

MCI Capital – czas na zakupy

Otoczenie rynkowe w branży PE/VC faworyzuje obecnie podmioty posiadające wolne zasoby gotówkowe. Płynność na rynku spadła, rynek IPO wyraźnie wyhamował w porównaniu do poprzednich lat, a pozyskiwanie nowych aktywów w branży PE/VC wyraźnie spadło. Wysoki poziom płynności, którym dysponuje Grupa MCI może być kartą przetargową do ciekawych transakcji. W wyniku aktualizacji naszych prognoz, korygujemy wycenę akcji MCI Capital z 36,1 zł do 40,3 zł w horyzoncie 9-miesięcznym.

Wyniki za 1-3Q2023 – dobre wyniki głównie dzięki MCLEV

Trzeci kwartał to kolejny dobry wynikowo okres dla spółki—przychody z zarządzania wyniosły 6,4 mln zł (+7% r/r), a zyski z inwestycji 88,5 mln zł, EBIT wyniósł 89,1 mln zł, a zysk netto 81,1 mln zł. Pozytywny wpływ na wynik okresu miało przeszacowanie w górę CI MCLEV FIZ (+90,7mln zł), a negatywny wynik przeszacowanie w dół CI MCI.TV FIZ (-7,1 mln zł). Wartość księgową na 1 akcję na koniec 3Q23 wynosiła 40,1 zł (+14,9% r/r).

Rynek sprzyja kupującym

Od momentu rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych przez FED finansowanie w branży PE/VC wyraźnie spadło. Silicon Valey Bank szacuje, że w 2Q23 pozyskiwanie nowego finansowania w obszarze PE (buyout, growth) spadło o 24% r/r, a w obszarze VC aż o 64% r/r. Liczba IPO w USA w 2023 roku jest poniżej poziomu sprzed roku, nie wspominając już o spadku o 86% w stosunku do poziomu z 2021 roku. Zarząd MCI Capital ocenia, że takie otoczenie rynkowe to dobry okres na inwestowanie ze względu na niską płynność i wyceny. Spółka w listopadzie poinformowała o pierwszej większej od dłuższego czasu transakcji – przejęciu pakietu kontrolnego (65% udziałów) krakowskiej spółki Webcon za 163 mln zł, a w grudniu o nabyciu 80% Focus Telecom Polska za 80,1 mln zł.

Ryzyka dla naszej wyceny

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

Wartość akcji MCI Capital SA oszacowano na podstawie wyceny NAV (40,7 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (35,3 zł), co po zważeniu równymi wagami w horyzoncie 9-mies. implikuje wycenę równą 40,3 zł.

mln zł	2021	2022	2023P	2024P
Zyski z inwestycji	380	141	261	118
zysk netto	465	143	197	53
NAV/akcję	35,2	37,3	40,7	41,3
P/E (x)	2,7	nd	6,3	23,5
P/NAV (%)	67%	64%	58%	57%

Źródło: MCI Capital ASI (2021-22), Noble Securities (2022P-2023P)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 08.12.2023 o godz. 9:50. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 08.12.2023 o godz. 9:55.



Cena bieżąca	23,7 zł
Wycena (9M)	40,3 zł
Potencjał wzrostu	70%
Kapitalizacja	1 243 mln zł
Free float	20%
Śr. wolumen 6M	4 235



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 2,5 mld zł.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Tomasz Czechowicz	80,4%
Pozostali	19,6%

Źródło: MCI Capital ASI

Krzysztof Radojewski
Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 213 22 35

SPIS TREŚCI

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI.....	3
ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT	4
OSTATNIE WYDARZENIA.....	4
POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE – PŁYNNOŚĆ PONAD 500 MLN ZŁ	6
NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC I PÓŁROCZA 2023 ROKU	7
ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA.....	10
ZASADY ESG.....	10
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	11

WYCENA

Akcje MCI Capital szacujemy metodą wyceny aktywów netto bazując na prognozowanej wycenie portfela inwestycyjnego (NAV) na koniec 2023 roku oraz metodą porównawczą w stosunku do kilku europejskich spółek Private Equity (PE), przypisując tym metodom równe wagi 50% (metodologia bez zmian). W celu ujednoczenia standardu wyceny w naszych materiałach analitycznych, wyznaczamy cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym. Koszt kapitału wyliczamy z modelu CAPM (beta 1, stopa wolna od ryzyka 5,54%, premia za ryzyko rynkowe 6,28%) na 11,8%. Uzyskana wycena w horyzoncie 9-miesięcznym to 40,3 zł (vs 36,1 zł poprzednia wycena).

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana %
Prognoza aktywów netto (NAV) na 31.12.2023	0,50	40,7	38,0	7%
Wycena porównawcza	0,50	35,3	34,3	3%
Średnia wycena		38,0	36,1	5%
Wycena w horyzoncie 9-mies. (koszt kapitału 11,8%)		40,3		
Cena aktualna		23,7	19,5	22%
Potencjał		70%	84%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI

Aktywa będące w posiadaniu MCI Capital wyceniamy po wartości księgowej, która powinna być odzwierciedleniem wartości godziwej. Poniżej przedstawiono wskaźniki wyceny P/BV wybranych europejskich spółek PE. Główna różnica między tymi spółkami a MCI Capital to m.in. ich wyższa kapitalizacja rynkowa. W naszym poprzednim raporcie z kwietnia 2023 r. wskaźnik P/BV dla spółek porównywalnych wynosił 0,94x a dla MCI 0,53x, a obecnie spółki porównywalne są wyceniane na P/BV 0,87x, a MCI 0,58x (dyskonto w wycenie MCI do grupy porównawczej wynosi zmalało zatem do ok. 33% vs 43% poprzednio). W naszej opinii tak wysokie dyskonto w stosunku do wartości księgowej w przypadku MCI nie jest uzasadnione. Bazując na wskaźnikach wyceny europejskich spółek private equity **wyceniamy spółkę metodą porównawczą na 35,3 zł na akcję (poprzednio 34,3 zł)**.

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x) L12M	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	113 030	1,21	2,2%
GIMV NV	PLN	5 510	0,89	5,7%
EURAZEO	PLN	23 766	0,64	3,3%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	2 133	0,74	4,9%
Średnia			0,87	
MCI Capital	PLN	1 243	0,58	3,0%
Premia/dyskonto do średniej (%)			-33%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		35,3	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 06.12.2023 r. godz. 10:25

ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

	2023P Stara	2023P Nowa	zmiana	2024P Stara	2024P Nowa	zmiana
Przychody z tytułu zarządzania	15	16	7%	15	16	7%
Zyski z inwestycji	107	261	143%	109	118	8%
EBIT	102	234	131%	103	91	-12%
Zysk netto	76	197	159%	77	53	-31%
NAV/akcję	38,0	40,7	7%	39,4	41,3	5%

Źródło: Noble Securities

- Zyski z inwestycji:** po trzech kwartałach 2023 roku spółka zaraportowała 231 mln zł zysków z inwestycji – w 4Q23 zakładamy dodatkowe 30 mln zł, co oznacza zysk w 2023 roku na poziomie 261 mln zł (vs 107 mln zł poprzednia prognoza). W kolejnych latach zakładamy wzrost wartości CI o 5% rocznie (bez zmian).
- Koszty operacyjne:** dokonaliśmy korekty w górę kosztów operacyjnych w związku z uwzględnieniem wyższych kosztów carry fee.
- Przychody z tytułu zarządzania:** zakładamy stabilizację przychodów w kolejnych latach na poziomie 16 mln zł rocznie (poprzednio 15 mln zł).

OSTATNIE WYDARZENIA**Skup akcji MCI Capital ASI przez MCI.EV FIZ**

W maju 2023 roku MCI.EV FIZ zaprosił inwestorów do składania ofert sprzedaży akcji MCI Capital ASI po cenie 22,5 zł. W wyniku rozliczenia transakcji, MCI.EV FIZ nabył łącznie 2.464.201 akcji zwykłych na okaziciela spółki, stanowiących w zaokrągleniu 4,7% udziału w kapitale zakładowym. Po transakcji, Tomasz Czechowicz i podmioty od niego zależne posiadają łącznie 80,42% w kapitale zakładowym spółki.

ZWZA z dnia 28 czerwca 2023 roku

Zwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy w dniu 28 czerwca 2023 roku podjęło standardowe uchwały w sprawie zatwierdzenia sprawozdania finansowego i udzielenia absolutorium członkom zarządu i rady nadzorczej spółki. Zysk netto w kwocie 143,3 mln zł został przeznaczony w całości na kapitał zapasowy spółki. Dodatkowo została przyjęta uchwała o zmianie statutu polegająca na doprecyzowaniu możliwości zwoływania posiedzeń rady nadzorczej oraz powołano do RN spółki Jerzego Rozłuckiego.

Umowa zastawu finansowego i rejestrowego z Raiffeisen Bank International AG

W dniu 26 lipca 2023 r. spółka zawarła z Raiffeisen Bank International AG umowę zastawu finansowego i rejestrowego na certyfikatach inwestycyjnych wyemitowanych przez MCI.PrivateVentures FIZ związanych z MCI.EuroVentures 1.0. Przedmiotem umowy jest zastaw finansowy i rejestrowy na 382.000 certyfikatach należących do spółki o wartości 231,5 mln zł do najwyższej sumy zabezpieczenia zastawu rejestrowego równej 48 mln EUR. Umowa zastawu stanowi zabezpieczenie spłaty zobowiązania spółki MCI Management Sp. z o.o., wynikającego z umowy kredytu terminowego oraz kredytu odnawialnego na łączną kwotę 32 mln EUR, zawartej w dniu 14 lipca 2023 r. z Raiffeisen Bank International AG.

Zmiany regulacji w sprawie ASI – zawieszenie i powrót do notowań

1 września 2023 roku KNF przedstawił wyjaśnienie dotyczące ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku w kontekście notowanych ASI. Według tego stanowiska, zmiany te nie odnoszą się do akcji

wyemitowanych przez ASI, które w dniu wejścia w życie ustawy są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Tym samym, według KNF nie należy interpretować wprowadzonych przepisów w sposób prowadzący do wykluczenia takich ASI z obrotu zorganizowanego. Wprowadzone przepisy ograniczające zbywalność praw uczestnictwa (akcji) ASI znajdują natomiast zastosowanie do takich akcji ASI, które nie są dopuszczone do obrotu zorganizowanego.

Mimo interpretacji KNF, GPW postanowiła pod koniec września 2023 roku zawiesić obrót akcjami ASI – MCI Capital, Imperio, Unfold.VC, ABS Investment, Apollo Capital, Carpathia Capital, Centurion Finance, JR Holding oraz Spark VC.

Pod koniec listopada 2023 roku nastąpiło zawarcie porozumienia między Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz głównym akcjonariuszem Spółki - MCI Management sp. z o.o. w sprawie wznowienia obrotu akcjami spółki. Jednym z warunków wznowienia obrotu akcjami spółki na głównym rynku GPW oraz utrzymania tego stanu na podstawie porozumienia jest ustanowienie blokady co najmniej 50% akcji spółki będących własnością MCI Management sp. z o.o. **Wznowienie obrotu nastąpiło dnia 6 grudnia 2023 roku.**

Nowa inwestycja – nabycie 65,05% udziałów w spółce Webcon

25 listopada 2023 roku MCI Capital poinformowało o nabyciu przez MCI.PrivateVentures FIZ, działającego na rzecz subfunduszu MCI.EuroVentures 1.0. 65,05% udziałów w spółce Webcon sp. z o.o. za kwotę 163,3 mln zł. Firma Webcon jest producentem oprogramowania, dostawcą systemów zarządzania procesami i elektronicznym obiegiem dokumentów.

Według danych z KRS, Webcon miał w 2022 roku przychody na poziomie 43,6 mln zł (+21% r/r) oraz wynik EBITDA 11,1 mln zł (płasko r/r). Poziom gotówki netto w spółce na koniec 2022 roku wynosił 40,5 mln zł. Cena transakcyjna implikuje wg naszych szacunków wycenę EV całej spółki 211 mln zł, co przekłada się na wskaźnik $EV/EBITDA'22=19x$.

W sprawozdaniu z działalności za 2022 rok Webcon podał, że w 2022 roku spółka konsekwentnie realizowała swoje plany rozwojowe, w tym m.in. pozyskano nowych klientów na rynku polskim i zagranicznym. Przychody spółki rosły w tempie 21% r/r przy planowanym wzroście o 15%, a zatrudnienie wzrosło o 18%. Sukcesywnie zwiększana jest obecność spółki na rynkach zagranicznych w szczególności w Niemczech, Szwajcarii, Austrii, Rumuni i USA. W 2022 roku Webcon pozyskał ponad 130 nowych klientów, zarówno bezpośrednio jak i pośrednio przez sieć partnerską w kraju i za granicą. Niektórzy z klientów to: Integer, Bravida Sveriga AB, TOYA, Grupa Azoty, Grupa Kęty, Prymat. Spółka sprzedawała oprogramowanie w kilku modelach licencyjnych, gdzie klient może zakupić oprogramowanie na stałe oraz w modelu subskrypcyjnym oraz SaaS. Struktura klientów w roku 2022 była rozdrobniona, a żaden z klientów nie stanowił więcej niż 5% przychodów spółki. Zarząd spółki Webcon zakłada, że przychody w 2023 roku wzrosną o 15% r/r.

MCI w komunikacie prasowym po transakcji podał, że Webcon zbudował produkt low code, który zyskał uznanie u wielu polskich i zagranicznych klientów. Jednocześnie spółka działa na szybko rosnącym rynku, który jest wspierany przez globalny trend cyfryzacji organizacji. MCI widzi bardzo duży potencjał w dalszym skalowaniu spółki zarówno w Polsce, jak i zagranicą, w szczególności na rynkach niemieckojęzycznych, gdzie realizuje ona już istotny udział swojej sprzedaży. Równocześnie firma przechodzi transformację w modelu sprzedaży z licencji wieczystych na subskrypcje i SaaS.

Nabycie 80% udziałów w spółce Focus Telecom Polska

W dniu 6 grudnia 2023 r. MCI.PrivateVentures FIZ, działający na rzecz subfunduszu MCI.EuroVentures 1.0. zawarł umowę sprzedaży udziałów w kapitale zakładowym spółki pod firmą Focus Telecom Polska sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, na podstawie której fundusz nabył 1605 udziałów w kapitale

zakładowym spółki od dotychczasowych wspólników za cenę 80,1 mln zł. Stanowi to ok. 80% udziałów w kapitale zakładowym spółki. Założyciele spółki zachowają 20% jej udziałów. MCI za pośrednictwem InternetVentures już wcześniej był mniejszościowym udziałowcem spółki (poniżej 15%). Focus Telecom, który zatrudnia ponad 120 osób, dostarcza chmurowe rozwiązania contact center, customer experience i usługi komunikacji biznesowej w Polsce. Przychody Focus Telecom Polska wg danych z KRS wyniosły w 2022 roku 28 mln zł (vs 23,9 mln zł rok wcześniej), a EBITDA 8,5 mln zł (vs 5,6 mln zł rok wcześniej).

WYJŚCIA I NOWE INWESTYCJE

W 2023 roku, fundusze z Grupy MCI zrealizowały m.in. 2 wyjścia z inwestycji: Gamedesire i Linx (dywidenda) o łącznej wartości 12 mln zł. Nowe inwestycje to m.in. zakup pakietu akcji Answear w styczniu za 6 mln zł, pożyczki dla PHH Group w styczniu i sierpniu o łącznej wartości 17 mln zł, zakup udziałów w Gett za 37 mln zł sfinalizowany w lipcu, nabycie akcji MCI Capital za 55 mln zł w ramach opisanego wcześniej skupu akcji, zakup udziałów w Webcon w listopadzie za 163 mln zł i zakup udziałów Focus Telecom Polska w grudniu za 80 mln zł. Najbliższe planowane wyjścia to m.in. rekapitalizacja eSky oraz potencjalnie rekapitalizacja lub sprzedaż Getta, który po ostatniej restrukturyzacji jest już rentowny.

Harmonogram potencjalnych wyjść z inwestycji

2023	2024	2025	2026	2027-2028
 Focus Telecom [PE/recap]	 eSky GROUP [recap]	 IAI [PE/strateg/IPO]	 netrisk GROUP [strateg/PE/recap]	 eSky GROUP [PE/strateg/IPO]
	 Gett BUSINESS SOLUTIONS [PE/strateg/recap]	 ANSWEAR.com [ABB/PE/Recap]		 PHH GROUP [strateg/IPO/PE]
	 linxdatacenter [dywidenda]	 gameOSKIF [earnout]		 morele [IPO/PE/recap]
	 AZIMO [i transza]			 travelataru [strateg/MBO]
				 KRIYA FORMERLY MAPNETFINANCE [IPO/strateg/recap]
				 asgoodasnew [PE/IPO]
				 papayaglobal [IPO/strateg]
				 MCI

Źródło: Prezentacja wynikowa MCI Capital za 1H2023

POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE – PŁYNNOŚĆ PONAD 500 MLN ZŁ

Wydatki na nowe inwestycje w 2023 roku po uwzględnieniu wpływów z wyjść wyniosły wg naszych szacunków ponad 300 mln zł. Jednak Grupa MCI Capital w dalszym ciągu dysponuje wysoką płynnością na poziomie ponad 500 mln zł, a biorąc pod uwagę planowane wyjścia w najbliższych 12-24 miesiącach kwota ta może wzrosnąć. Wysoka płynność to niewątpliwy atut Grupy MCI. Zarząd podczas ostatniej telekonferencji wynikowe wskazał, że na rynku PE widoczna jest konsolidacja, wyceny spółek technologicznych stały się bardziej atrakcyjne. Dla przykładu wskaźniki EV/EBITDA spółek ecommerce spadły do poziomów jednocyfrowych. Zarząd po wynikach za I półrocze 2023 roku wskazał, że Grupa ma w pipeline około 10 transakcji i liczy na finalizację 2-3 w ciągu najbliższych kwartałów. **Nowymi inwestycjami są wspomniane już spółki Webcon i Focus Telecom Polska. Po tych inwestycjach dostępna płynność wg naszych szacunków w dalszym ciągu wynosić będzie ponad 500 mln zł.**

Wyniki za okres 1-3Q2023 roku

3Q23 to był kolejny dobry wynikowo kwartał spółki—przychody z zarządzania wyniosły 6,4 mln zł (+7% r/r), zyski z inwestycji 88,5 mln zł, EBIT wyniósł 89,1 mln zł, a zysk netto 81,1 mln zł. Pozytywny wpływ na wynik okresu miało przeszacowanie w górę CI MCI.EV FIZ (+90,7 mln zł), a negatywny wynik przeszacowanie w dół CI MCI.TV FIZ (-7,1 mln zł). Wartość księgowa na 1 akcję na koniec 3Q23 wynosiła 40,1 zł. W całym okresie 1-3Q23 zyski z inwestycji wyniosły 189 mln zł (vs. 59 mln zł w okresie 1-3Q22).

Wybrane dane finansowe (mln zł)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	r/r	1-3Q22	1-3Q23	r/r
Przychody z tytułu zarządzania	6,0	4,0	4,4	4,4	6,4	7%	12,7	15,2	20%
zyski z inwestycji	68,5	85,7	17,5	124,9	88,5	29%	55	231	320%
EBIT	65,7	91,7	14,7	111,4	89,1	35%	45	215	379%
zysk netto	60,4	83,9	10,3	97,3	81,1	34%	59	189	218%
BV/akcje	34,9	36,5	36,7	38,6	40,1	14,9%	34,4	38,6	12,0%

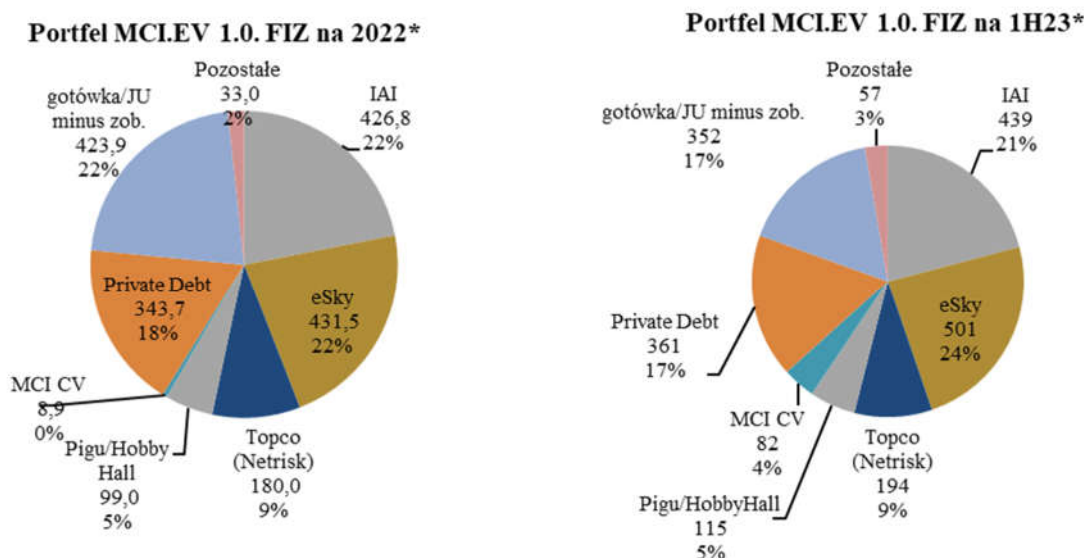
Źródło: MCI Capital (3Q22-3Q23, 1-3Q22, 1-3Q23)

NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC I PÓŁROCZA 2023 ROKU

MCI.EuroVentures

Do wyników MCI.EV najsilniej kontrybuowała w I półroczu 2023 r. spółka eSky (ok. 70 mln zł) – wzrost wyceny inwestycji podążał za wzrostem wyników finansowych spółki. W tym okresie miały również miejsce dalsze wzrosty wartości akcji Grupy Netrisk (ok. 14 mln zł), dzięki pozytywnej dynamice wyników finansowych. W portfelu MCI.EuroVentures FIZ dwie główne inwestycje na koniec I półrocza 2023 roku to eSky i IAI. Łącznie odpowiadały one za 44,5% aktywów netto tego subfunduszu.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.EuroVentures na koniec 2022 roku i 1H2023



Źródło: Noble Securities na podstawie prezentacji wynikowej MCI (2022, 1H2023) *ważone udziałem MCI Capital

IAI

Przychody IAI S.A. za 2022 roku wyniosły ok. 144 mln zł (+26% r/r) oraz wynik EBITDA ok. 32 mln zł (+25% r/r). W prezentacji za I półrocze MCI Capital podano, że w ślad za rosnącym GMV spółka notuje w pierwszym półroczu 2023 roku dwucyfrowe wzrosty przychodów i wyniku EBITDA w ujęciu r/r. Od początku 2Q 2023 zarząd IAI jest wzmocniony przez nowego prezesa Michała Paschalisa-Jakubowicza (poprzednio Grupa K2 Internet) oraz doświadczonego managera odpowiedzialnego za rozwój produktu i business development Michała Tykarskiego (poprzednio Shopee). Kluczowe inicjatywy w zakresie rozwoju platformy IdoSell obejmują rozwiązania dot. płatności (IdoPay), zwiększenia konwersji (Express Checkout) oraz cross-border (pakiet produktów umożliwiających międzynarodową sprzedaż).

eSky.pl

Dla przypomnienia w 2022 roku eSky zrealizowała 2,9 mld zł TTV (+78% r/r) oraz wynik EBITDA 90,2 mln zł (+42% r/r). W 1Q23 spółka osiągnęła ponad 30 mln zł zysku EBITDA. W prezentacji wynikowej MCI Capital za I półrocze 2023 roku podano, że w I połowie 2023 roku nastąpiło istotne przekroczenia założeń budżetowych na poziomie przychodów oraz EBITDA z oczekiwanym przekroczeniem także w perspektywie rocznej, mimo przejściowego spowolnienia sprzedaży w okresie letnim 2023. Podano również, że spółka dysponuje wysokim poziomem płynności finansowej. Obecnie spółka koncentruje się na rozwoju oferty pakietowej oraz ekspansji na globalne rynki, ze szczególnym uwzględnieniem obu Ameryk. Spółka ma ambicję objęcia pozycji lidera w regionie CEE, tak aby eSky stał się platformą pierwszego wyboru do organizacji podróży.

Netrisk

Grupa notuje dwucyfrowe tempo wzrostu wyników finansowych w ujęciu rok do roku w pierwszej połowie 2023 roku dzięki wzrostowi wolumenu sprzedaży polis, rosnącym stawkom ubezpieczeń OC oraz akceleracji sprzedaży usług komunalnych i ubezpieczeń podróży. We wrześniu 2023 roku akcjonariusze zawarli z Bauer Media Group porozumienie o połączeniu Grupy Netrisk ze spółkami Rankomat w Polsce i Srovnejto w Czechach i na Słowacji, która to fuzja umocni wiodącą pozycję grupy na 6 kluczowych rynkach CEE. Zwiększenie skali biznesu pozwoli na realizację synergii, przyspieszy wzrost, zwiększy zasięg geograficzny i umożliwi inwestowanie w rozwój możliwości komercyjnych i technologicznych. Spółka wejdzie m.in. do Polski za pośrednictwem serwisu rankomat.pl.

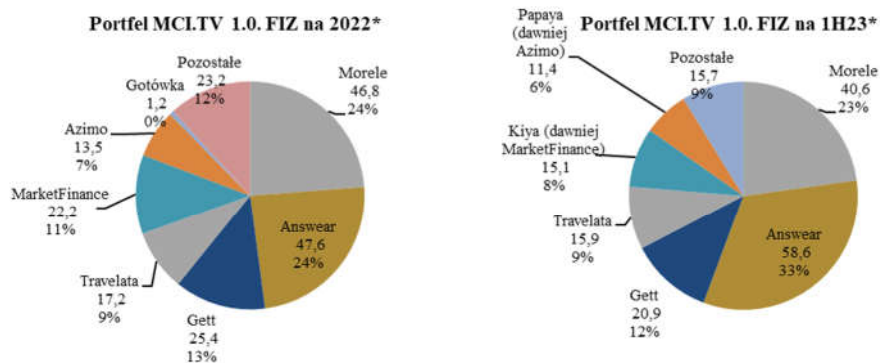
PHH Group

MCI wskazuje, że bieżąca wycena jest wciąż poniżej kosztu nabycia, co odzwierciedla kombinację spadku wskaźników porównawczych, zawirowań rynkowych, takich jak inflacja i niepewna baza klientów, co prowadzi do wyników poniżej oczekiwań w modelu 1P oraz zmniejszenia rentowności w związku z koniecznymi inwestycjami w rozwój platformy 3P. Na przestrzeni ostatniego roku akcjonariusze wprowadzili do spółki dodatkowy kapitał mający na celu przyspieszenie inwestycji, wzmocnienie pozycji kapitału obrotowego oraz akcelerację inicjatyw operacyjnych.

MCI.TechVentures

Wyniki inwestycyjne MCI.TechVentures FIZ w 1H23 w dalszym ciągu były pod presją. Wyniku Subfunduszu broniła inwestycja w Answear, która wzrosła na wartości w tym okresie. Poniżej przedstawiamy zestawienie portfela inwestycyjnego na koniec 2022 roku i koniec I połowy 2023 roku oraz opis aktualnej sytuacji w poszczególnych spółkach portfelowych.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.TechVentures na koniec 2022 roku i 1H23



Źródło: Noble Securities na podstawie prezentacji MCI (za 2021 i 1H2022 rok), *ważone udziałem MCI Capital

Krótkie podsumowanie bieżącej sytuacji w spółkach portfelowych wg stanu na koniec 1H23

Spółka	Łączna cena nabycia (m PLN)	Dotychczasowe częściowe wyjście (m PLN)	Wartość na 30.06.2023 (m PLN)	Sytuacja biznesowa	Planowane rozpoczęcie procesu exitu	Geografia
Morele	18		84,1	Adaptacja spółki do nowego otoczenia rynk. w zakresie kosztów i kanałów sprzedaży	Po 2024 roku	Polska
Gett	175		43,2	Spółka po restrukturyzacji kapitałowej, dodatnie wyniki finansowe co miesiąc	W 2024 roku	Izrael
Answear	46	35	121,4	Udana ekspansja zagraniczna, bardzo dobra dynamika sprzedaży / wyników fin.	Po 2024 roku	Polska
Travelata	32		33,0	Istotne wzrosty przychodów spółki względem 2022 r., ale ryzyka rynku rosyjskiego	Po 2024 roku	Rosja
Kiya	32		31,2	Słabsze wyniki fin. z uwagi na wysokie stopy proc. / spowolnienie gospodarcze	Po 2024 roku	W. Brytania
Papaya	28		23,7	Wzrost liczby klientów, ale wpływ spowolnienia w branży tech. na sytuację spółki	Po 2024 roku	Izrael
AsGoodAsNew	20		29,6	Dobre wyniki fin. mimo trudnych uwarunkowań rynkowych	Po 2024 roku	Niemcy
GameDesire	25		3,0	Wartość na 30.06 odzwierciedla dodatkowe możliwości do uzyskania środków po exicie	n.d.	Polska
Razem	375		369,1			

Źródło: MCI Capital w prezentacji za I półrocze 2023 roku

Answear.com

Answear po trzech kwartałach 2023 roku zanotował przychody na poziomie 829,6 mln zł (vs 609,2 mln zł przed rokiem), jednak presja na rentowność w 3Q23 będąca skutkiem różnych czynników spowodowała, że dynamika wzrostu EBITDA istotnie spowolniła – EBITDA za ten okres wyniosła 38,5 mln zł (vs 37,3 mln zł przed rokiem). W listopadzie spółka uplasowała emisję nowych akcji, z których pozyskała 29 mln zł. Środki spółka przeznaczy na rozwój marki PRM.

Gett

Spółka dokonała uproszczenia struktury prawnej i ładu korporacyjnego, koncentrując się wyłącznie na operacjach w Izraelu, Wielkiej Brytanii oraz centrum back-office na Cyprze. Spółka we wszystkich miesiącach 2023 roku zanotowała dodatnią EBITDA w każdym z segmentów działalności (Izrael, UK, Delivery), jak również na poziomie grupy. Sytuacja płynnościowa spółki jest bardzo dobra dzięki generacji gotówki w ramach działalności operacyjnej oraz środkom zebranych w ramach ostatnich rund finansowania. W 2Q2023 MCI Capital ASI dokonało dodatkowej inwestycji w pakiet akcji o wartości 8,8 mln USD – z tej inwestycji wynika też wykazany wzrost wyceny na tej inwestycji w 2Q2023.

RYNEK PE/VC

Według analiz Silicon Valey Bank, liczba wyjść z inwestycji PE i VC w ostatnich kwartałach jest w trendzie spadkowym m.in. z uwagi na podwyższony koszt kapitału, który wpłynął negatywnie na możliwości pozyskiwania finansowania dłużnego oraz schłodził rynek IPO.

Wyjścia z inwestycji PE/EV przez amerykańskie podmioty

Źródło: <https://www.svb.com/private-equity-cfo-insights/private-equity-trends/liquidity-crunch-how-pevc-funds-are-navigating-todays-market-environment> (dostęp 07.12.2023)

ZADŁUŻENIE I PLYNNOŚĆ FINANSOWA

Dług netto wg naszych szacunków na koniec 3Q23 ok. 282 mln zł (vs ok. 256 mln na koniec 2022 roku). W 2024 roku można oczekiwać potencjalnej płynności wynikającej z umarzania certyfikatów w MCI.TV FIZ w związku z likwidacją tego subfunduszu.

ZADŁUŻENIE I PLYNNOŚĆ W RAMACH GRUPY MCI

Podmiot	Aktywa płynne	Zobowiązania z tytułu pożyczek, kredytów, weksli	Komentarz
MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.)*	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 1 mln zł	308 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 lub finansowanie bankowe
MCI Capital ASI S.A.**	Należności krótkoterminowe oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 25,6 mln zł	178 mln zł tytułu obligacji, 127 mln zł z tytułu kredytów	Spółka finansuje się już wyłącznie obligacjami i długiem bankowym
MCI.TechVentures FIZ***	b. d.	brak	Zobowiązania łączne na dzień 31.12.2022 wynosiły 5,7 mln zł.
MCI.EuroVentures FIZ ***	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, jednostki i certyfikaty funduszy inwestycyjnych dłużnych: ok. 395 mln zł	brak	Zobowiązania łączne na dzień 30.06.2023 wynosiły 40,9 mln zł

Źródło: Opracowanie Noble Securities na podstawie sprawozdań MCI Management, MCI Capital,

* Stan na koniec 2022, ** Stan na koniec 3Q23, ***na podstawie prezentacji wynikowej za 1H23 MCI Capital

ZASADY ESG

Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)

W 2022 r. spółka odstąpiła od stosowania następujących 12 szczegółowych zasad ładu korporacyjnego wskazanych w „Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW 2021”: 1.3.2., 1.4., 1.4.1., 1.4.2., 2.1., 2.2., 2.4., 3.10., 4.1., 4.9.1., 4.11., 6.3.

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 należyтым rozeznaniem, w sytuacji, gdy kandydat na członka rady nadzorczej spółki będzie znany w terminie nie późniejszym niż 3 dni przed dniem walnego zgromadzenia spółki. Spółka nie stosuje również zasady określającej sposób konstrukcji programu motywacyjnego.

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.

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 i istotnie wydłuża ich horyzont czasowy.

Wskaźnik	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS, Adj+	2,60	9,04	2,79	3,78	1,01	1,11
Revenue	54	31	17	16	16	16
Gross Margin %	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Operating Profit	180	358	137	234	91	89
EBIT	180	358	137	234	91	89
EBITDA	181	359	137	235	92	90
Pre-Tax Profit	168	346	113	199	53	58
Net Income Adj+	134	465	143	197	53	58
Net Debt	227	202	252	259	186	204
BPS	26,4	35,2	37,3	40,7	41,3	42,4
CPS	0,6	1,5	0,3	0,6	2,1	0,3
DPS	0,00	0,54	0,70	0,00	0,00	0,00
Return on Equity %	10%	29%	8%	10%	2%	3%
Return on Assets %	7%	24%	7%	8%	2%	2%
Depreciation	1	1	1	1	1	1
Amortization	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	31	77	11	30	110	14
CAPEX	0	2	5	0	0	0

Źródło: Wyczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu zarządzania	54	31	17	16	16	16
Zyski z inwestycji	162	380	141	261	118	117
Koszty działalności operacyjnej	5	41	0	0	0	0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1	0	0	0	0	0
EBIT	180	358	137	234	91	89
Koszty i przychody finansowe netto	-12	-11	-24	-36	-38	-31
Zysk przed opodatkowaniem	168	346	113	199	53	58
Podatek dochodowy	-34	119	30	-2	0	0
Zysk netto	134	465	143	197	53	58

Źródło: MCI Capital ASI (2020-22), Noble Securities (prognozy, 2023P-2025P)

Bilans (mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	1 793	2 064	2 225	2 422	2 475	2 533
Aktywa trwałe	1 718	2 014	2 177	2 380	2 360	2 436
Certyfikaty inwestycyjne	1 662	2 009	2 149	2 352	2 333	2 408
Inne aktywa trwałe	56	5	28	28	28	28
Aktywa obrotowe	75	50	48	42	114	97
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	39	21	37	31	103	86
Inne aktywa obrotowe	36	29	11	11	11	11

Pasywa	1 793	2 064	2 225	2 422	2 475	2 533
Kapitał własny razem	1 356	1 808	1 916	2 113	2 166	2 224
Zobowiązania długoterminowe	279	137	188	188	188	188
Obligacje	135	110	84	84	84	84
Kredyty	0	0	90	90	90	90
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	131	11	11	11	11	11
Inne	12	16	3	3	3	3
Zobowiązania krótkoterminowe	158	119	121	121	121	121
Obligacje	63	17	116	116	116	116
Zobowiązania z tytułu weksli	28	66	0	0	0	0
Inne	67	36	5	5	5	5

Źródło: MCI Capital ASI (2020-22), Noble Securities (prognozy, 2023P-2025P)

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CF operacyjny	31	79	15	30	110	14
CF inwestycyjny	0	-2	-5	0	0	0
CF finansowy	0	-95	6	-36	-38	-31
CF	30	-18	17	-6	72	-17
Stan środków pieniężnych na początek okresu	38	39	21	37	31	103
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	68	21	37	31	103	86

Źródło: MCI Capital ASI (2020-22), Noble Securities (prognozy, 2023P-2025P)

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
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 MOGLYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU
Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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

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 w okresie ostatnich 12 miesięcy oferował instrumenty finansowe Emitenta.

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

NS pełni funkcję animatora w odniesieniu do instrumentów finansowych Jednostki Dominującej wobec Emitenta.

NS w okresie ostatnich 12 miesięcy oferował instrumenty finansowe Jednostki Dominującej wobec Emitenta.

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

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl 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 krag 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 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: 08.12.2023, godz. 9.50 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 08.12.2023, godz. 9.55.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane raporty dotyczące MCI Capital ASI S.A.

Rekomendacja	nd	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.	nd.
Data wydania	02.05.2022 godz. 8:30	07.10.2021 godz. 8:20	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	19,0	22,5	19,2	15,0	12,1	8,3	7,3
Wycena	33,1	41,2	30,9	30,4	24,9	21,9	26,5
WIG w dniu raportu	57 754,98	71 789,34	62 004,52	56 230,40	49 569,17	37 164,02	60187,43

Ostatnio wydane raporty dotyczące MCI Capital ASI S.A.

Rekomendacja	nd.	nd.
Data wydania	07.10.2022 godz. 10:15	20.04.2023 godz. 8:20
Kurs z dnia raportu	16,1	19,5
Wycena	29,6	36,1
WIG w dniu raportu	47 299,55	62 435,08

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Sonel	nd	12,4	11,7	12,70	-3%	05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2	18,65	22%	04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2	16,02	82%	01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8	34,34	-17%	30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8	98,20	40%	29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0	306,00	28%	23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0	34,06	99%	23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3	58,80	23%	22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	16,9	14,9	15,00	13%	21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	21,05	12%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	23,00	27%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8	24,60	-23%	15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0	57,30	36%	10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Sprzedaj	40,6	47,7	47,15	-14%	06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0	16120,00	4%	20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8	27,80	22%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	610,00	16%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0	19,95	18%	02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	9,33	10%	19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1	456,00	-5%	19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8	16,95	-12%	19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8	3,65	48%	19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Unibep	nd	12,5	10,4	9,04	38%	15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8	8,57	63%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3	7,74	30%	07.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Mabion	nd	22,9	18,0			07.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0			30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6	34,34	23%	31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0	24,00	-6%	18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0	22,10	40%	17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	Kupuj	4,2	2,8	4,14	1%	07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3			04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answear.com	Kupuj	48,0	34,5	31,50	52%	04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9	16,02	103%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	19,2	16,2			27.06.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4			18.05.2023	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6			17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2			16.05.2023	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0			09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6			08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Kupuj	78,9	35,3			26.04.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Aplisens	nd	20,3	17,3			21.04.2023	24M	Michał Sztabler
Bioton	nd	5,3	3,5			20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	36,1	19,5			20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	78,30	8%	24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5			21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8			21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7			20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8			27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0			03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2			28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7			28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2			12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4			06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aparator	Redukuj	12,9	15,0			06.12.2022	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 - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji

Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji; (4) Cena docelowa skorygowana o dywidendę

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl
tel.: +48 602 445 334
Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl
tel.: +48 12 422 31 00
Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 904 686
Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel.: +48 783 931 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

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

