

MCI Capital – okazje sprzyjają przygotowanym

Po trudnym dla spółki I kwartale 2022 roku, drugi kwartał okazał się równie wymagający, przede wszystkim dla subfunduszu MCI.TV FIZ. Ostatecznie w I półroczu udało się spółce zminimalizować stratę netto do zera, dzięki przeszacowaniu w górę okazjynie nabytego pakietu akcji eSky. Wyniki spółki w kolejnych kwartałach po części zależą będą od koniunktury giełdowej, gdyż notowania spółek porównywalnych mają wpływ na wyceny pozycji portfelowych. Po aktualizacji prognoz, korygujemy wycenę akcji MCI Capital z 33,1 zł do 29,6 zł głównie z uwagi na przecenę spółek porównywalnych. Dyskonto w wycenie akcji do NAV wynosi ok. 53% w stosunku do ok. 21% w przypadku spółek porównywalnych.

Wyniki 1H22 pod wpływem przeceny rynkowej i sytuacji na wschodzie

W ujęciu całego półrocza straty z inwestycji zmniejszyły się do -13,5 mln zł, EBIT do -20,8 mln zł, a wynik netto wyniósł -1,1 mln zł. Na wynik I półrocza złożyły się dodatni wynik na CI MCI.EuroVentures FIZ (+131,2 mln zł), w tym przeszacowanie w górę inwestycji w eSky (+163 mln zł) i ujemny na CI MCI.TechVentures FIZ (-128,5 mln zł), w tym przeszacowanie Morele Group (-47 mln zł), Gett (-34 mln zł), Answear (-24 mln zł) i Travelata (-21 mln zł). Dług netto wg naszych szacunków na koniec 2Q22 wyniósł ok. 162 mln zł (218 mln zł po skorygowaniu o zobowiązanie z tytułu dywidendy oraz z tytułu gwarancji stopy zwrotu w MCI.TV) vs 196 mln zł na koniec 1Q22 roku.

Płynność na poziomie 777 mln zł stwarza szansę do okazjowych zakupów

Płynność finansowa Grupy wynosiła na koniec 1H2022 roku ok. 777 mln zł, z czego ok. 400 mln zł to gotówka i ekwiwalenty gotówki ulokowane w Subfunduszu MCI.EV FIZ (oraz po rednio w MCI.CV) oraz dostępne linie kredytowe na prawie 300 mln zł. Zarząd spółki wskazuje, że obecna dekonjunktura giełdowa sprzyja kupującym, a jeszcze bardziej atrakcyjnych wycen oczekuje w 2023 roku. Nabyty w 2022 roku pakiet akcji eSky jest jednym z tegorocznych udanych inwestycji.

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 (33,1 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (26,0 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 29,6 zł.

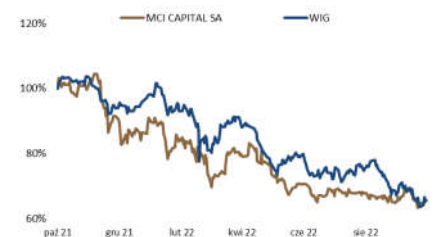
mln zł	2020	2021	2022P	2023P
Zyski z inwestycji	162	380	0	98
zysk netto	134	465	0	60
NAV/akcj	27,1	34,5	33,1	33,6
P/E (x)	6,3	1,8	nd	14,0
P/NAV (%)	59%	47%	48%	48%

Źródło: MCI Capital ASI (2020-21), Noble Securities (2022P-2023P)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 07.10.2022 o godz. 10:10. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 07.10.2022 o godz. 10:15.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLEWSKI

Cena bieżąca	16,1 zł
Wycena	29,6 zł
Potencjał wzrostu	84%
Kapitalizacja	842 mln zł
Free float	22%
r. wolumen 6M	3 082



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 wyjazdów. Zarządza aktywami o wartości ponad 2 mld zł.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Tomasz Czechowicz	77,85%
Pozostali	22,15%

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 METOD PORÓWNAWCZ AKTYWÓW MCI.....	3
ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT	4
OSTATNIE WYDARZENIA.....	4
WYJACIA ZREALIZOWANE I POTENCJALNE	6
POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE – PŁYNNO 777 MLN ZŁ.....	7
NAJWIKSZE INWESTYCJE NA KONIEC I PÓŁROCZA 2022 ROKU	8
ZADŁUŻENIE I PŁYNNO FINANSOWA.....	10
ZASADY ESG.....	11
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	11

WYCENA

Akcje MCI Capital szacujemy metod wyceny aktywów netto bazuj c na ksi gowej wycenie portfela inwestycyjnego (NAV) na koniec 2022 roku oraz metod porównawcz w stosunku do kilku europejskich spółek Private Equity (PE), przypisuj c tym metodom równe wagi 50% (metodologia bez zmian).

W tabeli poni ej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana %
Wycena aktywów netto (NAV)*	0,50	33,1	33,4	-1%
Wycena porównawcza	0,50	26,0	32,8	-21%
Średnia wycena		29,6	33,1	-11%
Cena aktualna		16,1	19,0	-16%
Potencjał		84%	74%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI

Aktywa b d ce w posiadaniu MCI Capital wyceniamy po warto ci ksi gowej, która powinna by odzwierciedleniem warto ci godziwej. Warto zwróci uwag , e dyskonto w wycenie rynkowej spółki w stosunku do warto ci ksi gowej w ostatnich kwartałach w stosunku do spółek porównywalnych uległo zmniejszeniu. W naszym poprzednim raporcie wska nik P/BV dla spółek porównywalnych wynosił 0,98x a dla MCI 0,56x (dyskonto w wycenie MCI w stosunku do grupy porównawczej na poziomie 43%), a obecnie spółki porównywalne s wyceniane na P/BV 0,79x, a MCI 0,48x (dyskonto w wycenie MCI do grupy porównawczej spadło do 38%). Wydaje si , e jednym z czynników wpływaj cych na to jest wprowadzona polityka dywidendowa. Poni ej przedstawiono wska niki wyceny P/BV wybranych europejskich spółek PE. Główna ró nica mi dzy tymi spółkami a MCI Capital to ich wy sza kapitalizacja rynkowa. Bazuj c na wska nikach wyceny europejskich spółek private equity **wyceniamy spółkę metodą porównawczą na 26,0 zł na akcję (poprzednio 32,8 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x) 2022	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	61 203	0,85	3,6%
GIMV NV	PLN	5 970	0,85	5,6%
EURAZEO	PLN	21 804	0,70	3,2%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	2 126	0,74	5,1%
Średnia			0,79	
MCI Capital	PLN	842	0,48	4,4%
Premia/dyskonto do redniej (%)			-38%	
Implikowana warto godziwa MCI Capital	PLN		26,0	
Implikowana warto godziwa MCI Capital	PLN		26,0	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 07.10.2022 r. godz. 8:51

ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

	2022P Stara	2022P Nowa	zmiana	2023P Stara	2023P Nowa	zmiana
Przychody z tytułu zarz. dziania	26	15	-42%	26	15	-42%
Zyski z inwestycji	0	0	nd	98	98	0%
EBIT	-3	-12	nd	95	86	-10%
Zysk netto	-21	0	nd	77	60	-22%
NAV/akcyj	34,1	33,8	-1%	34,9	34,2	-2%

Źródło: Noble Securities

- Zyski z inwestycji:** wynik netto na za okres I połowy 2022 roku wyniósł -1,1 mln zł. Zakładamy, że spółce uda się zniwelować straty do zera w całym 2022 roku (bez zmian).
- Przychody z tytułu zarządzania:** zakładamy spadek przychodów z tytułu zarządzania aktywami w 2022 roku i stabilizację w kolejnych latach.

Podsumowanie prognoz finansowych dla MCI Capital ASI:

(mln zł)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Portfel inwestycyjny	1 662	2 009	1 964	1 982	1 970
zmiana	166	375	0	98	99
Umorzenia/nabycia CI	13	84	45	80	111
Wartość księgowa	1 356	1 808	1 772	1 796	1 820
Wartość księgowa na akcję (zł/akcję)	27,14	34,47	33,14	33,57	34,03
Przychody za zarządzanie	nd	31,3	15,0	15,0	15,0
Zyski z inwestycji	162	380	0	98	99
Koszty działalności podstawowej	0	4	0	0	0
Koszty ogólnego zarz. du	36	50	27	27	27
w tym program opcji menedżerskich	0	24	0	0	0
Zysk na działalności operacyjnej	180	358	-12	86	87
Zysk netto za okres obrotowy	134	465	0	60	61

Źródło: MCI Capital (2020-2021), Noble Securities (prognozy 2022P-2024P)

OSTATNIE WYDARZENIA

Nabycie eSky za 158 mln zł

30 maja 2022 roku zostały zawarte przyrzeczone umowy nabycia przez MCI.EuroVentures 1.0. akcji spółki eSky.pl S.A. Na podstawie umów subfundusz nabył łącznie 5.263.468 akcji w kapitale zakładowym spółki za łączną cenę w wysokości 138,2 mln zł. 3 czerwca fundusz został wpisany do rejestru akcjonariuszy spółki jako właściciel akcji. Nabyte akcje stanowiły 51,63% udziału w kapitale zakładowym. W kolejnym kroku MCI.EV objął dodatkowo 764.526 sztuk akcji eSky w podwydzielonym kapitale zakładowym spółki za łączną cenę emisji 20 mln zł i w efekcie posiada łącznie 55,00% udział w kapitale zakładowym spółki.

Powołanie Tomasza Czechowicza na prezesa zarządu na kolejną kadencję

W dniu 1 czerwca 2022 r. Rada Nadzorcza Spółki podjęła uchwałę w sprawie powołania Pana Tomasza Czechowicza na członka Zarządu Spółki i powierzenia mu funkcji Prezesa Zarządu na kolejną kadencję ze skutkiem od dnia 28 czerwca 2022 r. łącznie.

Umowa kredytowa w ING Bank do 173 mln zł

MCI Capital ASI w dniu 24 czerwca 2022 r. zawarła z ING Bankiem 1 skim S.A. umowę 3 letniego odnawialnego kredytu o łącznej wartości 173,25 mln zł. W okresie trwania umowy kredyt może być swobodnie cignięty i spłacany przez MCI ASI. Oprocentowanie kredytu ustalono jako WIBOR 1M plus marża 2,5% rocznie, a prowizja od zaangażowania wynosi 0,5% w skali roku. Objęty umową kredyt jest przeznaczony na finansowanie bieżącego kapitału obrotowego w toku zwykłej działalności MCI ASI oraz spłata istniejącego zadłużenia w banku ING.

Uchwalona wypłata dywidendy w wysokości 0,7 zł/akcję

WZA spółki z dnia 27 czerwca 2022 roku podjęła uchwałę o wypłacie 0,70 zł dywidendy na akcję, czyli łącznie 36,7 mln zł z zysku 2021 roku. Dzień ustalenia prawa do dywidendy to 26 września, a jej wypłaty 7 października 2022 roku. Dla porównania rok wcześniej spółka wypłaciła 0,54 zł dywidendy na akcję. Rodzki na wypłatę dywidendy pochodzą m.in. z umorzenia certyfikatów inwestycyjnych.

Emisja akcji w ramach programu motywacyjnego

Założenia Programu Motywacyjnego za 2021 rok zostały spełnione, w tym IRR Spółki za 2021 r. przekroczył 15,00%. W związku z powyższym, w ramach wykonania Programu Motywacyjnego Zwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy w dniu 27 czerwca 2022 r. podjęła uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego spółki w drodze subskrypcji prywatnej z wyłączeniem prawa poboru akcjonariuszy spółki oraz zmiany statutu spółki. Zgodnie z uchwałą podwyższono kapitał zakładowy spółki z kwoty 51,4 mln zł do kwoty 52,5 mln zł, tj. o kwotę 1 mln zł poprzez emisję 1.028.648 nowych akcji na okaziciela serii C1 o wartości nominalnej 1 złoty każda. Akcje zostały objęte przez Tomasza Czechowicza w dniu 28 czerwca 2022 r. oraz opłacone w dniu 11 lipca 2022 r. Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego spółki nastąpiła w dniu 20 września 2022 r.

Program motywacyjny dla Przewodniczącego Rady Nadzorczej – Zbigniewa Jagiełły

Zwyczajne Walne Zgromadzenie spółki z dnia 27 czerwca 2022 roku przyjęło program motywacyjny dla Pana Zbigniewa Jagiełły na lata 2022-2025. Program Motywacyjny składa się z czterech uprawnień do nabycia akcji spółki: uprawnienie za rok 2022, 2023, 2024 oraz 2025 – warunkiem do nabycia uprawnienia za każde z lat jest łączne spełnienie następujących warunków dla poszczególnych uprawnień:

- (1) pełnienie przez beneficjenta funkcji członka RN spółki przez okres od 27 czerwca 2022 r. do końca roku kalendarzowego, którego dotyczy uprawnienie, oraz
- (2) niewystąpienie zdarzenia Bad Leaver w dowolnym momencie do momentu realizacji prawa z nabytego uprawnienia lub Good Leaver w okresie od 27 czerwca 2022 r. do końca roku kalendarzowego, którego dotyczy uprawnienie.

W ramach każdego z uprawnień spółka umożliwi beneficjentowi nabycie 131.152 akcji spółki po określonej cenie nabycia za każdą akcję (cena nabycia wyliczona zostanie jako iloczyn:

- (1) średniego kursu akcji spółki na rynku regulowanym z wybranego okresu w 2026 r. oraz
- (2) wartości 1-dyskonto, gdzie dyskonto zostanie wyliczone jako średnia roczna stopa wzrostu wartości aktywów netto GK spółki na akcję w okresie od 31 marca 2022 r. do 31 grudnia 2025 r. pomniejszoną o 5% (w przypadku gdy w powyższy sposób obliczona wartość dyskonta stanowi wartość ujemną przyjmuje się, że kwota ta wynosi zero)).

Skarga do Europejskiego Trybunału Praw Człowieka

W dniu 24 czerwca 2022 r. spółka złożyła skargę do Europejskiego Trybunału Praw Człowieka (ETPCz) w odniesieniu do zasądzonych wyroków i całości postępowania w sprawie JTT. Spółka w przedmiotowej skardze wskazała m.in. na naruszenia prawa do poszanowania mienia – działania aparatu skarbowego doprowadziły do upadłości likwidacyjnej JTT, której spółka była akcjonariuszem, powodując utratę wartości jej akcji i wielomilionowe szkody. Spółka wystąpiła w obronie własnych interesów, jako że zdaniem spółki przysługuje jej roszczenie odszkodowawcze przeciwko Państwu z tytułu utraty wartości akcji JTT. Spółka w skardze do ETPCz zarzuciła również naruszenie prawa do poszanowania mienia – do słusznego odszkodowania z tytułu działań wyrządzających szkody; po latach postępowania i wbrew kolejnym korzystnym wyrokom przyznającym pełne odszkodowanie za utratę wartości akcji JTT, doprowadzono finalnie do redukcji jego wysokości jedynie do 10% bez uzasadnienia dla takiego działania. Spółka wskazała także na naruszenie prawa do rozpatrzenia sprawy w rozsądnym terminie – postępowanie w sprawie trwało 16 lat, z czego 4 lata, to okres pomiędzy uchycieniem wyroku przez Sąd Najwyższy a rozstrzygnięciem po raz trzeci i ostatecznym rozstrzygnięciem sprawy przez Sąd Apelacyjny (wyrok, który pozbawia w istocie spółkę prawa do odszkodowania).

Odpowiedzi na pytania Akcjonariuszy ZWZ MCI Capital ASI S.A. z dnia 27 czerwca 2022 r.

11 lipca 2022 roku spółka opublikowała odpowiedzi na pytania Akcjonariuszy Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia MCI Capital ASI S.A. z dnia 27 czerwca 2022 r. Pytania i odpowiedzi dotyczą m.in. zaangażowania MCI Capital ASI S.A. w dług emitowany przez MCI Management sp. z o.o., posiedzenie rady nadzorczej spółki oraz konstrukcji programu motywacyjnego dla prezesa zarządu.

Finalizacja wyjścia z Azimo i objęcie akcji Papaya Global

W marcu 2022 r. subfundusz MCI.TechVentures 1.0. zawarł umowę, w wyniku której zrealizował wyjście z inwestycji w Azimo, brytyjskiego dostawcę rozwiązań płatniczych. Rozliczenie transakcji nastąpiło w lipcu 2022 r. MCI Capital, który wspierał kapitałowo Azimo od 2016 roku wyszedł częściowo z inwestycji – 50 proc. wartości transakcji otrzymał w ramach wypłaty gotówki, a pozostała część wartości w formie akcji Papaya Global, która specjalizuje się w obsłudze placowo-kadrowej międzynarodowych firm. Do jej klientów należą m.in. Microsoft, Toyota czy Vimeo. Oferuje rozwiązania umożliwiającej sprawne rozliczenia zobowiązań pracowniczych oraz onboarding pracowników w ponad 160 krajach na świecie. W spółkę zainwestowały również globalne fundusze takie jak Insight Partners czy Tiger Global, a wycena izraelskiego startupu sięgnęła 3,7 mld USD w ostatniej rundzie finansowania z września 2021 r, kiedy to pozyskała kolejne 250 mln USD na dalsze skalowanie biznesu. Transakcja zwiększa zasięg geograficzny Papaya Global oraz wzbogaca jej o wysoce rozwiniętą infrastrukturę technologiczną do globalnych transferów pieniężnych, którą Azimo rozwijało od 10 lat.

WYJŚCIA ZREALIZOWANE I POTENCJALNE

W 2022 roku fundusze zarządzane przez MCI dokonały trzech wyjść z inwestycji z Mobilteka, Linxa (dywidenda) oraz Azimo o łącznej wartości 51 mln zł. Do końca roku planowane są wyjścia przez MCI.InternetVentures z Focus Telecom oraz Hojo. Zarząd na ostatniej telekonferencji wynikowej wskazał, że obecnie rynek bardziej sprzyja zakupom niż wyjściom z inwestycji. Tym samym w naszym odczuciu w najbliższych kwartałach bardziej prawdopodobne są akwizycje niż transakcje wyjścia. Zarząd wskazał podczas telekonferencji, że na 2023 i 2024 rok planowane są również wyjścia z inwestycji w MCI.TechVentures (Gett, answer.com, Travelata) w związku z zaplanowanym w II połowie 2024 roku rozpoczęciem okresu likwidacji tego subfunduszu.

Harmonogram potencjalnych wyjść z inwestycji

2022	2023	2024	2025	2026+

Źródło: Prezentacja wynikowa MCI Capital za I półrocze 2022 roku

POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE – PŁYNNOŚĆ 777 MLN ZŁ

Na koniec I półrocza 2022 roku Grupa MCI Capital dysponowała płynnościami na poziomie ok. 777 mln zł. W tej kwocie przypadła na Subfundusz MCI.EuroVentures FIZ (ok. 482 mln zł gotówki i jej ekwiwalentów), a ok. 295 mln zł to dostępnym linie kredytowe. Dla przypomnienia ticket inwestycyjny w MCI.EuroVentures wynosi 25-100 mln EUR. Powyżej kwoty 50 mln EUR planowane są inwestycje z partnerami. Preferowane wielkości inwestycji dla tego funduszu są spółki z enterprise value 50-250 mln EUR.

Wyniki za 2Q22 i 1H22 roku

W 2Q2022 roku spółka wygenerowała zyski z inwestycji w wysokości 78,1 mln zł, EBIT na poziomie +69,4 mln zł i zysk netto 80,3 mln zł. Wartości kursowa na akcję na koniec 2Q22 wyniosła 34,4 zł w porównaniu do 33,6 zł na koniec 1Q22 roku, co oznacza spadek o 0,7% r/r i wzrost o 2,6% kw/kw. W stosunku do końca 2021 roku spadek NAV/akcji wyniósł ok. 2%, głównie ze względu na zadeklarowaną dywidendę. W ujęciu całego półrocza straty z inwestycji zmniejszyły się do -13,5 mln zł, EBIT do -20,8 mln zł, a wynik netto wyniósł -1,1 mln zł. Na wynik I półrocza złożył się dodatni wynik na CI MCI.EuroVentures FIZ (+131,2 mln zł), w tym przeszacowanie w górę inwestycji w eSky (+163 mln zł) i ujemny na CI MCI.TechVentures FIZ (-128,5 mln zł), w tym przeszacowanie Morele Group (udział MCI ok. -47 mln zł), Gett (udział MCI ok. -34 mln zł), Answear (udział MCI ok. -24 mln zł) i Travelata (udział MCI ok. -21 mln zł). Przychody z tytułu zarządzenia w 2Q22 wyniosły 3,3 mln zł (vs 3,5 mln zł w 1Q22). Dług netto wg naszych szacunków na koniec 2Q22 wyniósł ok. 162 mln zł (218 mln zł po skorygowaniu o zobowiązanie z tytułu dywidendy oraz zobowiązanie z tytułu gwarancji stopy zwrotu w MCI.TV) w porównaniu do 196 mln zł na koniec 1Q22 roku, m.in. dzięki spadkowi należności.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	r/r	1H21	1H22	r/r	2021	2022P	r/r
Przychody z tytułu zarządzenia	8,6	7,9	3,6	3,5	3,3	-62%	19,8	6,7	-66%	31,3	26,0	-17%
zyski z inwestycji	310,1	44,3	-20,2	-91,6	78,1	-75%	355,6	-13,5	nd	380,3	0,0	nd
EBIT	304,9	46,5	-38,3	-90,2	69,4	-77%	353,0	-20,8	nd	358,3	-3,5	nd
zysk netto	430,6	40,0	-40,3	-81,4	80,3	-81%	466,9	-1,1	nd	465,8	-21,1	nd
BV/akcj	34,7	35,5	35,2	33,6	34,4	-0,7%	34,7	34,4		35,2	33,4	

Źródło: MCI Capital (2Q21-2Q22, 2021), Noble Securities (2022P)

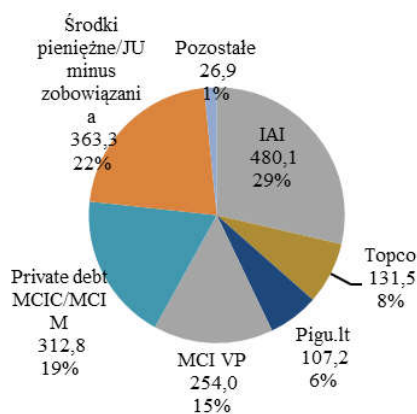
NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC I PÓŁROCZA 2022 ROKU

MCI.EuroVentures – ok. 400 mln zł gotówki i jej ekwiwalentów

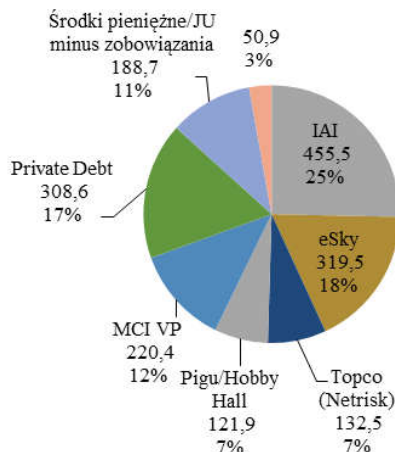
rednia stopa zwrotu MCI.EuroVentures FIZ w 2021 wyniosła 23%. Wynik subfunduszu MCI.EuroVentures 1.0. doło ył do wyniku Grupy MCI Capital w 1H2022 roku 131 mln zł zysku. Wi kszo zysku wynika z przeszacowania do warto ci godziwej nabytego pakietu akcji eSky (+163 mln zł). Inwestycja w IAI została przeszacowana w dół (-22 mln zł). Mimo i IAI poprawiła wyniki finansowe w 1H22, to jednak jej wycena została obni ona ze wzgl du na spadki wycen spółek porównywalnych. W portfelu MCI.EuroVentures FIZ dwie główne inwestycje na koniec I półrocza 2022 roku to IAI i eSky. Ł cznie odpowiadały one za 43% aktywów netto tego subfunduszu. Bie ca płynno w funduszu (bez uwzgl dnienia zobowi za) to 271 mln zł. Dodatkowo warto zwróci uwag , e w funduszu MCI.CreditVentures FIZ jest ok. 125 mln zł gotówki i e został on postawiony w stan likwidacji, a wi c mo na oczekiwania , e równie w miar upływu czasu sprzeda lub zapadanie jego aktywów (ok. 100 mln zł nie licząc gotówki) b dzie dodatkowym ródłem rodków pieni nych.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.EuroVentures na koniec 2021 i 1H22 roku

Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na 2021*



Portfel MCI.EuroVentures 1.0. FIZ na 1H22*



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

IAI

W prezentacji rocznej MCI Capital podano, e w 1H2022 IAI odnotowała istotny, dwucyfrowy wzrost wska nika GMV w uj ciu rok do roku, a w lad za rosn cym GMV spółka odnotowała dwucyfrowe wzrosty przychodów i EBITDA. Zarz d IAI pracuje nad repricingiem serwisu IAI i ofert usług dodanych, umo liwiając dalsz popraw monetyzacji GMV i zwi kszenie przychodów. Mimo poprawiających si wyników finansowych, wycena inwestycji w IAI w ksi gach MCIEV została zmniejszona, odzwierciedlając spadek wycen spółek porównywalnych na rynkach finansowych.

eSky.pl

W maju 2022 r. MCIEV sfinalizował transakcj , w wyniku której obj ł 55% akcji w spółce eSky za 158 mln zł. eSky.pl to polski lider w segmencie Online Travel Agency (OTA) z siln mi dzynarodow obecno ci w ponad 60 krajach. MCI nabyło 55% akcji Spółki za 157 mln zł, przy implikowanej wycenie Enterprise Value na poziomie 280 mln zł. Wynik TTV (Total Transaction Value) spółki za 2021 wyniósł 1,6 mld zł, przychody wyniosły 305 mln zł, a EBITDA 62 mln zł. Mno nik transakcyjny EV/EBITDA

wynosił 4,5x. Spółka została zakupiona w MCI w dobrym momencie, a obecnie jej wyniki istotnie się poprawiają. Na prezentacji wynikowej przedstawiciele MCI wskazali, że spółka poprawiła wynik EBITDA w 1H22 i że w całym 2022 roku oczekują poprawy tego wyniku o 100%. Tym samym biorąc nawet pod uwagę przeszacowanie tego pakietu w księgach MCI w górę o ok. 100%, w dalszym ciągu istnieje potencjał do wzrostu wartości. W naszym odczuciu w 2022 roku i 2023 roku będzie to główny driver wzrostu wartości w Subfunduszu MCI.EuroVentures FIZ, a prawdopodobnie również w kontekście całej Grupy Kapitałowej MCI.

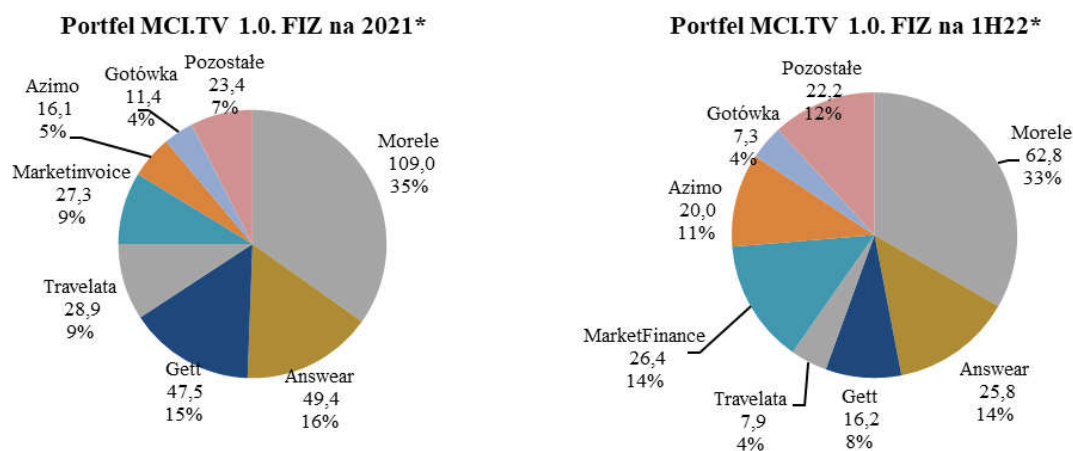
Netrisk

Spółka szybko się rozwija, a wzrost organiczny wzmacnia akwizycjami. Spółka dokonała 6 przejęć w ciągu 2,5 roku. Ostatnią akwizycją jest przejęcie austriackiej spółki durchblicker. Model biznesowy agregatora ubezpieczeń jest bardzo efektywny, a przy wysokiej skali produktywność i rentowność biznesu jest bardzo wysoka. Dodatkowo wysoka jest konwersja wyniku EBITDA na gotówkę. W 2022 roku spółka generuje ok. 14% wzrostu organicznego. Warto zwrócić uwagę na niecykliczność biznesu ubezpieczeniowego.

MCI.TechVentures

MCI.TechVentures FIZ istotnie ucierpiał w I połowie 2022 roku. Istotny wpływ na to miała przecena spółek technologicznych na rynkach globalnych oraz sytuacja za naszą wschodnią granicą. Średnia stopa zwrotu MCI.EuroVentures FIZ w ciągu pierwszych 6 miesięcy 2022 roku wyniosła -40,7%. Z pozytywów warto wskazać na czynniki odwrócenie odpisu na Travelata. Na niezrealizowane straty z wyceny lokat w tym subfunduszu w 1H22 w kwocie 281,7 mln zł składają się m.in. przeszacowanie Morele Group (-108,6 mln zł), Gett (-79,5 mln zł), Answear (-55,4 mln zł) i Travelata (-48,7 mln zł). Wpływ straty MCI.TechVentures FIZ na wyniki MCI wyniósł w 1H22 -128,5 mln zł, w tym przeszacowanie Morele Group (ok. -47 mln zł), Gett (-34 mln zł), Answear (-24 mln zł) i Travelata (-21 mln zł). Warto dodać, że 14 września 2022 r. został dokonany automatyczny wykup certyfikatów inwestycyjnych MCI.TechVentures 1.0. w związku z wygenerowaniem przez subfundusz nadwyżki środków płynnych w wysokości 25,3 mln zł. Z opisanej wypłaty MCI otrzyma ok. 12 mln zł. Główne inwestycje tego subfunduszu na koniec 1H22 roku to Morele i Answear, łącznie stanowiące prawie 50% aktywów netto.

Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.TechVentures na koniec 2020 i 2021 roku



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

Morele.net

Morele.net w roku obrotowym zakończonym 31 marca 2021 roku wygenerowały przychody na poziomie 1027 mln zł (vs 822 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego). EBITDA w okresie zakończonym 31 marca 2021 roku wyniosła 50,3 mln zł, w porównywalnym 12 miesięcznym okresie wyniosła 10,5 mln zł. Spółka rozwija marketplace oraz zwiksza swoją obecność na rynkach zagranicznych. Marka Morele ze swojej oferty produktów od 2021 jest obecna na 10 rynkach europejskich. Spółka wskazuje, że w pierwszym półroczu 2022 roku GMV firmy z rynków zagranicznych był o ponad 9 mln wyższy niż w analogicznym okresie w 2021 roku i ze sporym zainteresowaniem zagranicznych konsumentów cieszą się jej marki własne z kategorii fitness. Spółka rozwija się na rynkach zagranicznych stosując robotyzację – rozwijania klasy RPA (Robotic Process Automation), która pozwala na automatyzację procesów biznesowych i modyfikacji procesów backoffice.

Answer.com

Spółka Answer w I półroczu 2022 roku zrealizowała przychody 376 mln zł (+39% r/r), a EBITDA 20 mln zł (+14% r/r). Mimo poprawy wyników finansowych w związku z ogólną dekonjunkturą giełdową i wzrostem awersji do ryzyka, cena akcji spółki na giełdzie w I połowie 2022 roku spadła o 49%. Przewidywania miały wpływ na wyniki Subfunduszu MCI.TechVentures FIZ w I półroczu 2022 roku. Warto jednak zwrócić uwagę, że dynamika wzrostu przychodów się poprawia i według wstępnych szacunków, sprzedaż online spółki wzrosła w 3Q22 o 51% r/r do 244 mln zł. Tym samym przychody ze sprzedaży za trzy kwartały 2022 r. wyniosły 608 mln zł i wzrosły o 43% r/r. Sprzedaż online za 9 miesięcy wyniosła 607 mln zł i wzrosła o 38% r/r. Trzeci kwartał był pierwszym w tym roku pełnym okresem, który uwzględnił ponownie uruchomiony rynek ukraiński. Zarząd spółki w tym obszarze pozostaje optymistami, widząc stał się odbudowę tego rynku, co powinno w przyszłości przynieść jeszcze lepszą sprzedaż. Spółka liczy, że mimo ryzyka i wysokiej inflacji czwarty kwartał będzie dla niej najlepszym okresem w całym roku. Kurs spółki powoli zaczął się odbudowywać i w 3Q22 cena akcji Answer na GPW wzrosła o 10%.

Gett

Na początku maja Gett poinformował, że założyciel spółki Dave Waiser odchodzi aby zbudować nową firmę po ponad dekadzie u steru Gett. Aby wesprzeć cele rozwojowe firmy, akcjonariusze zrefinansowali całe zadłużenie firmy i planują dokapitalizowanie spółki, aby umożliwić jej realizację celów biznesowych i osiągnięcie dodatniego przepływu środków pieniężnych, po raz pierwszy w historii spółki. Na koniec I półroczu 2022 roku inwestycja w portfelu MCI.TV z udziałem MCI Capital była wyceniana na 16,2 mln zł w porównaniu do 47,5 mln zł na koniec 2021 roku. Zarząd MCI wskazał na telekonferencji kwartalnej, że w lipcu 2022 roku po raz pierwszy w swojej historii Gett stała się spółką dochodową i przestał generować negatywne przepływy gotówkowe, co stwarza szansę na zmniejszenie straty na inwestycji.

ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

W kontekście sytuacji płynnościowej spółki warto zwrócić uwagę na całkowitą spłatę weksli w stosunku do funduszy inwestycyjnych, uplasowanie z sukcesem II transzy emisji obligacji publicznych na kwotę 81 mln zł, czy uzyskanie linii kredytowej w ING Banku na kwotę 173 mln zł, która może być wykorzystana w razie pojawienia się okazji inwestycyjnych. Dług netto wg naszych szacunków na koniec 2Q22 wyniósł ok. 162 mln zł w porównaniu do 196 mln zł na koniec 1Q22 roku. Warto jednak zaznaczyć, że spadek jest przejściowy, gdyż po stronie zobowiązań spółka wykazuje zobowiązanie z tytułu dywidendy (36,7 mln zł) oraz zobowiązanie z tytułu gwarancji stopy zwrotu w MCI.TV (19 mln zł). Po skorygowaniu o te dwa zobowiązania dług netto wynosi ok. 218 mln zł. Spółka podała w prezentacji, że dysponuje kwotą ok. 777 mln zł płynności na potencjalne inwestycje. We wrześniu pojawiła dodatkowa gotówka z kolejnego umorzenia certyfikatów inwestycyjnych w MCI.TV FIZ, z czego na MCI przypadło ok. 12 mln zł.

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: 4 mln zł	310 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: 55 mln zł	196 mln zł tytułu obligacji, 14 mln zł z tytułu kredytów	Na koniec 1H22 zobowiązanie z tytułu dywidendy wynosiło 36,7 mln zł, a zobowiązanie z tytułu gwarancji stopy zwrotu w MCI.TV 19 mln zł.
MCI.TechVentures FIZ***	16,7 mln zł	brak	Zobowiązania łączne na dzień 30.06.2022 wynosiły 2,5 mln zł.
MCI.EuroVentures FIZ ***	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, jednostki i certyfikaty funduszy inwestycyjnych dłużnych: ok. 400 mln zł	brak	Zobowiązania łączne na dzień 30.06.2022 wynosiły 81,3 mln zł

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

* Stan na koniec 2021, ** Stan na koniec 1H2022, *** na podstawie prezentacji wynikowej za 1H2022 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 stosowała zasadę zgłoszenia kandydatury na członków rady w terminie umożliwiający podjęcie przez akcjonariuszy obecnych na walnym zgromadzeniu decyzji z należytym rozważaniem, w sytuacji, gdy kandydat na członka rady nadzorczej spółki będzie znany w terminie nie późniejszym niż 3 dni przed dniem walnego zgromadzenia spółki.

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko związane z koniunkturą giełdową – historycznie udział inwestycji notowanych na giełdzie w stosunku do wartości całego portfela był wysoki, a obecnie spadł on do kilku procent. Niemniej jednak koniunktura rynkowa wpływa na wyceny spółek porównywalnych do spółek znajdujących się w portfelu MCI Capital. Widoczny wpływ w wycenach pozycji portfelowych w I półroczu 2022 roku. W przypadku kontynuacji przeceny rynkowej mogłoby to negatywnie przełożyć się na wyceny 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

zarz du spółki mo e by przeznaczona na kolejne du e inwestycje. Tym samym ryzyko koncentracji pozostaje wysokie.

Ryzyko niskiej płynności wielu inwestycji – inwestycje private equity charakteryzuj si niskim poziomem płynno ci, co uniemo liwia szybkie wyj cie z inwestycji i istotnie wydłu a ich horyzont czasowy.



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody z tytułu zarządzania	31	15	15	15
Zyski z inwestycji	380	0	98	99
Koszty działalno ci operacyjnej	41	37	37	37
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0	0	0	0
EBIT	358	-12	86	87
Koszty i przychody finansowe netto	-11	-26	-26	-26
Zysk przed opodatkowaniem	346	-38	60	61
Podatek dochodowy	119	38	0	0
Zysk netto	465	0	60	61

Źródło: MCI Capital ASI (2021), Noble Securities (prognozy, 2022P-2024P)

Bilans (mln zł)	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa	2 064	2 028	2 051	2 076
Aktywa trwale	2 014	1 969	1 987	1 975
Certyfikaty inwestycyjne	2 009	1 964	1 982	1 970
Inne aktywa trwale	5	5	5	5
Aktywa obrotowe	50	59	64	100
rodki pieniężne i ich ekwiwalenty	21	52	57	94
Inne aktywa obrotowe	29	7	7	7
Pasywa	2 064	2 028	2 052	2 076
Kapitał własny razem	1 808	1 772	1 796	1 820
Zobowiązania długoterminowe	137	137	137	137
Obligacje	110	110	110	110
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	11	11	11	11
Inne	16	16	16	16
Zobowiązania krótkoterminowe	119	119	119	119
Obligacje	17	17	17	17
Zobowiązania z tytułu weksli	66	66	66	66
Inne	36	36	36	36

Źródło: MCI Capital ASI (2021), Noble Securities (prognozy, 2022P-2024P)

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2021	2022P	2023P	2024P
CF operacyjny	79	93	68	99
CF inwestycyjny	-2	0	0	0
CF finansowy	-95	-61	-62	-62
CF	-18	32	5	36
Stan środków pieniężnych na początek okresu	39	21	52	57
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	21	52	57	94

Źródło: MCI Capital ASI (2021), Noble Securities (prognozy, 2022P-2024P)

Wybrane wskaźniki	2021	2022P	2023P	2024P
Wartość księgową na akcję	34,47	33,14	33,57	34,03
Dywidenda na akcję	0,5	0,7	0,7	0,7
Dług netto	172	141	136	99
Dług netto/BV	10%	8%	8%	5%
Liczba akcji	52,5	53,5	53,5	53,5
P/BV	0,45	0,47	0,46	0,46

Źródło: MCI Capital ASI (2021), Noble Securities (prognozy, 2022P-2024P)

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 przypadającego 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 i opinie Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie na analizie przeprowadzonej przez Analityka, bez uzgodnienia 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. Człowiek aktualizacji wyniku 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 wyników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń i jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywalnych). Do jej wad można zaliczyć: duży wpływ zmian 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 zobowiązania firmy. W ten sposób uzyskana wycena informuje bezpośrednio o 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 WPLYNAĆ 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 należy do 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 należy do 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 inne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowi cichym zawodowcem, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi do niewłaściwych 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. chemiczne mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i

wykorzystania informacji poufnej oraz stanowi tych tajemnic zawodów. 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 procedur wewnątrznych regulujących 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 ni Analitycy, Raportu, zawierającego treść zaleceń lub celów docelowych, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności z działaniem NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnątrzny 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 będących przedmiotem 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 wewnątrzny 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 będących przedmiotem 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 najlepszymi wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub gdzie znajduje się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować inne czynniki ryzyka, ani inne, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą ponieść utratę całości lub części 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 wskazane 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. uzupełniającego 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 strategii inwestycyjnych 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 portfelem, 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 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 sporządził ten Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzenia Raportu: 07.10.2022, godz. 10.10. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 07.10.2022, godz. 10.15.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane raporty dotyczące MCI Capital ASI S.A.

Raport	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

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)
Bioton	nd	4,7	3,8	3,63	29%	06.09.2022	24m	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5	310,00	-7%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1	11,89	9%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4	67,30	4%	05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5	6,08	-19%	12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	20,9	22,6	22,70	-8%	04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0	138,00	18%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9	12,74	130%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2	13,90	56%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5	35,95	44%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Sprzedaj	74,1	94,4	110,26	-33%	24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Sprzedaj	98,6	117,0	104,60	-6%	24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Apator	Redukuj	12,2	14,8	13,62	-10%	06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1	13,40	19%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8	9,60	6%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4	25,80	110%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	626,0	502,0	513,00	22%	18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0	23,80	63%	13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0	16,05	106%	02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,2	4,1	3,63	97%	19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5	88,40	9%	08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0	300,50	67%	07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Kupuj	13,2	10,1	6,14	115%	28.03.2022	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	42,2	24,8	12,74	231%	16.03.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	812,0	700,0	600,00	35%	15.03.2022	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Trzymaj	57,9	55,6	33,54	72%	11.03.2022	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	3,5	2,7	2,11	68%	10.03.2022	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	19,1	11,4	11,95	60%	03.03.2022	24M	Dariusz Dadej
BoomBit	Kupuj	22,9	18,3	9,56	140%	04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	31,8	19,6			05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6			22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	176,4	193,0			21.12.2021	9M	Maciej Kietliński
Dino Polska	Redukuj	295,0	338,0			03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	12,2	10,9			03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Apator	Trzymaj	19,1	18,7			29.11.2021	9M	Michał Sztabler
OncoArendi	Kupuj	48,1	38,4			16.11.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	157,6	131,6			18.10.2021	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Kupuj	549,3	382,6			18.10.2021	9M	Maciej Kietliński
TIM	nd	62,3	42,6			14.10.2021	24M	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	51,5	53,5			11.10.2021	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	41,2	22,5			07.10.2021	24M	Krzysztof Radojewski

(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, Maciej Kietliński - pracownik Noble Securities do 2022-06-30

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPWsobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFAjacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04

