom gotówki w funduszach zarządzanych przez MCI. Grupa dysponuje finansowaniem na poziomie ok. 750 mln zł i z wypowiedzi zarządu wynika, że spółka analizuje duże inwestycje w czempionów rynkowych w CEE.

Dywidenda w 2021 roku?

Wyjście z Pigu oznaczać będzie wpływ do funduszu MCI.TechVentures 1.0. FIZ w wysokości ok. 145 mln zł. Zarząd spółki oczekuje, że to wyjście powinno uruchomić proces automatycznych i proporcjonalnych wypłat dla wszystkich inwestorów tego subfunduszu, w tym MCI. MCI posiada ok. 44% certyfikatów tego funduszu, co implikuje kwotę ok. 64 mln zł. Może ona zostać przeznaczona na wypłatę dywidendy i spłatę zadłużenia MCI. Zarząd ogłosił politykę dywidendową od 2021 roku. Zakładamy, że dywidenda wyniesie 1% wartości NAV, co daje ok. 0,27 zł/akcję.

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 oszacowano na podstawie wyceny NAV (27,9 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (33,9 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 30,9 zł.

mln zł*	2019	2020	2021P	2022P
Zyski z inwestycji	156	167	100	85
zysk netto	113	127	64	42
NAV/akcję*	24,0	27,8	27,9	28,5
P/E (x)	8,5	7,6	15,1	22,7
P/NAV (%)	80%	69%	69%	67%

Źródło: MCI Capital ASI (2019-20), Noble Securities (2021P-2022P), *prognozy uwzględniają połączenie z PEM od połowy 2021 roku

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 14.05.2021 o godz. 10:15. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 14.05.2021 o godz. 10:19.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Cena bieżąca	19,2 zł
Wycena	30,9 zł
Potencjał wzrostu	61%
Kapitalizacja	959 mln zł
Free float	19%
Śr. wolumen 6M	8 997



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	79,2%
Pozostali	20,8%

Krzysztof Radojewski

Starszy Analityk

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 213 22 35

WYCENA

Akcje MCI Capital szacujemy metodą wyceny aktywów netto bazując na księgowej wycenie portfela inwestycyjnego (NAV) na koniec 2021 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	27,9	29,3	-5%
Wycena porównawcza	0,50	33,9	31,5	8%
Średnia wycena		30,9	30,4	2%
Cena aktualna		19,2	15,0	28%
Potencjał		61%	103%	

Źródło: Noble Securities, *złożono szacowany NAV/akcję po połączeniu z PEM

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 kalkulacjach, tym bardziej, że spora część aktywów jest w postaci gotówki. O realności wyceny świadczą chociażby ostatnie exity, jak również systematyczna korekta w dół wartości nietrafionych inwestycji.** Rynek wyceniał akcje MCI Capital z premią do wartości księgowej w latach hossy giełdowej 2006-2007. W kolejnych latach akcje notowane były z dyskontem do wartości księgowej, a w ostatnim czasie dyskonto zaczęło lekko się zmniejszać, co przypisujemy dobrym wyjściom przy wycenie zbliżonej lub przekraczającej wartość księgową. Poniżej przedstawiono wskaźniki wyceny P/BV wybranych europejskich spółek PE. 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 **33,9 zł na akcję (poprzednio 31,5 zł)**.

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x) 2021	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	63 826	1,3	3,1%
GIMV NV	PLN	6 183	1,2	4,8%
EURAZEO	PLN	25 411	1,2	2,1%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	2 894	1,2	2,2%
Średnia			1,22	
MCI Capital	PLN	959	0,69	
Premia/dyskonto do średniej (%)			-43%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		33,9	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		33,9	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 14.05.2021 r. godz. 9:45

ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

	2021P Stara	2021P Nowa	zmiana	2022P Stara	2022P Nowa	zmiana
Przychody z tytułu zarządzania	nd	3		nd	5	
Zyski z inwestycji	84	100	18%	88	85	-3%
EBIT	80	84	5%	84	58	-30%
Zysk netto	73	64	-13%	76	42	-44%
NAV/akcję	31,0	28,8	-7%	32,3	29,3	-9%
NAV/akcję po połączeniu z PEM	nd	27,9		nd	28,5	

Źródło: Noble Securities

1. Biorąc pod uwagę bardzo dobre wyniki finansowe za 1Q21 (przychody z inwestycji 46 mln zł), w całym 2021 roku przyjmujemy uproszczone założenie wzrostu wartości portfela o 6% (poprzednio 5%), a w kolejnych latach o 5% rocznie (bez zmian). W naszej opinii kluczowy wpływ na wyniki w kolejnych kwartałach 2021 roku będą miały – rekapitalizacja lub wyjście z moreli i dalszy wzrost wartości IAI. W kolejnych latach wyniki inwestycyjne będą zależeć od wyniku na nowych inwestycjach, które spółka zamierza przeprowadzić w kolejnych kwartałach.
2. Ponieważ połączenie z PEM wydaje się być w chwili obecnej już tylko kwestią formalną, przy obliczaniu NAV/akcję uwzględniamy liczbę akcji po połączeniu z PEM i przekazaniu akcjonariuszom PEM 945 tys. akcji własnych MCI Capital. Nie posiadamy informacji, jak MCI Capital zaksięguje połączenie z PEM w bilansie, dlatego konserwatywnie i w uproszczeniu zakładamy, że akcje z emisji połączeniowej MCI Capital w liczbie 1,48 mln szt w pełni rozwodnią aktywa netto/akcję MCI Capital.
3. **Koszty operacyjne:** w poprzednim raporcie zakładaliśmy koszty operacyjne w wysokości 4 mln zł rocznie. Obecnie z racji połączenia z PEM, MCI Capital przejmie na siebie koszty operacyjne ponoszone przez PEM. Część kosztów prawdopodobnie uda się zredukować, ale jednak prawdopodobnie znaczna ich część związana z obsługą funduszy inwestycyjnych i wynagrodzeniem dla zarządzających pozostanie. Zakładamy, że połączenie nastąpi w połowie roku i MCI przejmie w 2021 roku połowę rocznych kosztów PEM, a w 2022 roku pełne roczne koszty PEM. Koszty wynagrodzenia zmiennego w 2021 roku zakładamy jako średnie koszty w 2019 i 2020 roku. Dlatego zakładamy koszty operacyjne MCI Capital po połączeniu z PEM w kwocie ok. 18 mln zł w 2021 roku i ok. 32 mln zł w 2022 roku.
4. **Przychody z tytułu zarządzania:** dla uproszczenia zakładamy, że po połączeniu z MCI Capital opłata za zarządzanie dotyczyć będzie tylko CI w posiadaniu zewnętrznych inwestorów (ok. 56% wszystkich certyfikatów inwestycyjnych). Po wypłacie kapitału z MCI.TechVentures FIZ do wszystkich inwestorów wynikającej z wyjścia z Pigu w wysokości ok. 145 mln zł, aktywa TechVentures spadną do ok. 0,5 mld zł. Zakładamy, że przy stawce stałej ok. 2% wpływ do MCI z tytułu opłaty za zarządzanie wyniesie ok. 5 mln zł w 2022 roku i połowę tej kwoty w 2021 r. Nie zakładamy opłaty z tytułu wynagrodzenia zmiennego.

Teoretycznie rzecz biorąc po połączeniu z PEM, MCI Capital powinien w sprawozdaniu skonsolidowanym rozpoznawać przychody z tytułu opłaty za zarządzanie pobieranej od CI będących w jego posiadaniu a zarządzanych przez TFI. Opłata za zarządzanie pomniejsza wartość CI (a tym samym obniża zyski z inwestycji dla MCI Capital), ale z drugiej opłata wróci do MCI Capital w postaci przychodów w wyniku konsolidacji TFI. Per saldo nie licząc kwestii podatkowych będzie to efekt opisany powyżej. Nie posiadamy informacji, jak po połączeniu wyglądać będzie kwestia opłaty za zarządzanie oraz rozliczeń MCI z TFI, dlatego zakładamy w prognozach uproszczony efekt per saldo.

(mln zł)	2019	2020	2021P	2022P
Przychody od klientów zewnętrznych	bd	bd	2,5	5,0
Koszty działalności podstawowej PEM	4,6	5,2	0,8	0,8
w tym:				
opłaty dystrybucyjne ponoszone przy sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych	3,2	-0,7	0,0	0,0
pozostałe koszty	1,4	6,0	0,8	0,8
w tym głównie opłata dla MCI Capital		5,2	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu PEM	30,9	32,6	26,8	26,8
w tym:				
wynagrodzenie stałe	10,7	8,0	8,0	8,0
wynagrodzenie zmienne	6,7	18,4	12,6	12,6
pozostałe	13,5	6,3	6,3	6,3

Źródło: PEM, MCI Capital (2019-2020), Noble Securities (prognozy 2021P-2022P)

5. Pozostał przychody i koszty operacyjne – zerowe (bez zmian).

Podsumowanie prognoz finansowych dla MCI Capital ASI:

(mln zł)	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Portfel inwestycyjny	1 288	1 342	1 511	1 662	1 698	1 743
zmiana		90	160	171	100	85
Umorzenia/nabycia CI		66	139	13	64	40
Wartość księgowa	1 090	1 188	1 271	1 387	1 437	1 465
<i>Wartość księgowa na akcję (zł/akcję)</i>	<i>20,6</i>	<i>22,4</i>	<i>24,0</i>	<i>27,8</i>	<i>28,8</i>	<i>29,3</i>
<i>Wartość księgowa na akcję po połączeniu z PEM (zł/akcję)</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>27,9</i>	<i>28,5</i>
Przychody za zarządzanie			nd	nd	2,5	5,0
Zyski z inwestycji	125	188	156	167	100	85
Koszty działalności operacyjnej	4	4	5	5	18	32
Zysk na działalności operacyjnej	120	152	151	164	84	58
Zysk netto za okres obrotowy	105	138	113	127	64	42

Źródło: MCI Capital (2019-2020), Noble Securities (prognozy 2021P-2022P)

OSTATNIE WYDARZENIA

Wyjście z Pigu i koinwestycja z Mid Europa w konsolidację e-commerce w krajach bałtyckich

31 marca 2021 roku MCI.TechVentures i MCI.CreditVentures podpisały warunkową umowę sprzedaży akcji UAB Pigu. Po spełnieniu się warunków zawieszających, MCI.TechVentures przeniesie na MEP SHELF CO VIII S.Ā R.L. własność posiadanych udziałów w Pigu za 31,8 mln EUR, a MCI.CreditVentures FIZ za 5,2 mln EUR.

MCI.Techventures zainwestowało w 2015 r. w Pigu 11 mln EUR, nabywając 51% udziałów (w tym udziały wtórne i pierwotne). W trakcie inwestycji MCI.TV przychody spółki wzrosły kilkukrotnie, a spółka osiągnęła pełną rentowność. W 2020 roku, Pigu uruchomiło pierwszy marketplace e-commerce w krajach bałtyckich.

Dodatkowo MCI Capital poinformowało, że zawarła umowę nabycia mniejszościowego pakietu udziałów w wiodącej platformie e-commerce i marketplace'u online działającej na Litwie, Łotwie i Estonii z rosnącą obecnością w Finlandii, powstałej z połączenia UAB Pigu i Hobby Hall Group OÜ. MCI.EV dokona inwestycji wraz z Mid Europa Partners, który obejmie pozycję akcjonariusza większościowego oraz z dwoma akcjonariuszami założycielami Pigu i HHG.

NWZA MCI Capital i PEManager uchwalilo plan połączenia obu spółek

NWZA MCI Capital i PEM zwołane na 20 kwietnia uchwały plan połączenia obu spółek zakładający wymianę akcji w parytecie 1 akcja MCI za 1 akcję PEM. Obecnie MCI Capital czeka na zgodę Komisji Nadzoru Finansowego na dominację MCI nad TFI. W wyniku fuzji zostanie wyemitowane ok. 1,48 mln szt. akcji MCI Capital. Spółka oczekuje, że otrzyma zgodę do 18 czerwca, co otworzy drogę do formalnej rejestracji połączenia przez sąd. Zarząd MCI zakłada, że cały proces może się zakończyć pod koniec czerwca. Poniżej przedstawiamy nasze szacunki dotyczące struktury akcjonariatu i liczby akcji po finalizacji połączenia obu spółek. Akcje własne posiadane przez MCI Capital zostaną przekazane akcjonariuszom PEM. Liczba akcji po fuzji wynosić będzie ok. 51,4 mln szt.

Akcjonariusz	Udziały				
	MCI Capital ASI przed fuzją	%	Udziały z połączenia z PEM	MCI Capital ASI udziały po fuzji i umorzeniu akcji własnych	%
Tomasz Czechowicz (bezpośrednio i pośrednio)	39 550 083	79%	1 296 159	40 846 242	79%
Akcje własne	945 259	2%	nd	nd	
MCI Capital ASI	nd		nd	nd	
Pozostali	9 458 218	22%	1 127 925	10 586 143	21%
RAZEM	49 953 560	100%	2 424 084	51 432 385	100%

Źródło: Opracowanie Noble Securities

POTENCJALNE WYJŚCIA

Zarząd MCI Capital zakłada wyjścia na poziomie ponad 500 mln zł w 2021 roku, co sugeruje, że po wyjściu z Pigu przez MCI.TechVentures FIZ za ok. 37 mln EUR (ok. 170 mln zł), spółka pracuje nad kolejnymi wyjściami. Z przedstawionego podczas telekonferencji po wynikach rocznych harmonogramu wyjść wynika, że spółka planuje lub już realizuje wyjścia z mniejszych inwestycji – mfind, Vortex, sidly, mobiltek, Eurohold i lifeBrain. Oprócz tego planowana jest pewnej formy rekapitalizacji IAI i umożliwienie spółce międzynarodowej ekspansji. Dodatkowo MCI przygotowuje się do rekapitalizacji lub wyjścia ze spółki morele.net, co bezpiecznie zostało założone na 2022 rok. MCI.TechVentures FIZ ma być stopniowo wygaszany do 2024 roku, więc z tego funduszu można się spodziewać kolejnych wyjść w kolejnych latach. Podczas telekonferencji po wynikach rocznych, przedstawiciele MCI podali, że pandemia COVID-19 przyspieszyła cyfrową transformację i rozwój spółek e-commerce wg różnych szacunków o 3-5 lat.

Harmonogram potencjalnych wyjść z inwestycji

2021	2022	2023	2024	2025
       	  	   	    	
~500 mln PLN	~500 mln PLN	~500 mln PLN	~700 mln PLN	~700 mln PLN

Źródło: Prezentacja wynikowa MCI Capital za 2020 rok

POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE

Wysoki poziom gotówki w funduszu MCI.EuroVentures FIZ pozwoli spółce na sfinansowanie kolejnych dużych inwestycji. Zarząd wskazuje, że spółka analizuje dwie potencjalne duże inwestycje w czempionów rynkowych w obszarze CEE. Z zapowiedzianych już inwestycji MCI zainwestuje w podmiot powstały z fuzji Pigu i Hobby Hall Group. Planowane są również rekapitalizacje i możliwe pozyskanie partnerów do koinwestycji w IAI i morele. Biorąc pod uwagę wysoki poziom dostępnego finansowania, nowe inwestycje mogą być największymi wartościowo w historii Grupy MCI. Dla przypomnienia ticket inwestycyjny w MCI.EuroVentures wynosi 25-100 mln EUR. Preferowaną wielkością inwestycji dla tego funduszu są spółki z enterprise value 50-250 mln EUR.

Polityka dywidendowa na lata 2021-2023

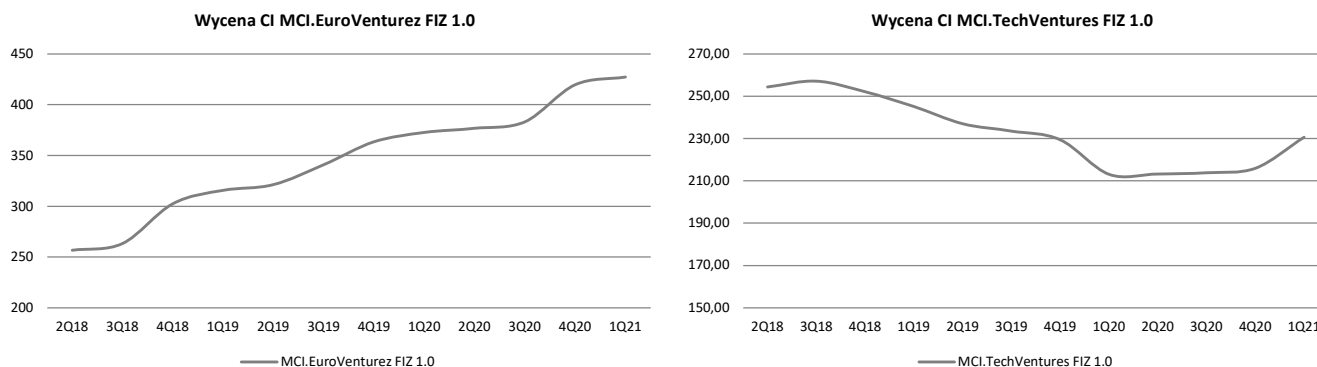
26 października 2020 roku zarząd MCI Capital przyjął politykę dywidendową na lata 2021-2023. Postanowienia polityki będą obowiązywać począwszy od roku 2021 w związku z zatwierdzonym sprawozdaniem finansowym spółki za rok 2020. Zgodnie z przyjętą polityką, **zarząd spółki będzie rekomendował walnemu zgromadzeniu spółki, aby na dywidendę przeznaczona została kwota odpowiadająca od 1% do 2% kapitałów własnych spółki** wykazanych w ostatnim zbadanym rocznym sprawozdaniu finansowym spółki przed dniem wypłaty dywidendy. **W prognozach zakładamy wypłatę 1% kapitałów własnych spółki. Środki pochodzić będą z umorzenia certyfikatów inwestycyjnych MCI.TechVentures 1.0. FIZ.**

WYNIKI GŁÓWNYCH FUNDUSZY W 2020 I 1Q2021 ROKU

W okresie 2020 roku uśredniona wartość certyfikatów MCI.EuroVentures wzrosła o 15,5%, natomiast MCI.TechVentures spadła o 5,9%. W przypadku MCI.EuroVentures FIZ kluczowe znaczenie dla wyceny miały wzrost wartości IAI oraz wyjście z ATM. Z kolei na koniec 1Q21 aktywa netto MCI.TechVentures FIZ wzrosły o 1,7% kw/kw do poziomu 1 388 mln zł (o 23 mln zł kw/kw). Wpływ na to miało głównie przeszacowanie inwestycji w IAI o 24 mln zł kw/kw.

MCI.TechVentures w 2020 roku negatywnie odczuł odpis wartości spółek z branży e-travel – tureckiej Tatilbudur oraz rosyjskiej Travelata, jak również istotny spadek wartości Grupy Gett. Częściowo zrekomensował to wzrost wartości morele.net oraz Wearco/answear.com. Na koniec 1Q21 aktywa netto MCI.TechVentures FIZ istotnie wzrosły o 6,8% kw/kw do poziomu 691 mln zł (o 43,7 mln zł kw/kw), głównie za sprawą rozpoznania wzrostu wartości inwestycji w Pigu w związku z planowanym wyjściem z tej inwestycji. Połączona wartość Morele i Pigu wzrosła na koniec 1Q21 o 42 mln zł w stosunku do stanu na koniec 2020 roku.

Wyceny certyfikatów inwestycyjnych MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures



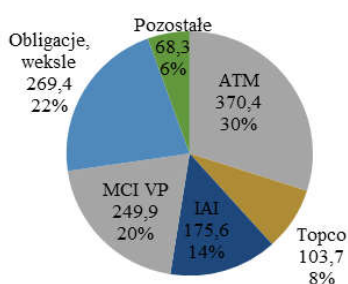
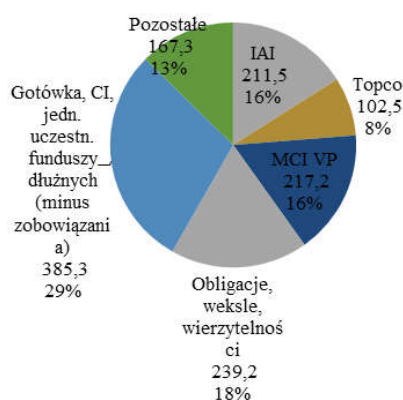
Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI

NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 1Q2021

MCI.EuroVentures

Poniżej przedstawiono zestawienie portfela MCI.EuroVentures na koniec 3Q2020 roku i 1Q2021 roku. Po wyjściu z ATM S.A. struktura portfela istotnie się zmieniła w kierunku gotówki. Na koniec 1Q21 największą inwestycją było IAI sp. z o.o. , a drugą w kolejności Topco. Z zapowiadanych inwestycji w portfelu w 2021 roku pojawi się inwestycja w podmiot powstały z fuzji Pigu i Hobby Hall Group. Wydaje się, że nawet po jej dokonaniu w funduszu w dalszym ciągu będą spore zasoby płynności. Wysoki poziom płynności umożliwia umorzenie CI lub zrealizowanie kolejnych dużych inwestycji.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.EuroVentures na koniec 3Q20 i 1Q21 roku

Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na
31.09.2020*Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na
31.03.2021*

Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (3Q 2020, 1Q 2021), *ważone udziałem MCI Capital

IAI

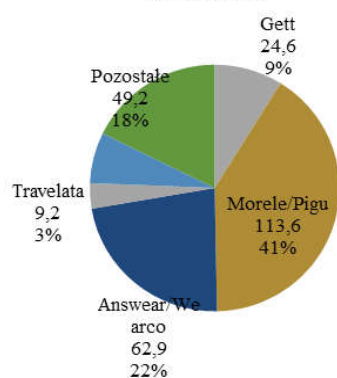
IAI to największa inwestycja w portfelu MCI.EuroVentures FIZ. Fundusz sfinalizował inwestycję w IAI poprzez objęcie 51% udziałów w spółce IdoSell kontrolującej 100% akcji IAI pod koniec 2018 roku. Od tego czasu spółka dynamicznie się rozwija, a pandemia przyspieszyła jeszcze ten rozwój. Na swojej stronie internetowej spółka podała, że w roku 2020 przekroczyła okrągłą liczbę czyli 6000 sklepów IdoSell i ponad 1000 firm korzystających z IdoBooking. W 2020 roku GMV (gross merchandise value) wrosła w tempie 75% rok do roku osiągając poziom ponad 50 mln transakcji w ciągu roku o wartości 2,75 mld EUR (12 mld zł).

MCI.TechVentures

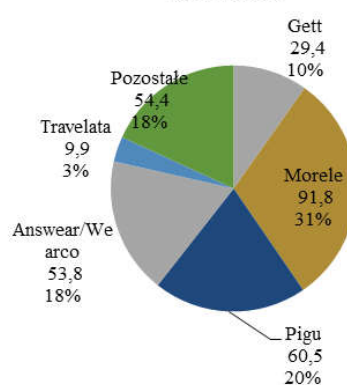
W przypadku portfela MCI.TechVentures w okresie ostatnich 6 miesięcy najbardziej wzrósł udział morele.net i Pigu z uwagi na wzrost wartości Pigu związany z planowanym wyjściem z tej inwestycji. Po finalizacji tej transakcji wyjścia w funduszu pojawi się gotówka, która zostanie wypłacona posiadaczom certyfikatów inwestycyjnych. Zmiana udziału Wearco/Answear.com wynika z IPO spółki. Mimo częściowego wyjścia, udział zmienił się nieznacznie. Podczas prezentacji rocznej za 2020 rok, MCI podało, że w 2020 roku nastąpiło również wyjście z windeln.de oraz Tatilbudur. Wartość pozostałych inwestycji pozostała relatywnie stabilna.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.TechVentures na koniec 3Q20 i 1Q21 roku

Portfel MCI.TechVentures 1.0. FIZ na
31.09.2020*



Portfel MCI.TechVentures 1.0. FIZ na
31.03.2021*



Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (1Q i 3Q 2020), *ważone udziałem MCI Capital

Morele.net

W roku obrotowym 1 kwietnia 2019 r. - 31 marca 2020 r. vs. analogiczny okres rok wcześniej, Morele.net zwiększyło sprzedaż do 822 mln zł o 2,4% r/r. EBITDA we wspomnianym 12-miesięcznym okresie wyniosła 10,4 mln zł. Wyniki te nie oddają jednak pozytywnego wpływu pandemii na wyniki spółki. W kwietniu 2020 r. została podpisana umowa z Dante International, na mocy której z dniem 1 sierpnia 2020 r. ruch ze strony emag.pl oraz agito.pl został przekierowany na domeny należące do Morele.net. Spółka spodziewała się po tej akwizycji wzrostu unikalnych użytkowników o 1 mln miesięcznie w ciągu pół roku. Warto dodać, że od 2017 r. Morele rozwijają również marketplace, dając możliwość zewnętrznym sprzedawcom na sprzedaż za pośrednictwem platformy w zamian za prowizję.

Answear.com

Answear jest już spółką giełdową, a co za tym idzie na bieżąco publikuje wyniki finansowe, a jego wycena jest ustalana w obrocie giełdowym. Na początku kwietnia spółka podała, że przychody ze sprzedaży Answear.com według MSSF wzrosły w 1Q2021 roku do 122 mln zł o 76% r/r. W 1Q21 wartość akcji Answear.com wzrosła na GPW o 20%.

Gett

Podczas telekonferencji po wynikach za 2020 rok, przedstawiciele MCI Capital podali, że w 2020 roku Gett zanotował niższą dynamikę spadku przejazdów od konkurencji – Uber, Lyft. Po pierwszym kwartale 2021 roku ilości przejazdów są w okolicach 70-80% poziomów sprzed pandemii. Spółka odchudziła swój model biznesowy. Przedstawiciele MCI oczekują, że zarówno rynek transportowy w przypadku Gett, jak i rynek branży e-travel pod koniec roku wróci do normalności i poziomów sprzed pandemii.

ZADŁUŻENIE I PLYNNOŚĆ FINANSOWA

Ostatnie wyjścia z inwestycji znacząco poprawiły płynność finansową funduszy inwestycyjnych MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures, a w dalszej kolejności całej Grupy. Wyjście z Pigu.lt dodatkowo dostarczy funduszowi MCI.TechVentures ok. 145 mln zł gotówki.

ZADŁUŻENIE I PLYNNOŚĆ W RAMACH GRUPY MCI

Podmiot	Aktywa płynne	Zobowiązania z tytułu pożyczek, kredytów, weksli	Komentarz
MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.)*	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 0,8 mln zł	291,6 mln zł	Głównym aktywem są akcje MCI Capital, dlatego docelowo zadłużenie może być spłacone z dywidend/umorzenia kapitału z MCI Capital; inną opcją jest refinansowanie zadłużenia w ramach grupy
Private Equity Managers S.A. **	Należności krótkoterminowe oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 47,2 mln zł	48,8 mln zł	Gotówka i należności pokrywają zobowiązania, ewentualne pozostałe zadłużenie PEM po połączeniu z MCI Capital ASI przejdzie na spółkę przejmującą.
MCI Capital ASI S.A.**	Należności krótkoterminowe oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 1,7 mln zł	145 mln zł tytułu obligacji (w tym 79 mln zł objęte przez MCI.EuroVentures 1.0. FIZ), 11,3 mln zł z tytułu weksli	Zadłużenie zewnętrzne to dwie serie obligacji o łącznej wartości 65 mln zł, zapadające 29.12.2021 oraz 20.08.2023
MCI.TechVentures FIZ**	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 24,1 mln zł	21 mln zł (obligacje), 10,6 mln zł rezerwy	Po sprzedaży Pigu.lt, w funduszu pojawi się dodatkowa gotówka i sytuacja płynnościowa jest bardzo dobra
MCI.EuroVentures FIZ **	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, jednostki i certyfikaty funduszy inwestycyjnych dłużnych: 477 mln zł, dodatkowo 251 mln zł w postaci dłużnych papierów wartościowych i weksli innych podmiotów z Grupy MCI	19,1 mln zł (obligacje), 27,4 mln zł (rezerwy)	Fundusz ma nadpłynność finansową

Źródło: Opracowanie Noble Securities na podstawie sprawozdań MCI Management, MCI Capital, PEM, MCLEV i MCI.TV FIZ

* Stan na koniec 1H2020, **stan na koniec 1Q21

ZASADY ESG

Ład korporacyjny

Spółka stosuje zasady ładu korporacyjnego zgodnie z dokumentem Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016 z zastrzeżeniem kilku zasad odnoszących się m.in. do transmisji i zapisu przebiegu obrad walnego zgromadzenia w formie audio lub wideo, braku wyodrębnionej osoby kierującej funkcją audytu wewnętrznego, konfliktu interesów – członkowie zarządu oraz rady nadzorczej spółki mogą pełnić funkcje w innych podmiotach, wynagradzania członków RN – spółka nie może wykluczyć, że w danych okolicznościach wynagrodzenie członków RN spółki będzie uzależnione od opcji i innych instrumentów pochodnych oraz innych zmiennych składników lub od wyników. Niemniej jednak w kontekście konfliktu interesów, zgodnie z regulacjami obowiązującymi w spółce, członkowie zarządu oraz RN spółki powinni unikać podejmowania aktywności zawodowej lub pozazawodowej, która mogłaby prowadzić do powstawania konfliktu interesów lub wpływać negatywnie na ich reputację jako członków organów spółki, a w przypadku powstania konfliktu interesów powinni niezwłocznie go ujawnić.

Dodatkowo spółka poinformowała, że nie obowiązuje w niej reguła zmieniania podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych. W kontekście polityki różnorodności spółka z kolei podała, że kluczowe decyzje kadrowe w odniesieniu do władz spółki podejmuje walne zgromadzenie oraz RN spółki.

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. 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 – historycznie koncentracja pozycji w portfelu MCI była wysoka. Po sprzedaży ATM, wzrósł poziom gotówki w portfelu, która zgodnie z zapowiedziami zarządu spółki może być przeznaczona na kolejne duże inwestycje. Tym samym ryzyko koncentracji pozostaje wysokie.

Ryzyko niskiej płynności wielu inwestycji – inwestycje private equity charakteryzują się niskim poziomem płynności, co uniemożliwia szybkie wyjście z inwestycji.

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2019	2020	2021P	2022P
Przychody z tytułu zarządzania	nd	nd	3	5
Zyski z inwestycji	156	167	100	85
Koszty działalności operacyjnej	5	5	18	32
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0	1	0	0
EBIT	151	164	84	58
Koszty i przychody finansowe netto	-8	-8	-6	-6
Zysk przed opodatkowaniem	143	156	78	52
Podatek dochodowy	-29	-29	-15	-10
Zysk netto	113	127	64	42

Źródło: MCI Capital ASI (2019, 2020), Noble Securities (prognozy, 2021P-2022P)

Bilans (mln zł)	2019	2020	2021P	2022P
Aktywa	1 527	1 695	1 746	1 774
Aktywa trwałe	1 517	1 669	1 703	1 748
Certyfikaty inwestycyjne	1 511	1 662	1 698	1 743
Inne aktywa trwałe	6	7	6	6
Aktywa obrotowe	10	26	43	26
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8	23	41	24
Inne aktywa obrotowe	2	2	2	2
Pasywa	1 527	1 695	1 746	1 774
Kapitał własny razem	1 271	1 387	1 437	1 465
Zobowiązania długoterminowe	183	229	231	231
Obligacje	77	96	96	96
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	105	133	133	133
Inne	1	0	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	73	78	78	78
Obligacje	25	49	49	49
Zobowiązania z tytułu weksli	41	19	19	19
Inne	7	10	10	10

Źródło: MCI Capital ASI (2019, 2020), Noble Securities (prognozy, 2021P-2022P)

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2019	2020	2021P	2022P
CF operacyjny	138	15	38	4
CF inwestycyjny	0	0	0	0
CF finansowy	-138	1	-20	-21
CF	1	15	17	-17
Stan środków pieniężnych na początek okresu	7	8	23	41
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8	23	41	24

Źródło: MCI Capital ASI (2019, 2020), Noble Securities (prognozy, 2021P-2022P)

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021P	2022P
Wartość księgową na akcję	24,01	27,77	27,94	28,48
Dywidenda na akcję	0,00	0,00	0,27	0,28
Dług netto	135	141	124	141
Dług netto/BV	11%	10%	9%	10%
Liczba akcji	53,0	50,0	51,4	51,4
P/BV	0,80	0,69	0,69	0,67

Źródło: MCI Capital ASI (2019, 2020), Noble Securities (prognozy, 2021P-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 porównywalnych). 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 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.

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.

NS jest lub był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Jednostką Dominującą wobec Emitenta dotyczących świadczenia usług maklerskich.

NS jest lub był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Jednostką Stowarzyszoną Emitenta 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, 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.

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)
Krynicki Recykling	nd	25,1	19,8	19,60	28%	2021-05-10	24M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	16,6	14,4	14,37	16%	2021-05-06	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50,0	49,1	46,80	7%	2021-05-06	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39,6	28,4	30,25	31%	2021-05-05	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23,1	17,0	17,00	36%	2021-05-04	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8,0	5,6	5,33	50%	2021-04-20	24M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Trzymaj	23,2	23,9	23,50	-1%	2021-04-19	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	172,2	183,0	157,92	9%	2021-04-08	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0	55,30	-1%	2021-03-31	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	155,20	41%	2021-03-29	9M	Michał Sztabler
Ryvü Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	51,80	28%	2021-03-26	9M	Krzysztof Radojewski
Artifex Mundi	Trzymaj	12,8	12,5			2021-03-01	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	59,6	45,8	49,85	20%	2021-02-17	9M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	687,9	529,0	388,40	77%	2021-02-11	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10,6	8,1	11,36	-7%	2021-02-05	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422,5	476,0	477,00	-11%	2021-01-11	9M	Maciej Kietliński
CD Projekt	Kupuj	388,5	296,0			2020-12-16	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Redukuj	16,4	18,8			2020-12-11	9M	Michał Sztabler
Krynicki Recykling	nd	15,2	8,1	19,60	-22%	2020-12-11	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	30,4	15,0	19,20	58%	2020-12-11	24M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	18,0	11,2	11,40	58%	2020-12-11	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	2,9	2,1	3,23	-10%	2020-12-03	9M	Michał Sztabler
TIM	Kupuj	27,3	16,2	30,25	-10%	2020-12-04	24M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	18,0	13,8			2020-12-02	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Sprzedaj	211,1	253,6	270,80	-22%	2020-12-02	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Kupuj	28,9	22,3	24,00	20%	2020-11-27	9M	Michał Sztabler
Bioton	Kupuj	7,3	4,4			2020-11-06	24M	Krzysztof Radojewski
Forte	Kupuj	48,3	34,5			2020-11-05	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	415,0	346,0			2020-11-03	9M	Maciej Kietliński
PKP Cargo	zawieszona		9,9			2020-10-22	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4			2020-10-14	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Sprzedaj	477,1	535,0			2020-09-04	9M	Maciej Kietliński
Krynicki Recykling	nd	11,8	7,8			2020-08-31	24M	Dariusz Dadej
Wielton	Kupuj	5,5	4,5			2020-07-29	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	21,5	16,1			2020-07-24	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	6,8	4,6			2020-07-24	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	24,9	12,1			2020-06-31	24M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	17,1	10,9			2020-06-26	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	15,8	9,8			2020-06-02	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

(2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji,

Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**Sobiesław Kozłowski, MPW**sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Maciej Kietliński, MPWmaciej.kietlinski@noblesecurities.pl

Deweloperzy gier

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Biotechnologia

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**Jacek Paszkowski, CFA**jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04

