

MCI Capital SA – wciąż z dyskontem do NAV-u

Kluczowym wydarzeniem ostatnich miesięcy w spółce było podpisanie w połowie października przedwstępnej umowy sprzedaży ATM S.A. za 533 mln zł. Nie widać tego jeszcze w wynikach 1-3Q20. Oprócz tego warto zwrócić uwagę na ogłoszone wezwanie na akcje PEM, planowane połączenie z tą spółką, ogłoszoną politykę dywidendową i planowany debiut Answear.com. Mimo spadku dyskonta ceny akcji MCI Capital do wartości księgowej, w dalszym ciągu wynosi ono ponad 40%. Po aktualizacji prognoz, wycena akcji MCI Capital zostaje podniesiona z 24,9 zł do 30,4 zł.

Zyski w okresie 1-3Q20

W okresie 1-3Q20 spółka wygenerowała zysk z inwestycji na poziomie 42,1 mln zł vs 85,6 mln zł rok wcześniej, EBIT na poziomie 39,6 mln zł i zysk netto na poziomie 27,7 mln zł. Wartość księgowa na akcję na koniec 3Q20 wzrosła o 12% r/r do poziomu 25,8 zł/akcję (do poziomu 26,3 zł, jeżeli uwzględnimy akcje własne). Szacujemy, że październikowe wyjście z ATM zwiększy wynik po trzech kwartałach o dodatkowe 151 mln zł.

Szereg dobrych wyjść

17 października MCI poinformował o zawarciu przedwstępnej umowy sprzedaży ATM S.A. za 533,3 mln zł. Na przełom roku planowany jest debiut giełdowy spółki Answear.com, która w okresie 1-3Q20 wygenerowała 263 mln zł przychodów (+29% r/r), 18 mln zł EBITDA oraz 12 mln zł zysku z działalności operacyjnej. Upublicznienie Answear.com prawdopodobnie dodatkowo poprawi tegoroczne wyniki MCI Capital i ułatwi docelowe wyjście z tej spółki wyjście przez MCI.TechVentures 1.0. FIZ.

Polityka dywidendowa, połączenie z PEM

Zarząd MCI Capital ogłosił politykę dywidendową od 2021 roku. Na wypłatę ma być przeznaczony 1-2% wartości księgowej, co przy dyskoncie ok. 50% implikuje 2-4% potencjalnego DY dla akcjonariuszy. Połączenie z PEM to kolejny etap porządkowania i upraszczania Grupy MCI. Regularna wypłata dywidendy może docelowo zmniejszyć dyskonto do NAV.

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 (29,3 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (31,5 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 30,4 zł.

mln zł**	2019	2020P	2021P	2022P
Zyski z inwestycji	128	193	84	88
zysk netto	113	181	73	76
NAV/akcję*	24,0	29,3	31,0	32,3
P/E (x)	6,6	4,1	10,3	9,9
P/NAV (%)	62%	51%	48%	46%

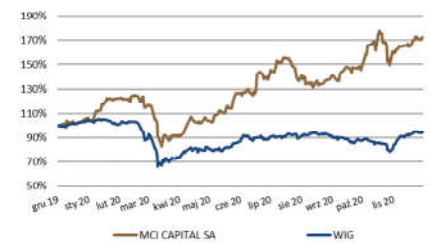
Źródło: MCI Capital ASI (2019), Noble Securities (2020P-2022P);

*od '21 założono umorzenie akcji własnych; **prognozy nie uwzględniają połączenia z PEM

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 11.12.2020 o godz. 11:45. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 11.12.2020 o godz. 11:50.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

Cena bieżąca	15,0 zł
Wycena	30,4 zł
Potencjał wzrostu	103%
Kapitalizacja	749 mln zł
Free float	24%
Śr. wolumen 6M	9 937



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	76,0%
Pozostali	24,0%

Krzysztof Radojewski

Starszy Analityk

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 213 22 35

WYCENA

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

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana %
Wycena aktywów netto (NAV)	0,50	29,3	25,3	16%
Wycena porównawcza	0,50	31,5	24,6	28%
Średnia wycena		30,4	24,9	22%
Cena aktualna		15,0	12,1	24%
Potencjał		103%	106%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI

Aktywa będące w posiadaniu MCI Capital wyceniam po wartości księgowej, która powinna być odzwierciedleniem wartości godziwej. **Nie znajduję argumentów za koniecznością korekty wartości księgowej/godziwej w kalkulacjach. 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 **wyceniam spółkę metodą porównawczą na 31,5 zł na akcję.**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x) 2020	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	53 186	1,2	3,3%
GIMV NV	PLN	5 620	1,1	5,1%
EURAZEO	PLN	18 712	0,9	2,6%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	2 172	1,2	1,8%
		749		
Średnia			1,08	
MCI Capital	PLN	749	0,51	
Premia/dyskonto do średniej (%)			-52%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		31,5	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		31,5	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 11.12.2020 r. godz. 11:17

ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

	2020 Stara	2020 Nowa	zmiana	2021 Stara	2021 Nowa	zmiana
Zyski z inwestycji	15,0	193,1	1186%	73,7	84,4	15%
EBIT	11,0	189,1	1617%	69,7	80,4	15%
Zysk netto	1,4	181,4	12570%	56,4	72,7	29%
NAN/akcję	25,3	29,3	16%	26,4	31,0	18%

Źródło: Noble Securities

1. Wzrost wartości portfela - w poprzednim raporcie zakładaliśmy uproszczone założenie wzrostu wartości portfela o 1% w 2020 roku. Obecnie dokonujemy korekty tego założenia, dokładając zysk na transakcji ATM zrealizowany w 4Q20 (ok. 151 mln zł wg naszych szacunków). Od 2021 roku podtrzymuję uproszczone założenie wzrostu wartości portfela o 5% rocznie wzrost (założenie bez zmian).
2. Koszty operacyjne – w wysokości 4 mln zł rocznie (założenie bez zmian).
3. Pozostał przychody i koszty operacyjne – zerowe (bez zmian).

(mln zł)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Portfel inwestycyjny	1 509	1 689	1 753	1 821	1 887	1 956
zmiana	130	193	84	88	91	94
Umorzenia/nabycia CI	112	13	20	20	25	25
Wartość księgową	1 271	1 463	1 521	1 582	1 645	1 712
Wartość księgową na akcję (zł/akcję)	24,0	29,3	31,0	32,3	33,6	34,9
Zyski z inwestycji	128	193	84	88	91	94
Koszty działalności operacyjnej	5	5	4	4	4	4
Zysk na działalności operacyjnej	124	189	80	84	87	90
Zysk netto za okres obrotowy	113	181	73	76	79	83

Źródło: MCI Capital (2019), Noble Securities (prognozy 2020P-2024P)

EXITY ZREALIZOWANE OD CZASU OSTATNIEGO RAPORTU

Od czasu wydania ostatniego raportu z dnia 30 czerwca br., najważniejszą informacją dotyczącą wyjścia była informacja o podpisaniu przedwstępnej umowy sprzedaży ATM S.A.

ATM S.A. – zrealizowane ok. 320 mln zł zysku

MCI Capital Alternatywna Spółka Inwestycyjna S.A. poinformował 17 października, że MCI.EuroVentures 1.0. (Fundusz) zawarł umowę przedwstępną z AMC Capital IV Albatros S.A R.L. (zwany dalej łącznie z Funduszem "Sprzedającymi") z Terve Bidco S.A.R.L. (Kupujący), na mocy której Fundusz sprzeda kupującemu 596.278 udziałów w AAW III sp. z o.o. (spółka ta jest w posiadaniu 35.736.906 akcji, czyli ok. 98,33% akcji ATM S.A.) oraz 606.438 akcji ATM S.A. Cena sprzedaży została ustalona jako kwota 533,3 mln zł skorygowana (prawdopodobnie pomniejszona) o zaktualizowaną wartość zadłużenia AAW III na dzień dokonania transakcji oraz wartość określonych świadczeń pieniężnych otrzymanych przez Sprzedających od ATM (po 30 czerwca 2020 r. lecz przed datą zamknięcia transakcji). Kupującym jest Global Compute Infrastructure LP, platforma wspierana przez Goldman Sachs Merchant Banking Division. Termin na ziszczenie się warunków zawieszających (uzyskanie odpowiednich zgód) określono na 6 miesięcy, ale może zostać wydłużony. Planowane zamknięcie transakcji spodziewane jest do końca 2020 roku.

MCI.EuroVentures po raz pierwszy zainwestował w ATM w 2016 roku, następnie skonsolidował 100 proc. akcji wraz z Mezzanine Management. ATM posiada blisko 20 tys. mkw. nowoczesnych centrów danych w Warszawie, co czyni z tej firmy największego operatora centrów danych w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej. W sprawozdaniu za I półrocze 2020 roku MCI.EuroVentures 1.0. FIZ poinformował, że wartość nabycia inwestycji w AAW III sp. z o.o. i akcji ATM S.A. wyniosła 202 mln zł,

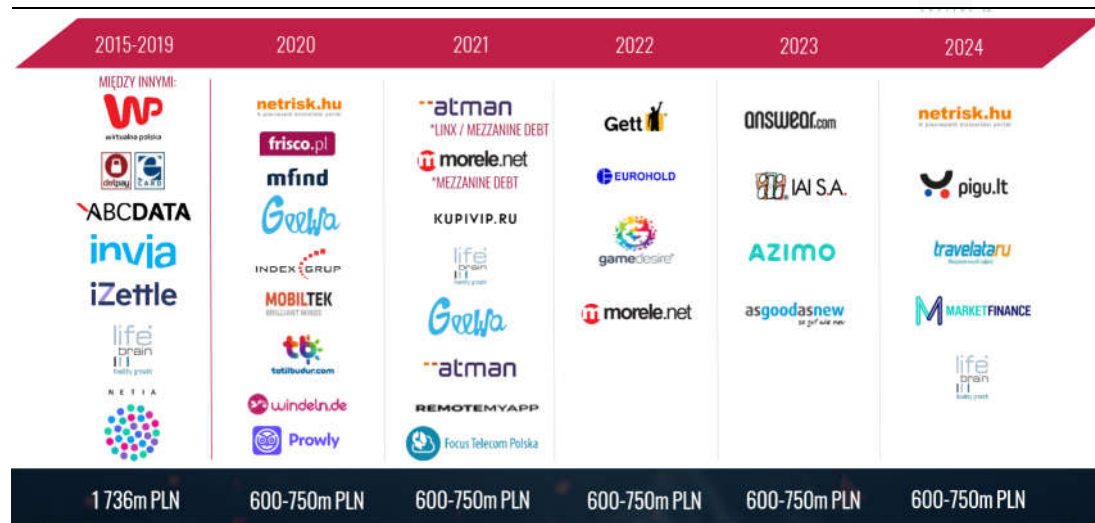
a wartość na koniec okresu 373,5 mln zł. Na koniec I półrocza 2020 roku była to największa inwestycja MCI.EuroVentures 1.0. FIZ stanowiąca ok. 30% aktywów netto tego subfunduszu. Ze sprawozdania AAW III sp. z o.o. za 2019 rok wynika, że MCI.EuroVentures 1.0. FIZ posiada 74,9% w AAW III sp. z o.o. a 25,1% należy do AMC Capital VI Albatros S.A.R.L.

Przyjmując, że 533,3 mln zł dotyczy ceny netto uzyskanej przez MCI już po uwzględnieniu zadłużenia spółki AAW III (łącznie zobowiązania netto tej spółki na koniec 2019 roku wynosiły ok. 118 mln zł), uzyskana cena sprzedaży jest powyżej wartości wykazanej w ostatnim sprawozdaniu MCI.EuroVentures 1.0. FIZ – 373,5 mln. W międzyczasie w lipcu AAW III przymusowo wykupiła 739 tys. akcji ATM po 12 zł za sztukę wydając ok. 8,9 mln zł. **Tym samym zysk na tej inwestycji dla MCI.EuroVentures 1.0. FIZ od ostatniej wyceny bilansowej, to wg naszych szacunków ok. 151 mln zł, a od początku inwestycji ok. 320 mln zł.**

MAPA DROGOWA POTENCJALNYCH WYJŚĆ – AKTUALIZACJA

Plan wyjść przedstawiony przez MCI prawie rok temu, przyspieszył głównie za sprawą wyjścia z ATM S.A., które dostarczy ponad 500 mln zł wpływów. Upublicznienie answer.com, dodatkowo zwiększy płynność oraz zapewni wycenę giełdową jednej z kluczowych inwestycji funduszu MCI.TechVentures 1.0. FIZ. Kolejne lata w kwestii wyjść wyglądają również obiecująco, biorąc pod uwagę, że spółki takie, jak morele.net/pigu.lt czy IAI S.A. działają w szybko rosnącej i wspieranej przez pandemię branży e-commerce.

MAPA DROGOWA POTENCJALNYCH WYJŚĆ



Źródło: Prezentacja MCI Capital za 2019 rok

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.

Według zarządu spółki, decyzja o wprowadzeniu polityki motywowana jest przede wszystkim faktem słabnącego zainteresowania udziałem inwestorów w skupach akcji własnych spółki, które dotychczas służyły jako sposób dystrybucji środków do inwestorów. Przy podejmowaniu decyzji o rekomendowanej kwocie dywidendy przeznaczonej dla akcjonariuszy spółki, zarząd spółki będzie brał pod uwagę sytuację

płynnościową Grupy MCI, w tym w szczególności bieżące i przewidywane wpływy pieniężne, jakie uda się pozyskać do spółki oraz do funduszy inwestycyjnych, których inwestorem jest MCI, pozyskane finansowanie zewnętrzne oraz konieczność obsługi zobowiązań przez spółkę.

Zaproponowana polityka nie wskazuje na związek z zyskiem netto danego okresu obrotowego, a jedynie z poziomem kapitałów własnych oraz sytuację płynnościową. W tym kontekście warto wspomnieć, że kapitał zapasowy na koniec 3Q2020 roku wynosił 1,25 mld zł. Tym samym dywidenda może być płacona z kapitału zapasowego. **Ponieważ zaproponowana polityka dywidendowa zakłada wypłatę 1-2% kapitałów własnych spółki, a cena rynkowa w dalszym ciągu sugeruje ok. 50% dyskonta w stosunku do wartości księgowej, to oznacza przy obecnym poziomie wyceny giełdowej około 2–4% dividend yield dla akcjonariuszy spółki.**

W prognozach zakładamy wypłatę 1% kapitałów własnych spółki. Środki pochodzić będą z umorzenia certyfikatów inwestycyjnych MCI.EuroVentures 1.0. FIZ.

POŁĄCZENIE Z PRIVATE EQUITY MANAGERS

Tomasz Czechowicz, a także MCI Management i MCI Capital Alternatywna Spółka Inwestycyjna, wezwali do sprzedaży 100% akcji Private Equity Managers, oferując za jedną akcję 15 zł – rozpoczęcie przyjmowania zapisów w wezwaniu nastąpiło 10 grudnia, a koniec wezwania przewidywany jest na 8 stycznia 2021 roku. Zamiarem wzywających jest doprowadzenie do połączenia spółki z MCI Capital ASI. Ponadto wzywający nie wykluczają dalszego zwiększania swojego udziału w spółce, jeżeli w ramach wezwania nie zostaną nabyte wszystkie akcje.

Parytet wymiany akcji w związku z planowanym połączeniem spółek MCI Capital ASI S.A. i Private Equity Managers S.A. został ustalony w oparciu o średni kurs akcji MCI oraz PEM z okresu 6 miesięcy poprzedzających dzień publikacji raportu bieżącego dotyczącego planowanego połączenia spółek (tj. 30 października 2020 r.) i wynosi 91:100, co oznacza, że w procesie połączenia PEM z MCI Capital akcjonariusz PEM za 100 akcji spółki PEM otrzyma 91 akcji MCI Capital.

Pierwotnie zrealizowana kilka lat temu strategia oddzielenia posiadacza aktywów (MCI Capital) od funkcji zarządzającego (PEM) nie przetrwała próby czasu i następuje obecnie proces odwrotny.

Z informacji prasowych wynika, że MCI Capital uzyskał akceptację dla wezwania po cenie 15 zł za akcję jednego z akcjonariuszy – Parkiet spekuluje, że może chodzić o Mezzanine Capital. Z tego samego źródła wynika, że Cezary Smorszczewski i Sebastian Buczek uważają, że cena 15 zł za akcję PEM jest zbyt niska.

Zatwierdzenie połączenia przez WZA spółek wymaga większości $\frac{3}{4}$ głosów przy obecnych minimum połowie głosów. Biorąc pod uwagę akcjonariat MCI Capital ASI, przegłosowanie połączenia jest kwestią formalną. W przypadku PEM, dużo zależy od mobilizacji mniejszościowych akcjonariuszy. Udział Tomasza Czechowicza, MCI Capital ASI i Mezzanine Capital w akcjonariacie spółki to łącznie 58,41%. Część akcji historycznie była również w posiadaniu pracowników PEM. Udział Cezarego Smorszczewskiego, Quercus TFI, TFI Aviva Investors Poland (według danych stooq.pl – w przypadku Cezarego Smorszczewskiego udział wg stanu na 06.11.2020, w przypadku funduszy na dzień 30.06.2020) wynosi łącznie ok. 13,3%, a więc za mało, żeby zablokować fuzję. **Tym samym ostateczna decyzja leży w rękach pozostałych mniejszościowych akcjonariuszy.**

PEM poinformował w komunikacie bieżącym 7 grudnia, że 4 grudnia 2020 roku w godzinach wieczornych otrzymał od spółki CKS Inwestycje (spółka Cezarego Smorszczewskiego) posiadającej 9,9% głosów w kapitale spółki żądanie zwołania NWZA. Zaproponowany porządek obrad ma obejmować: zobowiązanie zarządu do pilnego opracowania strategii i planu finansowego spółki na kolejne lata, zawieszenie procesu połączenia oraz zmiany w RN.

Poniżej przedstawiamy symulację akcjonariatu i liczby akcji po finalizacji połączenia według zaproponowanego parytetu z założeniem, że żaden z akcjonariuszy PEM nie sprzeda akcji w wezwaniu oraz że akcje własne MCI Capital ASI zostaną umorzone.

Akcjonariusz	Udziały				
	MCI Capital ASI przed fuzją	%	Udziały z połączenia z PEM	MCI Capital ASI udziały po fuzji	%
Tomasz Czechowicz (bezpośrednio i pośrednio)	37 983 170	76%	1 179 505	39 162 675	76%
Akcje własne	945 259	2%	nd	nd	
MCI Capital ASI	nd		387 190	do umorzenia	
Pozostali	11 025 131	22%	1 548 936	12 574 067	24%
RAZEM	49 953 560	100%	3 115 630	51 736 741	100%

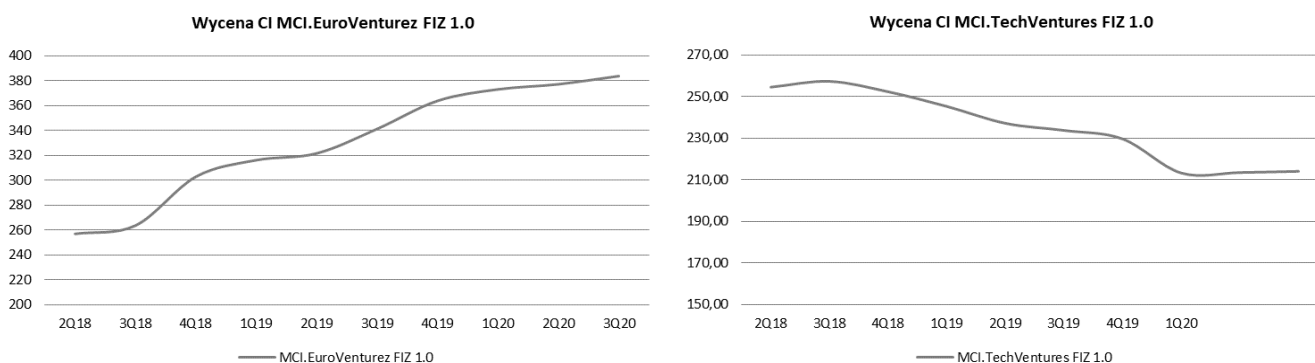
Źródło: Opracowanie Noble Securities

WYNIKI GŁÓWNYCH FUNDUSZY W 1-3Q2020

W okresie 9 miesięcy 2020 roku uśredniona wartość certyfikatów MCI.EuroVentures wzrosła o 5,5%, natomiast MCI.TechVentures spadła o 6,8%. W przypadku MCI.EuroVentures FIZ kluczowe znaczenie dla wyceny miały wzrost wartości IAI S.A. oraz wyjście z Netrisk.hu. W tym kontekście warto dodać, że wynik ten nie obejmuje jeszcze zysku z transakcji wyjścia z ATM S.A., który zostanie rozpoznany w wynikach 4Q20.

Z kolei MCI.TechVentures negatywnie odczuł odpis wartości spółek z branży e-travel – tureckiej Tatilbudur oraz rosyjskiej Travelata, jak również istotny spadek wartości Grupy Gett. Częściowo zrekompensował to wzrost wartości morele.net oraz Wearco/answear.com.

Wyceny certyfikatów inwestycyjnych MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures



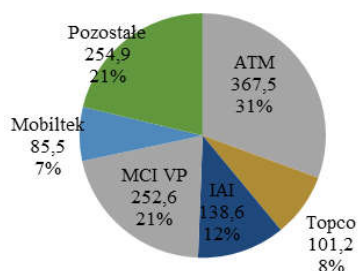
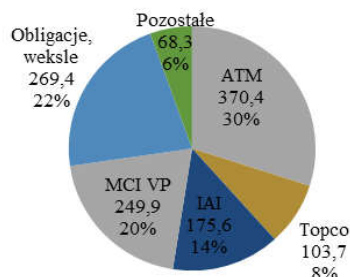
Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI

NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 3Q20

MCI.EuroVentures

Poniżej przedstawiono zestawienie portfela MCI.EuroVentures na koniec I i III kwartału 2020 roku. W dalszym ciągu największą pozycję stanowi inwestycja w akcje ATM S.A. – jednak po wyjściu z tej inwestycji ogłoszonym w 4Q20, struktura portfela istotnie się zmieni. Największą inwestycją będzie IAI S.A. W portfelu będzie wysoki poziom płynności umożliwiający umorzenie CI lub podjęcie kolejnych dużych inwestycji.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.EuroVentures na koniec 2019 i 1Q2020

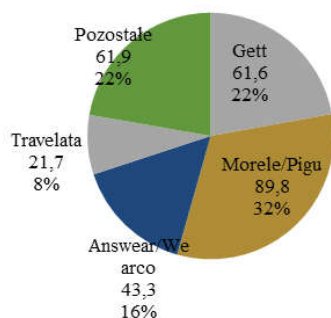
Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na
31.03.2020*Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na
31.09.2020*

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

MCI.TechVentures

W przypadku portfela MCI.TechVentures, najbardziej wzrósł udział morele.net i Wearco/Answear.com z uwagi na wzrost wartości inwestycji. Z drugiej strony spadł udział Gett z uwagi na spadek wartości inwestycji.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.TechVentures na koniec 2019 i 1Q2020

Portfel MCI.TechVentures 1.0. FIZ na
31.03.2020*

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

ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

Ostatnie wyjścia z inwestycji istotnie poprawiły płynność finansową funduszy inwestycyjnych, w szczególności MCI.EuroVentures, a w dalszej kolejności całej Grupy. Wyjście z ATM S.A. dostarczy dodatkowego źródła płynności (ponad 500 mln zł) funduszowi MCI.EuroVentures. Podmiot ten jest obecnie źródłem płynności dla innych podmiotów z Grupy. W przypadku MCI.TechVentures 1.0. FIZ, transakcja sprzedaży akcji Frisco.pl sfinalizowana 25 czerwca 2020 roku pozwoliła na spłatę

ponad 100 mln zł zadłużenia, co spowodowało, że sytuacja płynnościowa funduszu jest bardzo dobra. Poprawi ją dodatkowo debiut giełdowy answear.com planowany na przełom roku 2020/2021.

ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ W RAMACH GRUPY MCI

Podmiot	Aktywa płynne	Zobowiązania z tytułu pożyczek i kredytów	Komentarz
MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.)*	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 4,6 mln zł	279,8 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: 27,2 mln zł	46,9 mln zł	Po połączeniu z MCI Capital ASI, zadłużenie PEM przejdzie na spółkę przejmującą.
MCI Capital S.A.**	Należności krótkoterminowe oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 7,6 mln zł	145 mln zł, w tym większość z tytułu obligacji (w tym 79 mln zł objęte przez MCI.EuroVentures 1.0. FIZ)	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: 25,8 mln zł	57,1 mln zł (obligacje), 10 mln zł (krótkoterminowe pożyczki i kredyty).	Po sprzedaży Frisco.pl zadłużenie zostało zmniejszone o ponad 100 mln zł, obecnie sytuacja płynnościowa jest bardzo dobra
MCI.EuroVentures FIZ **	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (głównie finansowanie dłużne innych podmiotów z Grupy MCI): 106 mln zł, dodatkowo 152 mln zł w postaci dłużnych papierów wartościowych innych podmiotów z Grupy MCI	53,5 mln zł (obligacje), 58,8 mln zł (krótkoterminowe kredyty i pożyczki)	Fundusz ma bardzo dobrą sytuację płynnościową, a po sprzedaży ATM S.A. będzie miał nadpłynność finansową

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

* Stan na koniec 2019 ** Stan na koniec 3Q20

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 była wysoka. Po sprzedaży ATM, wzrosła poziom gotówki w portfelu, która może być przeznaczona na kolejną dużą inwestycję. Tym samym ryzyko koncentracji może pozostać wysokie.

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 konfliktu interesów i reputacyjne – między MCI Capital a PEM, który zarządza funduszami, istnieją powiązania osobowe, co może rodzić potencjalne konflikty interesów. Rozwiązaniem tego problemu jest połączenie MCI Capital z PEM ogłoszone w ostatnich tygodniach.

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2019	2020P	2021P	2022P
Zyski z inwestycji	128	193	84	88
Koszty działalności operacyjnej	5	5	4	4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0	1	0	0
EBIT	124	189	80	84
Koszty i przychody finansowe netto	-9	-8	-8	-8
Zysk przed opodatkowaniem	115	181	73	76
Podatek dochodowy	-2	0	0	0
Zysk netto	113	181	73	76

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

Bilans (mln zł)	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 527	1 719	1 777	1 838
Aktywa trwałe	1 517	1 697	1 761	1 829
Certyfikaty inwestycyjne	1 509	1 689	1 753	1 821
Inne aktywa trwałe	8	8	8	8
Aktywa obrotowe	10	22	16	9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8	20	14	7
Inne aktywa obrotowe	2	2	2	2
Pasywa	1 527	1 719	1 777	1 838
Kapitał własny razem	1 271	1 463	1 521	1 582
Zobowiązania długoterminowe	183	183	183	183
Obligacje	77	77	77	77
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	105	105	105	105
Inne	1	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	73	73	73	73
Obligacje	25	25	25	25
Zobowiązania z tytułu weksli	41	41	41	41
Inne	7	7	7	7

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

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2019	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	56	11	16	16
CF inwestycyjny	0	0	0	0
CF finansowy	-57	3	-22	-23
CF	-1	13	-6	-7
Stan środków pieniężnych na początek okresu	7	7	20	14
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	7	20	14	7

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

Wybrane wskaźniki	2019	2020P	2021P	2022P
Wartość księgową na akcję	24,01	29,29	31,04	32,28
Dywidenda na akcję	0,00	0,00	0,30	0,31
Dług netto	135	123	130	137
Dług netto/BV	11%	8%	9%	9%
Liczba akcji	53,0	50,0	49,0	49,0
P/BV	0,62	0,51	0,48	0,46

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych 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

Analityk sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 11.12.2020, godz. 11.45 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 11.12.2020, godz. 11.50.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydany raport dotyczący MCI Capital S.A.

Raport	nd.	nd.	nd.
Data wydania	30.06.2020 godz. 17:20	12.03.2020 godz. 16:08	28.06.2019 godz. 14:55
Kurs z dnia raportu	12,1	8,3	7,3
Wycena	24,9	21,9	26,5
WIG w dniu raportu	49 569,17	37 164,02	60187,43

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Tauron PE	Kupuj	2,9	2,1	2,50	16%	2020-12-03	9M	Michał Sztabler
TIM	Kupuj	27,3	16,2	18,25	50%	2020-12-04	24M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	18,0	13,8	14,17	27%	2020-12-02	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Sprzedaj	211,1	253,6	260,00	-19%	2020-12-02	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Kupuj	7,3	4,4	4,45	64%	2020-11-06	24M	Krzysztof Radojewski
Forte	Kupuj	48,3	34,5	38,80	24%	2020-11-05	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	415,0	346,0	362,00	15%	2020-11-03	9M	Maciej Kietliński
PKP Cargo	Sprzedaj	7,9	9,9	13,60	-42%	2020-10-22	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4	147,20	20%	2020-10-14	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Sprzedaj	477,1	535,0	525,00	-9%	2020-09-04	9M	Maciej Kietliński
Krynicki Recykling	nd	11,8	7,8	7,64	54%	2020-08-31	24M	Dariusz Dadej
Wielton	Kupuj	5,5	4,5	6,11	-10%	2020-07-29	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	21,5	16,1	14,17	52%	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	15,05	65%	31.06.2020	24M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	17,1	10,9			2020-06-26	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	15,8	9,8	11,20	41%	2020-06-02	9M	Michał Sztabler
LW Bogdanka	Redukuj	18,3	21,0	18,80	-3%	2020-04-30	9M	Michał Sztabler
Bioton	nd	6,4	3,9			2020-04-29	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	138,8	188,9	260,00	-47%	2020-04-23	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	23,0	21,9			2020-04-23	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	21,9	8,3			2020-03-12	24M	Kamil Jędrej
TIM	nd	17,3	11,4			2020-01-31	24M	Michał Sztabler
PKP Cargo	Kupuj	30,6	20,9	13,60	125%	2020-01-07	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	17,3	10,5	11,20	54%	2020-01-03	nd	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	29,5	30,9			2019-12-20	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0			2019-12-13	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	470,50	2%	2019-12-11	9M	Kamil Jędrej

(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 (zakończył pracę w NS z 2019-10-31 i rozpoczął pracę 2020-04-15), Michał Sztabler - Analityk Akcji, Kamil Jędrej - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z 2020-03-31), Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Młodszy 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 Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Maciej Kietliński, MPW

maciej.kietlinski@noblesecurities.pl

Deweloperzy gier

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Biotechnologia

