

## MCI Capital SA

Ostatnie wydarzenia w spółce to wykonanie umowy sprzedaży pakietu akcji Frisco.pl oraz informacja o poszukiwaniu inwestora dla ATM. Obawy związane z negatywnym wpływem koronawirusa na wyniki spółki okazały się nieuzasadnione. MCI dysponuje rezerwą płynności i obniża zadłużenie zewnętrzne. Dyskonto w wycenie akcji w stosunku do NAV zmniejszyło się w ostatnich miesiącach, ale dalej jest wysokie. Po aktualizacji prognoz, wycena akcji MCI Capital zostaje podniesiona do 24,9 zł (vs 21,9 zł w poprzednim raporcie).

### Wyniki za 1Q20

W 1Q20 spółka wygenerowała zysk z inwestycji na poziomie 4,9 mln zł vs 29,5 mln zł rok wcześniej, EBIT na poziomie 4 mln zł i zysk netto na poziomie 1,5 mln zł. Wartość księgowa na akcję na koniec 1Q20 wzrosła o 3,5% r/r do poziomu 25,3 zł/akcję. Dług netto wg naszych szacunków na koniec 1Q20 wyniósł 152,8 mln zł w porównaniu 163,5 mln zł na koniec 2019 roku, w tym 66 mln zł z tytułu obligacji (zadłużenie wobec podmiotów zewnętrznych).

### COVID-19 przyspiesza cyfrową transformację, ale uderza w turystykę

MCI w swojej polityce inwestycyjnej skupia się na cyfrowej transformacji. Tymczasem COVID-19 wpłynęła m.in. na wzrost znaczenia pracy zdalnej, istotne przyrosty sprzedaży w kanale e-commerce, ogólne przyspieszenie cyfrowej transformacji oraz wzrost zainteresowania usługami cyfrowymi. Wszystko to sprawia, że większość spółek portfelowych MCI może skorzystać na tych trendach. Wyjątek stanowią spółki operujące w branży turystycznej. Odpis wartości dwóch inwestycji z portfela MCI.TechVentures (Tatilbudur oraz Travelata) spowodował spadek wyceny certyfikatów tego funduszu w I kwartale 2020 roku o 7,2%.

### Mniejsze dyskonto, ale wciąż się utrzymuje

Od czasu ostatniego raportu, nastąpił spadek dyskonta wyceny rynkowej akcji w stosunku do wartości księgowej z 66% do 52%. Jednak w dalszym ciągu dyskonto jest wyższe niż w przypadku spółek porównywalnych.

### 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 (25,3 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (24,6 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 24,9 zł.**

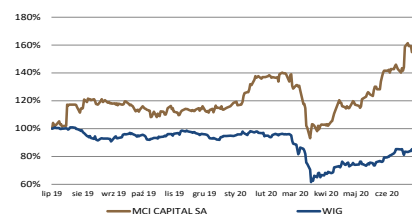
mln zł	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zyski z inwestycji	188	128	15	74	74
zysk netto	138	113	1	56	56
NAV/akcję	23,8	24,0	25,3	26,4	27,5
P/E (x)	4,5	5,4	429,0	10,9	11,0
P/NAV (%)	52%	51%	49%	47%	45%

Źródło: MCI Capital (2018-2019), Noble Securities (2020P-2022P), dane jednostkowe

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 30.06.2020 o godz. 17:10. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 30.06.2020 o godz. 17:20.



Cena bieżąca	12,1 zł
Wycena	24,9 zł
Potencjał wzrostu	106%
Kapitalizacja	604 mln zł
Free float	24%
Śr. wolumen 6M	12 325



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

#### Analitik akcji

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 213 22 35

## WYCENA

Akcje MCI Capital wyceniam 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	25,3	23,3	8%
Wycena porównawcza	0,50	24,6	20,4	20%
<b>Średnia wycena</b>		<b>24,9</b>	<b>21,9</b>	<b>14%</b>
Cena aktualna		12,1	8,3	46%
Potencjał		106%	164%	

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. 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 24,6 zł na akcję.**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x) 2020	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	39 880	1,0	4,5%
GIMV NV	PLN	5 756	1,2	4,9%
EURAZEO	PLN	15 992	0,7	3,0%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	2 025	1,3	5,0%
<b>Średnia</b>			<b>0,97</b>	
MCI Capital	PLN	604	0,48	
Premia/dyskonto do średniej (%)			-50%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		24,6	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		<b>24,6</b>	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 29.06.2020 r. godz. 9:55

## ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

	2020 Stara	2020 Nowa	zmiana	2021 Stara	2021 Nowa	zmiana
Zyski z inwestycji	-165,3	15,0	-109%	66,1	73,7	11%
EBIT	-169,3	11,0	-107%	62,1	69,7	12%
Zysk netto	-144,6	1,4	-101%	50,3	56,4	12%
NAN/akcję	23,3	25,3	8%	24,3	26,4	8%

1. Wzrost wartości portfela: uproszczone założenie spadku wartości portfela o 12% w 2020 roku przyjęte w poprzednim raporcie wydaje się być na chwilę obecną zbyt konserwatywne. **Dlatego dokonujemy korekty tego założenia i przyjmujemy uproszczony wzrost o 1%.** Z jednej strony wpływ COVID-19 na większość spółek portfelowych wydaje się być raczej pozytywny, jednak negatywnie dotknięte zostały wyceny spółek z branży e-travel. Od 2021 roku podtrzymujemy 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)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Portfel inwestycyjny</b>	<b>1 288</b>	<b>1 342</b>	<b>1 421</b>	<b>1 473</b>	<b>1 477</b>	<b>1 541</b>	<b>1 618</b>	<b>1 689</b>
Zmiana		90	130	15	74	74	77	81
Umorzenia CI		66	57	60	70	10	0	10
Wartość księgowa	1 090	1 188	1 271	1 262	1 319	1 374	1 433	1 494
<b>Wartość księgowa na akcję (zł/akcję)</b>	<b>21,8</b>	<b>23,8</b>	<b>24,0</b>	<b>25,3</b>	<b>26,4</b>	<b>27,5</b>	<b>28,7</b>	<b>29,9</b>
<b>Zyski z inwestycji</b>	<b>125</b>	<b>188</b>	<b>128</b>	<b>15</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>81</b>
Koszty działalności operacyjnej	4	4	5	4	4	4	4	4
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>120</b>	<b>152</b>	<b>124</b>	<b>11</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>77</b>
<b>Zysk netto za okres obrotowy</b>	<b>105</b>	<b>138</b>	<b>113</b>	<b>1</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>62</b>

## EXITY ZREALIZOWANE OD CZASU OSTATNIEGO RAPORTU

Od czasu wydania ostatniego raportu z dnia 12 marca br., spółka nie informowała o nowych wyjściach. 17 czerwca 2020 r. pojawiła się jednak informacja o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych związanych z inwestycją w spółkę ATM S.A. Dla przypomnienia, w dniu 10.03.2020 został zakończony poprzedni proces przeglądu opcji strategicznych związanych z inwestycją w tę spółkę, który nie skutkował decyzją o sprzedaży spółki, ale dalszym rozwojem organicznym. ATM miało kosztem 160 mln zł zwiększyć powierzchnię serwerowni z ok. 8 tys. mkw. do 12,5 tys. mkw.

## MAPA DROGOWA POTENCJALNYCH WYJŚĆ

MCI podczas konferencji rocznej przedstawił mapę drogową potencjalnych wyjść na najbliższe lata (prezentowaną na diagramie poniżej). Wynika z niej, że kumulacja potencjalnych exitów może rozpocząć się za dwa lata. Wtedy dojrzałość osiągną takie projekty, jak ATM, morele.net/pigu.lt czy IAI.

**MAPA DROGOWA POTENCJALNYCH WYJŚĆ**



\* Frisco : wyjście miało miejsce w 4Q 2019, natomiast wpływ środków w 2020 r.

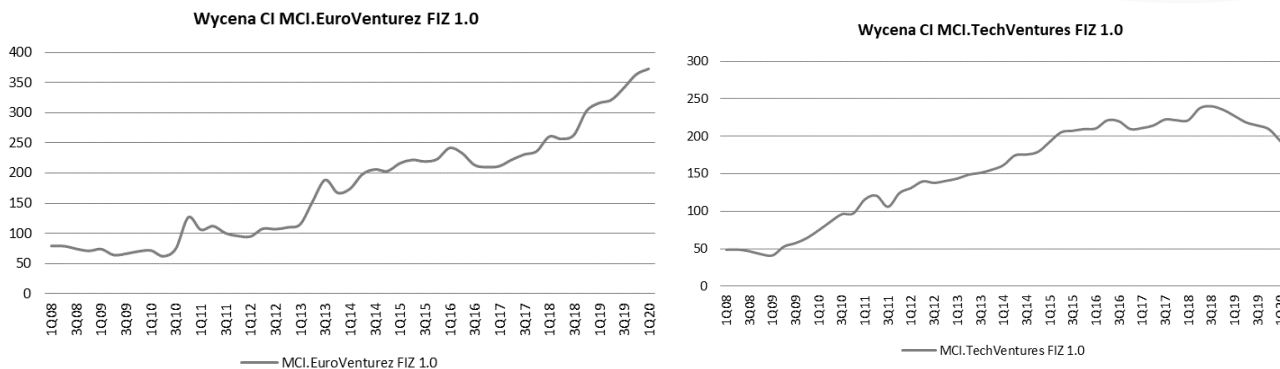
\*\* Netrisk, Geewa: wyjście i rozliczenie gotówkowe miały miejsce w 2020 r. W przypadku inwestycji w Index, w 2020 r. subfundusz EV sprzedał ostatni posiadany w spółce pakiet akcji w kwietniu 2020 r. (17 mln PLN), tym samym na chwilę obecną EV nie posiada już zaangażowania w Index.

Źródło: Prezentacja MCI Capital za 2019 rok

**WYNIKI GŁÓWNYCH FUNDUSZY W I KWARTALE 2020 ROKU**

W pierwszym kwartale 2020 roku wartość certyfikatów MCI.EuroVentures wzrosła o 2,5%, natomiast MCI.TechVentures spadła o 7,2%. W przypadku MCI.EuroVentures FIZ kluczowe znaczenie dla wyceny miały wzrost wartości IAI S.A. oraz wyjście z Netrisk.hu. Z kolei MCI.TechVentures negatywnie odczuł odpis wartości spółek z branży e-travel – tureckiej Tatiibudur oraz rosyjskiej Travelata. Częściowo zrekompensował to wzrost wartości morele.net. Dla porównania w całym 2019 roku certyfikaty MCI.EuroVentures zyskały 20,6%, a certyfikaty MCI.TechVentures straciły 11,1%.

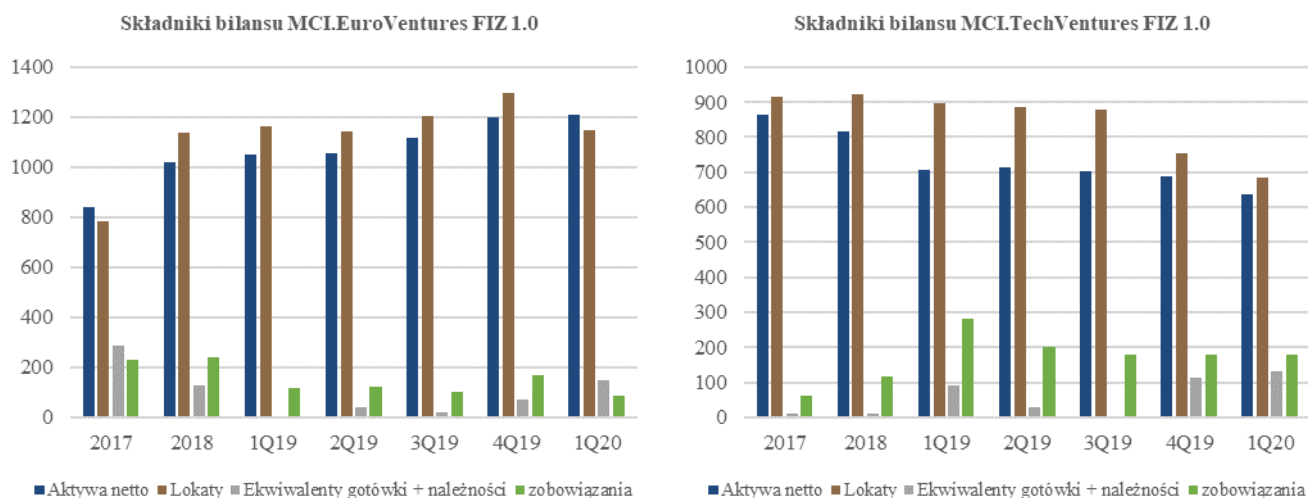
**Wyceny certyfikatów inwestycyjnych MCI.EuroVentures i MCI.TechVentures**



Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI

## NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 1Q20

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

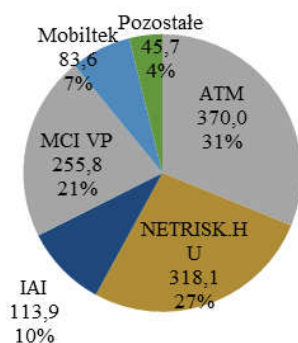


Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (2017-1Q 2020)

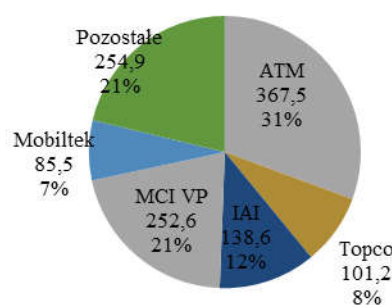
Poniżej przedstawiono zestawienie portfela MCI.EuroVentures na koniec 2019 roku i I kwartału 2020 roku. W dalszym ciągu największą pozycję stanowi inwestycja w akcje ATM S.A. Inwestycja w Netrisk.hu zamieniła się w gotówkę i jej ekwiwalenty (pozostałe) oraz inwestycję w Topco. W wyniku wzrostu wartości IAI, wzrósł też jej udział w portfelu.

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

Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na 31.12.2019\*



Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na 31.03.2020\*

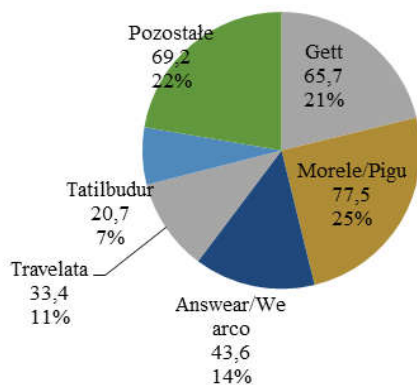


Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (4Q 2019, 1Q 2020), \*ważone udziałem MCI Capital

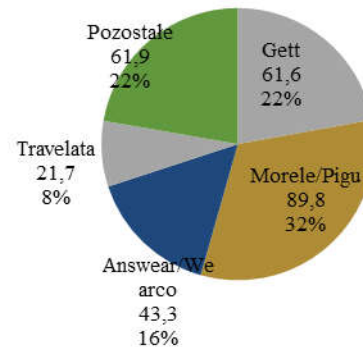
W przypadku portfela MCI.TechVentures, najbardziej wzrósł udział morele.net z uwagi na wzrost wartości inwestycji. Z drugiej strony spadł udział Travelata z uwagi na spadek wartości inwestycji oraz spadł do zera udział Tatilbudur z uwagi na odpis do zera wartości tej inwestycji.

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

Portfel MCI.TechVentures 1.0. FIZ na 31.12.2019\*



Portfel MCI.TechVentures 1.0. FIZ na 31.03.2020\*



Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań funduszy MCI (4Q 2019, 1Q 2020)

## ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

Ostatnie wyjścia z inwestycji istotnie poprawiły płynność finansową funduszy inwestycyjnych, a w dalszej kolejności całej Grupy. Wydaje się, że najbardziej jest to widoczne w przypadku MCI.EuroVentures 1.0. FIZ. Na koniec 1Q2020 roku zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek tego podmiotu wynosiło 53,5 mln zł (w porównaniu do 113,2 mln zł na koniec 2019 roku). Dodatkowo 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 spowodowała przyływ kwoty 116,6 mln zł, która może posłużyć do obsługi bieżącego zadłużenia (119,5 mln zł krótkoterminowych pożyczek i kredytów).

## 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: 28 mln zł	46,6 mln zł	
MCI Capital S.A.**	Należności krótkoterminowe oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 22,4 mln zł	154,8 mln zł, w tym 66 mln zł z tytułu obligacji i 88,8 mln zł z tytułu weksli	19 czerwca 2020 roku spółka wykupiła obligacje serii O o wartości 20 mln zł, tym samym zadłużenie zewnętrzne spadło do ok. 46 mln zł
MCI.TechVentures FIZ**	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 18,2 mln zł	57,1 mln zł (obligacje), 119,5 mln zł (krótkoterminowe pożyczki i kredyty).	Transakcja sprzedaży akcji Frisco.pl sfinalizowana 25 czerwca 2020 roku spowodowała przyływ kwoty 116,6 mln zł, która może posłużyć do obsługi bieżącego zadłużenia.
MCI.EuroVentures FIZ **	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (głównie finansowanie dłużne innych podmiotów z Grupy MCI): 149,5 mln zł	53,5 mln zł	

Źródło: Opracowanie Noble Securities na podstawie sprawozdań MCI Management, MCI Capital, PEM, MCLEV i MCI.TV FIZ  
 \* Stan na koniec 2019 \*\* Stan na koniec 1Q20

## GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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

**Ryzyko koncentracji inwestycji** – sześć największych inwestycji stanowi ok. 57% portfela, co stanowi dosyć wysoki poziom koncentracji portfela. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że dywersyfikacja portfela wzrosła z poziomu sprzed kilku lat, gdzie trzy największe inwestycje stanowiły ok. 60% portfela.

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

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

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Zyski z inwestycji</b>	<b>188</b>	<b>128</b>	<b>15</b>	<b>74</b>	<b>74</b>
Koszty działalności operacyjnej	4	5	4	4	4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-31	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>152</b>	<b>124</b>	<b>11</b>	<b>70</b>	<b>70</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-13	-9	-7	1	0
Zysk przed opodatkowaniem	140	115	4	70	70
Podatek dochodowy	-2	-2	3	14	14
<b>Zysk netto</b>	<b>138</b>	<b>113</b>	<b>1</b>	<b>56</b>	<b>56</b>

Źródło: MCI Capital (2018, 2019), Noble Securities (prognozy, 2020P-2022P)

Bilans (mln zł)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Aktywa</b>	<b>1 368</b>	<b>1 443</b>	<b>1 494</b>	<b>1 503</b>	<b>1 570</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 358</b>	<b>1 434</b>	<b>1 487</b>	<b>1 490</b>	<b>1 554</b>
Inwestycje w jednostkach zależnych	1 264	1 401	1 452	1 455	1 517
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	9	4	4	4	4
Certyfikaty inwestycyjne	78	20	21	22	23
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0	5	5	5	5
Inne aktywa trwałe	6	4	4	4	4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>16</b>
Należności handlowe oraz pozostałe	3	2	2	2	2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7	7	5	10	14
Inne aktywa obrotowe	0	0	0	0	0

<b>Pasywa</b>	<b>1 368</b>	<b>1 443</b>	<b>1 494</b>	<b>1 503</b>	<b>1 570</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>1 188</b>	<b>1 271</b>	<b>1 262</b>	<b>1 319</b>	<b>1 374</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>97</b>	<b>79</b>	<b>110</b>	<b>107</b>	<b>119</b>
Obligacje	96	77	0	0	0
Rezerwa z tyt. odroczonego	0	0	109	106	118
Inne	1	1	1	1	1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>84</b>	<b>93</b>	<b>122</b>	<b>77</b>	<b>77</b>
Obligacje	82	25	45	0	0
Zobowiązania z tytułu weksli	0	61	70	70	70
Inne	1	7	7	7	7

Źródło: MCI Capital (2018, 2019), Noble Securities (prognozy, 2020P-2022P)

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>CF operacyjny</b>	<b>-22</b>	<b>56</b>	<b>43</b>	<b>49</b>	<b>4</b>
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>63</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CF finansowy</b>	<b>-59</b>	<b>-57</b>	<b>-44</b>	<b>-44</b>	<b>0</b>
<b>CF</b>	<b>-18</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	25	7	7	5	10
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	7	7	5	10	14

Źródło: MCI Capital (2018, 2019), Noble Securities (prognozy, 2020P-2022P)

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Wartość księgowa na akcję	23,78	24,01	25,27	26,40	27,51
Dług netto	171	157	109	59	56
Dług netto/BV	14%	12%	9%	4%	4%
Liczba akcji	53,0	53,0	50,0	50,0	50,0
P/BV	0,55	0,51	0,49	0,47	0,45

Źródło: MCI Capital (2018, 2019), Noble Securities (prognozy, 2020P-2022P)



**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

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

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE****PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

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

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

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

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

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

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

#### Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

#### Raport

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

#### UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 30.06.2020, godz. 17.10. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 30.06.2020, godz. 17.20.

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.
Data wydania	12.03.2020 godz. 16:08	28.06.2019 godz. 14:55
Kurs z dnia raportu	8,3	7,3
Wycena	21,9	26,5
WIG w dniu raportu	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)
TIM	nd	17,1	10,9	11,2	53%	2020-06-26	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	15,8	9,8	10,2	55%	2020-06-02	9M	Michał Sztabler
LW Bogdanka	Redukuj	18,3	21,0	22,1	-17%	2020-04-30	9M	Michał Sztabler
Bioton	nd	6,4	3,9	4,6	38%	2020-04-29	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	138,8	188,9	198,7	-30%	2020-04-23	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	23,0	21,9	17,6	31%	2020-04-23	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	21,9	8,3	12,3	79%	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	13,9	120%	2020-01-07	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	17,3	10,5	10,2	70%	2020-01-03	nd	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	29,5	30,9	20,8	42%	2019-12-20	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0	125,0	32%	2019-12-13	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	497,5	-4%	2019-12-11	9M	Kamil Jędrej
Apator	Akumuluj	24,4	21,4	20,8	17%	2019-11-28	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Trzymaj	129,0	134,2			2019-11-25	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Trzymaj	232,3	243,0	402,2	-42%	2019-10-15	9M	Kamil Jędrej
Bogdanka	Redukuj	31,6	35,2			2019-10-04	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	140,2	156,3			2019-09-16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Amrest Holdings	Kupuj	54,9	43,2	22,4	145%	2019-09-16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Eurocash	Akumuluj	27,0	22,7			2019-09-11	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Bioton	nd	7,5	5,3			2019-07-26	24M	K. Radojewski, K. Jędrej

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z 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

\*korekta ceny o split akcji

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA****Sobiesław Kozłowski, MPW**[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

**Michał Sztabler**[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

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

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

**Krzysztof Ojczyk, MPW**[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Maciej Kietliński, MPW**[maciej.kietlinski@noblesecurities.pl](mailto:maciej.kietlinski@noblesecurities.pl)

Deweloperzy gier

**Krzysztof Radojewski**[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

Bioton, MCI

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH****Jacek Paszkowski, CFA**[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 04

