MCI Capital SA – wartość w IAI i Morele.net

Bardzo dobre wyniki I półrocza w naszej opinii w dalszym ciągu nie wyczerpują potencjału wzrostu wartości inwestycji portfelowych MCI. W tym kontekście na pierwszy plan wysuwają inwestycje w IAI oraz Morele.net. Dyskonto bieżącej ceny akcji MCI Capital do wartości księgowej wg stanu na koniec I półrocza wynosi ok. 35%. Po aktualizacji prognoz, korygujemy wycenę akcji MCI Capital z 30,9 zł do 41,2 zł.

Bardzo dobre I półrocze 2021 roku

Po dobrym I kwartale, w II kwartale 2021 roku spółka wygenerowała zysk z inwestycji na poziomie 310,1 mln zł vs 13,2 mln zł rok wcześniej, EBIT na poziomie 304,9 mln zł i zysk netto na poziomie 430,6 mln zł. Łącznie w całym I półroczu 2021 roku zyski z inwestycji wyniosły 355 mln zł, a zysk netto 467 mln zł. Wartość księgowa na akcję na koniec 2Q21 wyniosła 34,7 zł.

Sukces IPO Shopera uwidoczni wartość IAI?

Duży sukces oferty publicznej Shopera, który zaoferował akcje istniejące o wartości 362 mln zł z wyceną całej spółki EV/EBITDA za 2020 rok na poziomie 66x pokazuje, że polski rynek kapitałowy dojrzał do wysokiej wyceny tego typu szybko rosnących podmiotów. Naszym zdaniem uwidoczni to rynkowi wartość tkwiącą w największej inwestycji portfelowej MCI – IAI, która w 2020 roku osiągnęła wyższe wyniki finansowe od Shopera, a w lipcu br. rozpoczęła ekspansję międzynarodową od przejęcia pakietu kontrolnego w spółce Shoprenter, liderze rynku węgierskiego. Uproszczone zastosowanie bieżącego mnożnika EV/EBITDA Shopera do wyceny IAI w naszej opinii sugeruje, że sama wartość pakietu IAI przekracza kapitalizację całego MCI.

Rekordowa płynność, poszukiwanie nowych inwestycji

MCI korzysta z bardzo dobrej koniunktury rynkowej i systematycznie wychodzi z inwestycji. W 2021 roku wyjścia wyniosły 218 mln zł. Z drugiej strony, spółka dysponując rekordową płynnością, która na koniec roku ma sięgnąć 1 mld zł, przygotowuje kolejne duże inwestycje, choć - jak przyznaje zarząd spółki - nie jest to proste ze względu na wysokie wyceny.

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 (38,2 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (44,3 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 41,2 zł.

mln zł	2019	2020	2021P	2022P
Zyski z inwestycji	156	167	500	213
zysk netto	113	127	603	194
NAV/akcję	24,0	27,8	38,2	41,4
P/E (x)	10,2	9,1	1,9	6,0
P/NAV (%)	94%	81%	59%	54%

Źródło: MCI Capital ASI (2019-20), Noble Securities (2021P-2022P)

Cena bieżąca	22,5 zł
Wycena	41,2 zł
Potencjał wzrostu	83%
Kapitalizacja	1 157 mln zł
Free float	22%
Śr. wolumen 6M	4 819

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Tomasz Czechowicz	77,7%
Pozostali	22,3%

Krzysztof Radojewski
Starszy Analityk
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
+48 22 213 22 35

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 07.10.2021 o godz. 8:10. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 07.10.2021 o godz. 8:20.

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	38,2	27,9	37%
Wycena porównawcza	0,50	44,3	33,9	31%
Średnia wycena		**41,2**	**30,9**	**33%**
Cena aktualna		22,5	19,2	17%
Potencjał		83%	61%	

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 znajdujmy argumentów za koniecznością korekty wartości księgowej/godziwej w naszych kalkulacjach.** Dyskonto w wycenie rynkowej spółki w stosunku do wartości księgowej w ostatnich kwartałach zaczęło lekko się zmniejszać, co przypisujemy dobrym wyjściom przy wycenie zbliżonej lub przekraczającej wartość księgową. Warto też zwrócić uwagę na wdrożenie przez spółkę polityki dywidendowej i pierwszą wypłatę dywidendy w 2021 roku. Poniżej przedstawiono wskaźniki wyceny P/BV wybranych europejskich spółek PE. Główna różnica między tymi spółkami a MCI Capital to ich wyższa kapitalizacja rynkowa. Bazując na wskaźnikach wyceny europejskich spółek private equity **wyceniamy spółkę metodą porównawczą na 44,3 zł na akcję (poprzednio 33,9 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	**Waluta**	**Kapitalizacja (mln)**	**P/BV (x) 2021**	**Div. yield**
3I GROUP PLC	PLN	64 948	1,3	3,1%
GIMV NV	PLN	6 591	1,1	4,6%
EURAZEO	PLN	29 205	1,2	2,0%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	3 011	1,0	3,4%
Średnia			**1,16**	
MCI Capital	PLN	1 157	0,59	2,4%
Premia/dyskonto do średniej (%)			-49%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		44,3	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		**44,3**	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 06.10.2021 r. godz. 14:34

ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

	2021P Stara	2021P Nowa	zmiana	2022P Stara	2022P Nowa	zmiana
Przychody z tytułu zarządzania	3	36		5	32	
Zyski z inwestycji	100	500	401%	85	213	150%
EBIT	84	495	486%	58	208	256%
Zysk netto	64	603	849%	42	194	359%
NAV/akcję	28,8	38,2	33%	29,3	41,4	41%

Źródło: Noble Securities

1. **Zyski z inwestycji:** biorąc pod uwagę bardzo dobre wyniki finansowe za 1H21 (zyski z inwestycji 365 mln zł), w całym 2021 roku przyjmujmy uproszczone założenie wzrostu wartości portfela o 500 mln zł, co odpowiada wzrostowi całego portfela o ok. 30% (poprzednio 6%), w 2022 roku o 10% (poprzednio o 5% rocznie), a w kolejnych latach o 5% (bez zmian). W naszej opinii kluczowy wpływ na wyniki w kolejnych kwartałach 2021 roku będą miały – rekapitalizacja lub wyjście z Moreli.net 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. **Przychody z tytułu zarządzania**: poprzednio zakładaliśmy, że MCI będzie księgował przychody z zarządzania od momentu połączenia z PEM. Jednak MCI zaksięgował całe przychody z zarządzania PEM za 1H21. Na II połowę roku przyjmujemy przychody na poziomie 16 mln zł – zbliżonym do 1H21. W 2022 roku zakładamy przychody z zarządzania w wysokości 32 mln zł. Poprzednio zakładaliśmy, że przychody będą pobierane tylko od zarządzania aktywami MCI.TV FIZ, jednak przyjęty przez spółkę model rozliczeniowy wskazuje, że będą pobierane również od zarządzania aktywami MCI.EV FIZ. Tym samym, zakładamy, że wynik zarządzania aktywami będzie generował wynik zbliżony do zera.
3. **Koszty operacyjne:** 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 (bez zmian).

Podsumowanie prognoz finansowych dla MCI Capital ASI:

(mln zł)	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Portfel inwestycyjny	**1 288**	**1 342**	**1 511**	**1 662**	**2 126**	**2 298**	**2 373**	**2 336**
Zmiana		90	160	171	500	213	115	119
Umorzenia/nabycia CI		66	139	13	37	40	40	156
Wartość księgowa	1 090	1 188	1 271	1 387	1 962	2 128	2 196	2 268
Wartość księgowa na akcję (zł/akcję)	***20,6***	***22,4***	***24,0***	***27,8***	***38,2***	***41,4***	***42,7***	***44,1***
Przychody za zarządzanie			**nd**	**nd**	**35,8**	**32,0**	**32,0**	**32,0**
Zyski z inwestycji	**125**	**188**	**156**	**167**	**500**	**213**	**115**	**119**
Koszty działalności operacyjnej	4	4	5	5	41	37	37	37
Zysk na działalności operacyjnej	**120**	**152**	**151**	**164**	**495**	**208**	**110**	**114**
Zysk netto za okres obrotowy	**105**	**138**	**113**	**127**	**603**	**194**	**96**	**99**

Źródło: MCI Capital (2019-2020), Noble Securities (prognozy 2021P-2024P)

OSTATNIE WYDARZENIA

Finalizacja wyjścia z Pigu i inwestycja w konsolidację rynku

16 czerwca br. MCI.TV przeniósł na MEP Shelfco VIII S.À R.L. własność wszystkich posiadanych udziałów w PIGU, za które otrzymał cenę wynoszącą 32,4 mln EUR, a MCI.CV przeniósł na kupującego własność wszystkich posiadanych udziałów w PIGU, za które otrzymał cenę wynoszącą 5,1 mln EUR.

MEP Shelfco VIII S.À R.L. nabyło własność: 100% udziałów spółki UAB PIGU z siedzibą w Wilnie oraz 100% udziałów w kapitale zakładowym spółki Hobby Hall Group OU z siedzibą w Tallinie. Transakcja została sfinansowana ze środków pozyskanych przez Shelfco m.in. od MCI.PrivateVentures FIZ z subfunduszem MCI.EuroVentures 1.0. w drodze objęcia przez MCI.EV nowo wyemitowanych udziałów w Shelfco za cenę 21,9 mln EUR. W związku z realizacją transakcji, udział MCI.EV w kapitale zakładowym MEP wynosił 22,91%. Inwestycja w konsolidację bałtyckich rynków e-commerce MCI dokonał wraz z Mid Europa Partners, który obejmie pozycję akcjonariusza większościowego oraz z dwoma akcjonariuszami założycielami Pigu i HHG.

Finalizacja połączenia MCI Capital i PEManager

21 czerwca br. nastąpiła finalizacja połączenia MCI Capital i PEM Manager poprzez dokonanie wpisu w KRS przez sąd rejestrowy. Wysokość kapitału zakładowego spółki po wpisie wynosi 51,4 mln zł i dzieli się na 51,4 mln akcji na okaziciela o wartości nominalnej 1,00 złoty każda. Konsekwencją tego było rozwiązanie 23 czerwca 2021 r. przez MCI Capital oraz MCI Capital TFI porozumienia zawartego w dniu 23 grudnia 2014 r. pomiędzy MCI Capital, MCI Capital TFI oraz Private Equity Managers regulującego zasady współpracy tych podmiotów.

Pierwsza dywidenda w historii spółki – 0,54 zł/akcję

ZWZA z dnia 17 czerwca 2021 roku podjęło uchwałę o wypłacie 0,54 zł dywidendy na akcję z zysku za 2020 rok. Na dywidendę trafiło 27,8 mln zł z 126,7 mln zł ubiegłorocznego zysku. Liczba akcji MCI Capital ASI uprawnionych do dywidendy, w tym przy uwzględnieniu akcji serii B1 wyemitowanych w związku z połączeniem spółki z PEM, wynosiła 51.432.385. Dzień dywidendy ustalono na 17 września, a termin wypłaty dywidendy na 24 września 2021 r. Wypłata dywidendy jest zgodną z przyjętą 26 października 2020 roku polityką dywidendową na lata 2021-2023, która zakłada, że zarząd spółki będzie rekomendował walnemu zgromadzeniu, 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.

Wykup CI MCI.TechVentures

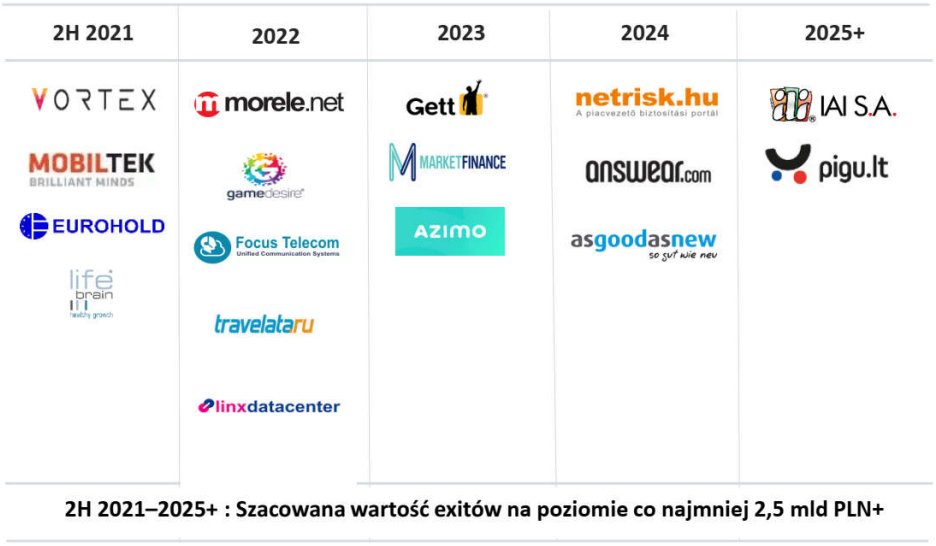
W dniu 14 lipca 2021 r. nastąpił wykup certyfikatów inwestycyjnych subfunduszu MCI.TechVentures 1.0. wydzielonego w ramach MCI.PrivateVentures FIZ. W ramach przedmiotowego wykupu wykupionych zostało łącznie 254.819 certyfikatów inwestycyjnych subfunduszu. Z tytułu ww. wykupu uczestnikom subfunduszu została wypłacona kwota w wysokości 67,7 mln zł. Na MCI Capital przypadło 29,5 mln zł.

WYJŚCIA ZREALIZOWANE I POTENCJALNE

Od początku roku spółka wyszła z ośmiu podmiotów, realizując wpływy przekraczające 200 mln zł. Transakcje dotyczyły m.in. spółek Life Brain, Pigu i Linx Data Center. MCI Capital planuje do końca 2021 roku jedno lub dwa wyjścia z inwestycji. W 2022 roku możliwe są wyjścia z Moreli.net, Focus Telecom czy Travelata. Wyjście z inwestycji w Gett, spółki oferującej przewóz osób, planowane jest na 2023 rok, a na 2024 rok wyjście z Answear. Gett w 2022 roku ma wejść na giełdę amerykańską poprzez

fuzję ze spółką specjalnego przeznaczenia – SPAC, jednak dla obecnych akcjonariuszy będą prawdopodobnie ograniczenia sprzedaży akcji, stąd wyjście zostało zaplanowane na 2023 rok.

Harmonogram potencjalnych wyjść z inwestycji



Źródło: Prezentacja wynikowa MCI Capital za I półrocze 2021 roku

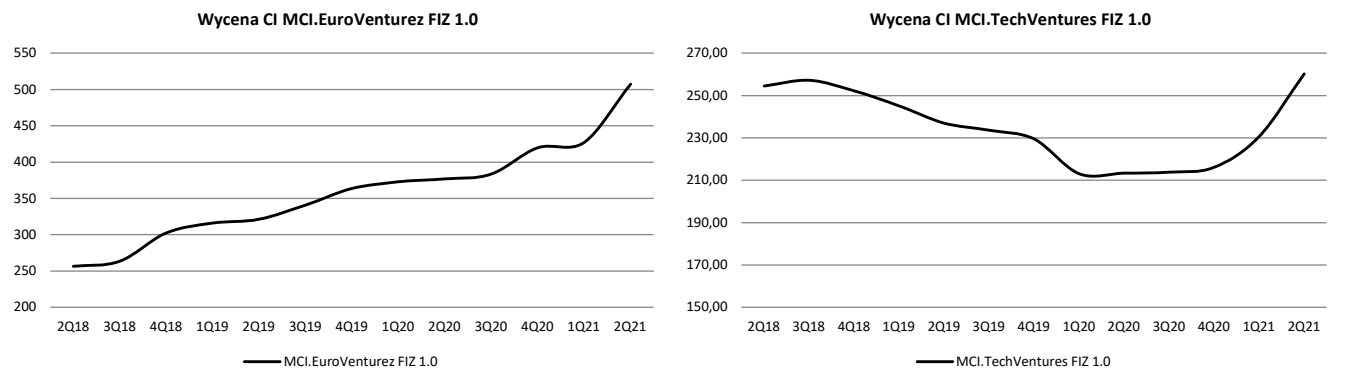
POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE – SZCZYTOWY MA BYĆ 2022 ROK

Grupa MCI przewiduje, że na koniec 2021 roku będzie posiadała ok. 1 mld zł płynnych środków na inwestycje, z związku z planowanymi wyjściami z inwestycji oraz nowym finansowaniem. Dlatego spółka analizuje potencjalne inwestycje. Do końca roku firma chce zainwestować w co najmniej jeden nowy podmiot. Szczytowym okresem pod względem inwestycji ma być 2022 rok. Biorąc pod uwagę wysoki poziom dostępnego finansowania, nowe inwestycje mogą być największymi wartościowo w historii Grupy MCI. Dla przypomnienia ticket inwestycyjny w MCI.EuroVantures wynosi 25-100 mln EUR. Preferowaną wielkością inwestycji dla tego funduszu są spółki z enterprise value 50-250 mln EUR.

WYNIKI GŁÓWNYCH FUNDUSZY W 1H2021 ROKU

Aktywa netto MCI.EuroVentures FIZ w 1H21 wzrosły do poziomu 1,65 mld zł (+21% YTD). Wpływ na to miało głównie przeszacowanie inwestycji w IAI. Na koniec 2Q21 aktywa netto MCI.TechVentures FIZ wzrosły do poziomu 786 mln zł (+21% YTD), głównie za sprawą wyjścia z inwestycji w Pigu oraz zmianą wartości pozostałych inwestycji (części w górę, a części w dół).

Wyceny certyfikatów inwestycyjnych MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures



Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy, prezentacji wynikowej MCI,

Wyniki kwartalne za 2Q21

W 2Q21 spółka wygenerowała zysk z inwestycji (głównie wynik na certyfikatach inwestycyjnych) na poziomie 310,1 mln zł vs 13,2 mln zł rok wcześniej, EBIT na poziomie 304,9 mln zł i zysk netto na poziomie 430,6 mln zł. Przychody z tytułu zarządzania wyniosły 8,6 mln zł. Wartość księgowa na akcję na koniec 2Q2021 wyniosła 34,7 zł, co oznacza wzrost o 40,8% r/r i wzrost o ok. 6,2 zł/akcję w stosunku do końca 2020. Dług netto wg naszych szacunków na koniec 2Q21 wyniósł ok. 238 mln zł w porównaniu do 155 mln zł na koniec 1Q21 roku. Wzrost długu wynika m.in. z połączenia z PEM. Na zyski z inwestycji w 2Q21 roku złożył się głównie wzrost wartości aktywów MCI.EuroVentures FIZ o 263,4 mln zł oraz MCI.TechVentures FIZ o 41,5 mln zł. W subfunduszu MCI.EV FIZ zyski z inwestycji w 2Q21 w tym okresie wynikał głównie ze wzrostu wyceny inwestycji w IAI, a w subfunduszu MCI.TV FIZ ze zrealizowania zysku na wyjściu z Pigu oraz przeszacowaniu części inwestycji w górę, a części w dół. Pozytywny wpływ na zysk netto miało rozwiązanie rezerwy na odroczony podatek dochodowy w wysokości 121 mln zł w związku z połączeniem z PEM i przejęciem przez spółkę kontroli nad MCI Capital TFI S.A.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2Q20*	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r	2020	2021P	r/r
Przychody z tytułu zarządzania	7,4			11,2	8,6			2,5	
zyski z inwestycji	13,2	23,1	126,0	46,0	310,1	2255%	167,3	99,7	-40,4%
EBIT	12,0	22,3	125,4	45,3	304,9	2443%	163,7	84,4	-48,4%
zysk netto	7,6	16,5	101,1	35,4	430,6	5586%	126,7	63,5	-49,9%
BV/akcję	24,7	25,8	27,8	28,5	34,7	40,8%			

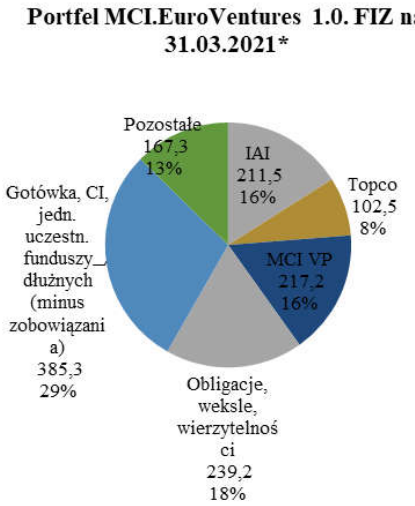
*Źródło: MCI Capital (2Q20-2Q21, 2020), Noble Securities (2021P), *przekształcone*

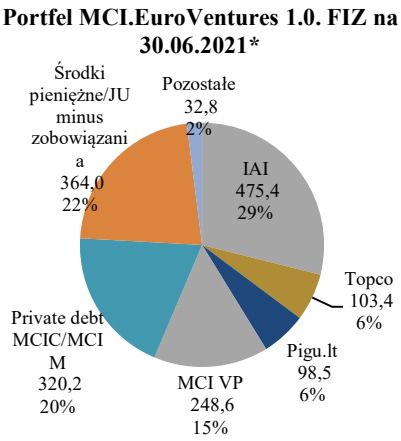
NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 1H2021

MCI.EuroVentures

Poniżej przedstawiono zestawienie portfela MCI.EuroVentures na koniec 1Q2021 i 2Q21 roku. Na koniec 2Q21 największą inwestycją było IAI, a drugą w kolejności Topco (Netrisk). W portfelu w 2021 roku pojawiła się inwestycja w podmiot powstały z fuzji Pigu i Hobby Hall Group. W funduszu utrzymuje się wysoki poziom płynności umożliwiający umorzenie CI lub zrealizowanie kolejnych dużych inwestycji.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.EuroVentures na koniec 1Q21 i 2Q21 roku





*Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (1Q21), prezentacji wynikowej MCI (2Q21) *ważone udziałem MCI Capital*

IAI

IAI to największa inwestycja w portfelu MCI.EuroVentures FIZ, równocześnie ważąca najwięcej w portfelu MCI Capital ASI. 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. Obecnie jej klientami jest 6,5 tys. aktywnie sprzedających sklepów internetowych (w tym m.in. Denley, Humbi, E-zebra, Royal Fashion, Ozonee, Primavera, Paese czy ZooArt). Według informacji spółki, obrót obsługiwanych podmiotów jest dziesięć razy większy niż w innych rozwiązaniach SaaS dostępnych na rynku. Dodatkowo ponad 1000 firm korzysta z IdoBooking. W 2020 roku GMV (gross merchanidise value) spółki wrosła w tempie 55% rok do roku osiągając poziom ponad 50 mln transakcji w ciągu roku o wartości 2,75 mld EUR (ok. 12,5 mld zł). Według spółki sklepy działające na IdoSell zaczęły stanowić aż 17% całego polskiego rynku e-commerce.

IAI przejmuje węgierskiego lidera rynkowego Shoprenter

IAI w lipcu 2021 roku została właścicielem pakietu 51% akcji Shoprenter, największego przedsiębiorstwa e-commerce na Węgrzech. W 2011 r. Shoprenter rozpoczął sprzedaż sklepów w modelu SaaS. Obecnie stanowi ok. 20% całego węgierskiego e-commerce (ponad 5,5 tys. sklepów). W najbliższych latach Shoprenter ma otworzyć przed właścicielami sklepów internetowych możliwości, które wcześniej byłyby niedostępne na rynku węgierskim. Ma to istotnie podnieść jakość jego usług i uczynić je unikatowymi na tamtejszym rynku. Wszystko to ma umocnić pozycję Shoperentera na Węgrzech, a pozycję IAI na rynku europejskim. Według informacji prasowych, IAI prowadzi aktywnie poszukiwania projektów na terenie całej Unii Europejskiej. Spółka chce przede wszystkim skoncentrować się na UE, gdyż jest to rynek, który mocno się konsoliduje.

IAI vs Shoper

9 lipca 2021 roku na głównym rynku GPW zadebiutował Shoper - właściciel platformy e-commerce do prowadzenia sklepu internetowego w modelu SaaS. Oferta publiczna, w której Shoper uplasował akcje istniejące, cieszyła się dużym zainteresowaniem. Spółka zaoferowała 7,7 mln szt istniejących akcji po cenie maksymalnej wynoszącej 47 zł, co implikowało wycenę całej spółki na poziomie 1,3 mld zł. Wszystkie akcje zaoferowane o łącznej wartości 362 mln zł znalazły nabywców. W transzy inwestorów indywidualnych złożono zapisy na 13 razy więcej akcji, niż było dostępne w tej grupie. Redukcja zapisów wyniosła więc 92,5%. Z danych spółki Shoper wynika, że posiada około 45% udziału w rynku pod względem liczby obsługiwanych klientów, a wliczając sklepy sprzedawane na zasadzie private label, udział ten wzrasta do około 57%. Z informacji przekazanych przez przedstawicieli MCI wynika, że IAI obsługuje większych merchantów, dlatego posiada około trzykrotnie wyższy wskaźnik GMV za 2020 rok od Shopera. Wyniki IAI na poziomie przychodów i zysku EBITDA w 2020 roku były wyższe niż wyniki Shopera (szczegóły poniżej). Cena jednej akcji Shopera na dzień 6 października 2021 roku wynosi ok. 67 zł, co implikuje wycenę całej spółki na poziomie ok. 1,9 mld zł.

Poniżej przedstawiamy porównanie głównych parametrów spółek IAI i Shoper wg stanu na 2020 rok. Bazując na rynkowej wycenie Shopera na dzień 6 października 2021 roku, mnożnik EV/EBITDA dla tej spółki na 2020 rok wynosi ok. 95x. Przyjęcie takiego wskaźnika do wyceny IAI, według naszych szacunków implikowałby wycenę całej spółki IAI na poziomie 2,4 mld zł, a 51% udział przypadający na MCI na poziomie 1,24 mld zł (vs 478 mln zł ujęte w księgach na koniec 2Q21). Oczywiście Shoper w odróżnieniu do IAI jest spółką publiczną, dlatego konieczna jest korekta wyceny ze względu na brak płynności. Z drugiej jednak strony IAI jest trzykrotnie większy od Shopera w Polsce pod względem GMV i dwukrotnie większy pod względem przychodów, a po dokonaniu ostatniej węgierskiej akwizycji staje się graczem regionalnym i ma zamiar dalej konsolidować rynek. W tym kontekście biorąc pod uwagę wycenę rynkową Shopera, wydaje się, że wycena IAI w księgach MCI jest konserwatywna.

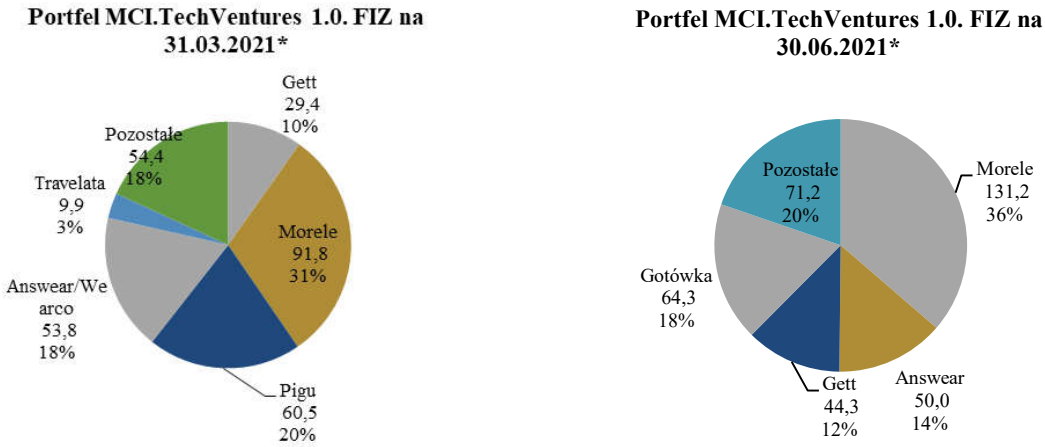
	2020		
	GMV (mld zł)	Przychody (mln zł)	EBITDA (mln zł)
Shoper	4	46,9	19,8
IAI*	12,5	94,2	26,2

*Źródło: Shoper, sprawozdanie finansowe IAI S.A. za 2020 rok, *EBITDA skorygowana o amortyzację wartości firmy*

MCI.TechVentures

MCI.TechVentures po słabszym 2019 i 2020 roku, w okresie ostatnich 6 miesięcy istotnie poprawił wyniki. Po finalizacji transakcji wyjścia z Pigu, największymi inwestycjami w portfelu są Morele.net i answear.com. Zadłużenie w postaci kredytu w rachunku bieżącym 38,7 mln zł zostało spłacone w całości w 3Q21, a dodatkowo spółka wykupiła w lipcu certyfikaty inwestycyjne o wartości 67,7 mln zł. W perspektywie najbliższych kilku kwartałów planowane jest wyjście z Moreli.net. Warto również zwrócić uwagę na szansę na wyjście z inwestycji w Gett w perspektywie dwóch lat, gdyż spółka ta planuje debiut na giełdzie w USA za pośrednictwem spółki specjalnego przeznaczenia – SPAC.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.TechVentures na koniec 1Q21 i 2Q21 roku



*Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (1Q21), prezentacji MCI (2Q21), *ważone udziałem MCI Capital*

Morele.net

Według informacji prasowych w 2019 r. wskaźnik GMV był na poziomie 1,2 mld zł, a w 2020 r. wzrósł do 1,6 mld zł. Spółka istotnie również poprawiła wynik EBITDA – aż pięciokrotnie: z 10 mln zł w 2019 r. do ponad 50 mln zł w ubiegłym roku. W 2021 roku spółka dalej dynamicznie rośnie. Według informacji prasowych, spółka poszukuje inwestora finansowego, który wesprze ją w dalszym rozwoju i prowadzi obecnie rozmowy z kilkoma podmiotami. Preferowanym rozwiązaniem jest pozyskanie inwestora, ale podmiot nie wyklucza również wejścia na giełdę. Według informacji prasowych istnieje szansa, że proces pozyskiwania inwestora może zostać sfinalizowany jeszcze w 2021 roku. Wycena udziału ok. 51% spółki w księgach MCI wynosiła na koniec czerwca 2021 roku 302 mln zł, co implikuje wycenę całej spółki na poziomie ok. 600 mln zł. Biorąc pod uwagę dynamiczny rozwój spółki, wskaźnik wyceny na poziomie ok. 12xP/EBITDA w naszej opinii sugeruje, że wycena ta jest konserwatywna.

Answear.com

Answear jest już spółką giełdową i na bieżąco publikuje wyniki finansowe, a jego wycena jest ustalana w obrocie giełdowym. W 1H2021 przychody spółki wyniosły 270 mln zł (+56% r/r), a EBITDA 13 mln zł (+58% r/r). Wartość akcji Answear.com od 30 czerwca 2021 roku (ostatniej daty bilansowej) do 6 października 2021 roku wzrosła na GPW o ok. 13%. 5 października Answear.com podał, że jego przychody ze sprzedaży według sprawozdawczości MSSF wzrosły w trzecim kwartale 2021 roku o 72% r/r, do 155 mln zł

Gett

W marcu 2021 roku prasa spekulowała, że Gett rozważa opcję wejścia na giełdę amerykańską poprzez fuzję ze spółką specjalnego przeznaczenia (SPAC). Podczas telekonferencji poświęconej wynikom za I półrocze 2021 roku, zespół zarządzający MCI potwierdził, że Gett wejdzie na giełdę poprzez SPAC w 2022 roku. Tego typu operacja wiązać się jednak będzie z ograniczonymi możliwościami wyjścia z inwestycji dla MCI Capital. Dlatego planowane wyjście ma nastąpić w 2023 roku. Na koniec 2020 roku inwestycja w portfelu MCI.TV była wyceniana na 102 mln zł.

ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

Płynność finansowa w Grupie MCI jest wysoka, przede wszystkim w funduszu MCI.EuroVentures, który stanowi źródło płynności dla pozostałych podmiotów w Grupie.

ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ 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: 7,4 mln zł	295 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
MCI Capital ASI S.A.**	Należności krótkoterminowe oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 90,5 mln zł	200 mln zł tytułu obligacji, 41 mln zł z tytułu kredytów, 21 mln zł z tytułu weksli	Zadłużenie wzrosło m.in. z uwagi na połączenie z PEM i przejęciem jego zadłużenia
MCI.TechVentures FIZ***	Brak danych	brak (patrz komentarz)	Saldo zadłużenia z tyt. kredytu (38,7 mln zł na 30/06/2021; kredyt RBI) zostało w całości spłacone w 3Q 2021
MCI.EuroVentures FIZ ***	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, jednostki i certyfikaty funduszy inwestycyjnych dłużnych: 434 mln zł	brak	Zobowiązania łączne na dzień 30.06.2021 wynosiły 68 mln zł

Źródło: Opracowanie Noble Securities na podstawie sprawozdań MCI Management, MCI Capital,
* Stan na koniec 2020, ** Stan na koniec 2020, ***na podstawie prezentacji wynikowej za 1H21 MCI Capital

ZASADY ESG

Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)

31 lipca 2021 roku spółka poinformowała o stanie stosowania Dobrych Praktyk 2021. MCI Capital nie stosował zasad 1.3, 1.4, 2.1, 2.4, 3.10, 4.1, 4.9.1, 4.11.

Nie stosowane zasady dotyczą m.in., braku możliwości udziału w walnym zgromadzeniu za pomocą środków komunikacji audiowizualnej, braku w swojej strategii biznesowej uwzględnienia również tematyki ESG – jednak spółka jest na zaawansowanym etapie prac nad opracowaniem i wdrożeniem strategii ESG, braku dokonywania raz na pięć lat przez niezależnego audytora wybranego przy udziale komitetu audytu, przeglądu funkcji audytu wewnętrznego. Spółka nie posiada również sformalizowanej polityki różnorodności. W kwestii dotyczącej jawności głosowania rady nadzorczej i zarządu – co do zasady, głosowania w zarządzie i RN spółki są jawne, chyba że na posiedzeniu zostanie wybrane tajne głosowanie. MCI Capital zapewnia udział w walnych zgromadzeniach spółki co najmniej jednego członka zarządu spółki oraz – w miarę możliwości – członków RN spółki. Dodatkowo spółka będzie stosować zasadę zgłoszenia kandydatury na członków rady w terminie umożliwiającym podjęcie przez akcjonariuszy obecnych na walnym zgromadzeniu decyzji z należytym rozeznaniem, w sytuacji, gdy kandydat na członka rady nadzorczej spółki będzie znany w terminie nie późniejszym niż 3 dni przed dniem walnego zgromadzenia spółki.

GŁÓWNE 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 ostatnich wyjściach z inwestycji 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**	**36**	**32**
Zyski z inwestycji	**156**	**167**	**500**	**213**
Koszty działalności operacyjnej	5	5	41	37
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0	1	0	0
EBIT	**151**	**164**	**495**	**208**
Koszty i przychody finansowe netto	-8	-8	-7	-7
Zysk przed opodatkowaniem	143	156	488	201
Podatek dochodowy	-29	-29	114	-7
Zysk netto	**113**	**127**	**603**	**194**

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

Bilans (mln zł)	2019	2020	2021P	2022P
Aktywa	**1 527**	**1 695**	**2 213**	**2 379**
Aktywa trwałe	**1 517**	**1 669**	**2 128**	**2 300**
Certyfikaty inwestycyjne	1 511	1 662	2 126	2 298
Inne aktywa trwałe	6	7	2	2
Aktywa obrotowe	**10**	**26**	**85**	**79**
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8	23	25	19
Inne aktywa obrotowe	2	2	60	60
Pasywa	**1 527**	**1 695**	**2 213**	**2 379**
Kapitał własny razem	**1 271**	**1 387**	**1 962**	**2 128**
Zobowiązania długoterminowe	**183**	**229**	**152**	**152**
Obligacje	77	96	96	96
Zobowiązania z tytuu podatku odroczonego	105	133	13	13
Inne	1	0	42	42
Zobowiązania krótkoterminowe	**73**	**78**	**98**	**98**
Obligacje	25	49	49	49
Zobowiązania z tytułu weksli	41	19	29	29
Inne	7	10	20	20

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

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2019	2020	2021P	2022P
CF operacyjny	**138**	**15**	**36**	**28**
CF inwestycyjny	**0**	**0**	**0**	**0**
CF finansowy	**-138**	**1**	**-34**	**-35**
CF	**1**	**15**	**2**	**-6**
Stan środków pieniężnych na początek okresu	7	8	23	25
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8	23	25	19

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

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021P	2022P
Wartość księgowa na akcję	24,01	27,77	38,15	41,38
Dywidenda na akcję	0,00	0,00	0,54	0,54
Dług netto	135	141	150	156
Dług netto/BV	11%	10%	8%	7%
Liczba akcji	53,0	50,0	51,4	51,4
P/BV	0,93	0,80	0,58	0,54

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 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.
Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).
Metoda wyceny aktywów netto (NAV) – polega na skorygowaniu ogólnej wartości majątku o wartość zobowiązań firmy. W ten sposób uzyskana wycena informuje bezpośrednio o księgowej wartości majątku firmy przypadającej jej właścicielom. Przyjmując, iż wartość księgowa majątku netto odpowiada wartości godziwej przedsiębiorstwa, uzyskuje się w ten sposób jego wartość.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.
Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

Informujemy, że w dniu 21 czerwca 2021 r. nastąpiło połączenie przez przejęcie MCI Capital ASI (Spółka Przejmująca) z Private Equity Managers (Spółka Przejmowana).

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 był w ciągu 12 miesięcy stroną umów ze Spółką Przejmowaną 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 osiąganych 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 regulująca przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.
NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty..
NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.
Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.
Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.
Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

Raport

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

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski
Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 07.10.2021, godz. 8.10 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 07.10.2021, godz. 8.20.
Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiejkolwiek części) bez pisemnej zgody Giełdy 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.	nd.	nd.
Data wydania	14.05.2021 godz. 10:19	11.12.2020 godz. 11:50	30.06.2020 godz. 17:20	12.03.2020 godz. 16:08	28.06.2019 godz. 14:55
Kurs z dnia raportu	19,2	15,0	12,1	8,3	7,3
Wycena	30,9	30,4	24,9	21,9	26,5
WIG w dniu raportu	62 004,52	56 230,40	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)
Wielton	Trzymaj	13,4	12,4	13,30	1%	28.09.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Akumuluj	71,7	51,4	59,00	21%	23.09.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,7	5,0	4,78	61%	09.09.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	25,2	13,7	13,45	87%	02.09.2021	24M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,8	13,1	14,20	25%	31.08.2021	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Trzymaj	455,3	460,2	407,60	12%	27.08.2021	9M	Maciej Kietliński
Sonel	nd	15,2	11,8	11,00	38%	16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59,4	39,3	35,50	67%	12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	29,3	24,9	46,15	-37%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicki Recykling	nd	32,9	20,0	20,80	58%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0	732,00	33%	09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87,0	84,0	72,00	21%	30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253,7	269,0	333,80	-24%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,5	12,8	14,20	23%	08.06.2021	9M	Michał Sztabler
Boombit	Kupuj	32,1	26,4	20,15	59%	26.05.2021	9M	Maciej Kietliński
MCI Capital	nd	30,9	19,2	22,30	39%	14.05.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Krynicki Recykling	nd	25,1	19,8			10.05.2021	24M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	16,6	14,4	11,38	46%	06.05.2021	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50,0	49,1	41,55	20%	06.05.2021	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39,6	28,4	41,50	-5%	05.05.2021	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23,1	17,0	13,30	73%	04.05.2021	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8,0	5,6	4,78	68%	20.04.2021	24M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Trzymaj	23,2	23,9			19.04.2021	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	172,2	183,0	183,42	-6%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0	54,00	2%	31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	140,60	56%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	59,00	12%	26.03.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Artifex Mundi	Trzymaj	12,8	12,5			01.03.2021	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	59,6	45,8			17.02.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	687,9	529,0	503,50	37%	11.02.2021	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10,6	8,1	13,30	-21%	05.02.2021	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422,5	476,0			11.01.2021	9M	Maciej Kietliński
CD Projekt	Kupuj	388,5	296,0			16.12.2020	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Redukuj	16,4	18,8			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Krynicki Recykling	nd	15,2	8,1			11.12.2020	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	30,4	15,0			11.12.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	18,0	11,2			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	2,9	2,1	3,36	-14%	03.12.2020	9M	Michał Sztabler
TIM	Kupuj	27,3	16,2			04.12.2020	24M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	18,0	13,8			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Sprzedaj	211,1	253,6			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Apator	Kupuj	28,9	22,3			27.11.2020	9M	Michał Sztabler
Bioton	Kupuj	7,3	4,4			06.11.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Forte	Kupuj	48,3	34,5			05.11.2020	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	415,0	346,0			03.11.2020	9M	Maciej Kietliński
PKP Cargo	zawieszona		9,9			22.10.2020	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4			14.10.2020	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 Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobycie

Dariusz Dadej
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

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA
jacek.paszkowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 02
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 04