

## MCI Capital – perspektywy na kolejny dobry rok

MCI miniony rok może zaliczyć do udanych, a bieżący rok zapowiada się również w naszej opinii obiecująco. Spółka zwiększyła wartość posiadanych aktywów, dokonała dwóch przejęć oraz w dalszym ciągu dysponuje ponad 400 mln zł gotówki na nowe inwestycje. Perspektywy wynikowe głównych inwestycji portfelowych takich, jak Netrisk, eSky czy IAI w kolejnych kwartałach wydają się być również bardzo dobre. Dodatkowo spółka wzmocniła zarząd osobą Pawła Borysa. W wyniku aktualizacji naszych prognoz, korygujemy nieznacznie wycenę akcji MCI Capital z 40,3 zł do 40,7 zł w horyzoncie 9-miesięcznym.

### Wyniki za 2023 – dobry rok, najwięcej dołożył Netrisk

W całym 2023 roku zyski z inwestycji wyniosły 209 mln zł, EBIT 195 mln zł, wynik netto 165 mln zł, przy czym 4Q23 lekko pogorszył wynik po trzech kwartałach 2023 roku. Najwięcej do wyniku w 2023 roku dołożyło przeszacowanie inwestycji w Netrisk (+106 mln zł), który poprawił swoją pozycję rynkową i wycenę po transformacyjnej fuzji z aktywami Bauer Media Group. Wartość księgową na 1 akcję na koniec 2023 wynosiła 39,7 zł (+8,6% r/r).

### Perspektywy na 2024 – solidne podstawy do dalszego wzrostu

Perspektywy spółki na 2024 rok postrzegamy bardzo pozytywnie. Oczekujemy dalszej pozytywnej kontrybucji do wyników inwestycji w Netrisk, która korzysta na ostatniej fuzji, poprawy wyników w eSky wspartej oczekiwanym uregulowaniem warunków współpracy z Ryanair oraz poprawie wyników w ostatnio przejętych spółkach. Płynność Grupy MCI wynosi ok. 447 mln zł, a więc mimo ostatnich zakupów w dalszym ciągu dysponuje środkami na kolejne inwestycje. Retoryka zarządu podczas ostatniej telekonferencji sugeruje również w naszej opinii, że w najbliższych dwóch latach możliwe są duże wyjścia z inwestycji w Netrisk czy IAI, co również może dodatkowo zwiększyć dostępną płynność.

### 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 (37,3 zł), co po zważeniu równymi wagami w horyzoncie 9-mies. implikuje wycenę równą 40,7 zł.**

mln zł	2021	2022	2023	2024P
Zyski z inwestycji	380	141	209	114
zysk netto	465	143	165	72
NAV/akcję	35,2	36,5	39,7	41,1
P/E (x)	2,8	nd	8,0	18,2
P/NAV (%)	71%	67%	63%	61%

Źródło: MCI Capital ASI (2021-23), Noble Securities (2024P)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 05.04.2024 o godz. 8:30. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 05.04.2024 o godz. 8:40.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLEWSKI

Cena bieżąca	25,1 zł
Wycena (9M)	40,7 zł
Potencjał wzrostu	62%
Kapitalizacja	1 317 mln zł
Free float	20%
Śr. wolumen 6M	4 435



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

MCI Capital to jeden z wiodących w Europie Środkowo-Wschodniej funduszy private equity. Grupa Zarządza aktywami o wartości 3 mld zł.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Tomasz Czechowicz	80,4%
Pozostali	19,6%

Źródło: infostrefa.com

**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
NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 2023 ROKU.....	5
ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA.....	9
ZASADY ESG.....	9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA .....	10

**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). Cenę docelową wyznaczamy w horyzoncie 9-miesięcznym. Koszt kapitału wyliczamy z modelu CAPM (beta 1 – bez zmian, stopa wolna od ryzyka 5,45% vs 5,54% poprzednio, premia za ryzyko rynkowe 5,84% vs 6,28% poprzednio) na 11,3% (poprzednio 11,8%). Uzyskana wycena w horyzoncie 9-miesięcznym to 40,7 zł (vs 40,3 zł poprzednia wycena).

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana %
Aktywa netto (NAV) na 31.12.2023	0,50	39,7	40,7	-2%
Wycena porównawcza	0,50	37,3	35,3	5%
<b>Średnia wycena</b>		<b>38,5</b>	<b>38,0</b>	<b>1%</b>
<b>Wycena w horyzoncie 9-mies. (koszt kapitału 11,3%)</b>		<b>40,7</b>	<b>40,3</b>	
Cena aktualna		25,1	23,7	6%
Potencjał		62%	70%	

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 grudnia 2023 r. wskaźnik P/BV dla spółek porównywalnych wynosił 0,87x a dla MCI 0,58x, a obecnie spółki porównywalne są wyceniane na P/BV 0,94x, a MCI 0,63x (dyskonto w wycenie MCI do grupy porównawczej wynosi zatem do ok. 33%). 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 37,3 zł na akcję (poprzednio 35,3 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x) L12M	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	136 131	1,48	2,1%
GIMV NV	PLN	5 213	0,85	6,0%
EURAZEO	PLN	25 774	0,72	3,0%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	2 047	0,72	4,0%
<b>Średnia</b>			<b>0,94</b>	
MCI Capital	PLN	1 317	0,63	2,8%
Premia/dyskonto do średniej (%)			-33%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		<b>37,3</b>	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 03.04.2024 r. godz. 10:00

**ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT**

Dokonałiśmy drobnej korekty prognoz wyników finansowych pozostawiając główne założenie wzrostu w 2024 roku i w kolejnych latach wartości CI o 5% roczne bez zmian.

	2024P Stara	2024P Nowa	zmiana	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana
Przychody z tytułu zarządzania	16	22	39%	16	22	39%
Zyski z inwestycji	118	114	-3%	117	116	0%
EBIT	91	99	9%	89	100	12%
Zysk netto	53	72	37%	58	73	25%
NAV/akcję	41,3	41,1	-1%	42,4	42,4	0%

Źródło: Noble Securities

**OSTATNIE WYDARZENIA****Grupa IAI przejęła pakiet większościowy AtomStore**

W grudniu 2023 roku Grupa IAI przejęła pakiet większościowy firmy AtomStore specjalizującej się w rozwiązaniach dla sprzedawców w e-commerce. Tym samym IAI weszła w segment najbardziej wymagających klientów enterprise (średnich i dużych sklepów).

**Paweł Borys partnerem zarządzającym MCI**

Spółka poinformowała, że Paweł Borys, dotychczasowy prezes PFR, został partnerem zarządzającym MCI oraz, że z dniem 8 kwietnia 2024 roku obejmie funkcję prezesa MCI Capital TFI oraz wiceprezesa MCI Capital ASI. Paweł Borys to menedżer z 24-letnim doświadczeniem w inwestycjach oraz zarządzaniu w polskich i międzynarodowych instytucjach finansowych. Pracował w Erste Banku, Deutsche Banku, AKJ Investment TFI, PKO Banku Polskim i PFR. Specjalizuje się w inwestycjach, budowaniu strategii, usługach finansowych, nowych technologiach oraz reorganizacjach i integracjach. Zarządzał funduszami rynku publicznego, realizował strategiczne M&A i inwestycje private equity o wartości ponad 20 mld zł.

**Wyniki 2023 roku**

W całym 2023 roku zyski z inwestycji wyniosły 209 mln zł, EBIT 195 mln zł, wynik netto 165 mln zł, przy czym 4Q23 lekko pogorszył wynik po trzech kwartałach 2023 roku. W całym minionym roku pozytywnie na wynik wpłynął wzrost wartości CI MCI.EuroVentures FIZ (+232 mln zł, co przekłada się na 231 mln zł udziału MCI) oraz strata na przeszacowaniu MCI.TechVentures FIZ (-55,5 mln zł, co przekłada się na -27,9 mln zł udziału MCI) oraz zrealizowany zysk na umorzeniu CI MCI.InternetVentures w likwidacji (+9,3 mln zł). Koszty operacyjne w 2023 roku wyniosły 37,6 mln zł (vs 21,2 mln zł w 2022 roku), a ich wzrost wynika m.in. z rozpoznania kosztów carry fee w wysokości 12,4 mln zł (vs 1,6 mln zł w 2022 roku). Wzrost kosztów finansowych wynika z wyższych kosztów odsetek od kredytów bankowych.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	r/r	2022	2023	r/r
Przychody z tytułu zarządzania	4,0	4,4	4,4	6,4	7,0	74%	16,7	22,2	33%
zyski z inwestycji	85,7	17,5	124,9	88,5	-21,5	-125%	141	209	49%
EBIT	91,7	14,7	111,4	89,1	-20,2	-122%	137	195	43%
zysk netto	83,9	10,3	97,3	81,1	-23,8	-128%	143	165	15%
BV/akcję	36,5	36,7	38,6	40,1	39,7	8,6%	36,5	39,7	8,6%

Źródło: MCI Capital (4Q22-4Q23, 2022, 2023)

**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 skupu akcji, zakup udziałów w Webcon w listopadzie za 163 mln zł i zakup udziałów Focus Telecom Polska w grudniu za 80 mln zł. W listopadzie został również nabyty kolejny pakiet akcji Answear za 8,2 mln zł, a w grudniu została udzielona pożyczka konwertowalna do PHH Group o wartości 10 mln zł. Najbliższe planowane wyjścia to m.in. rekaptalizacja dywidendowa eSky. Dodatkowo dwa duże exity przygotowywane na 2024/2025 to Netrisk, gdzie zarząd oczekuje bardzo dobrego wyniku oraz IAI. Są również prowadzone rozmowy w sprawie wyjścia z Getta. Mimo ostatnich zakupów Grupa MCI Capital w dalszym ciągu dysponuje płynnością na poziomie ponad 447 mln zł, która może być przeznaczona na kolejne przejścia.

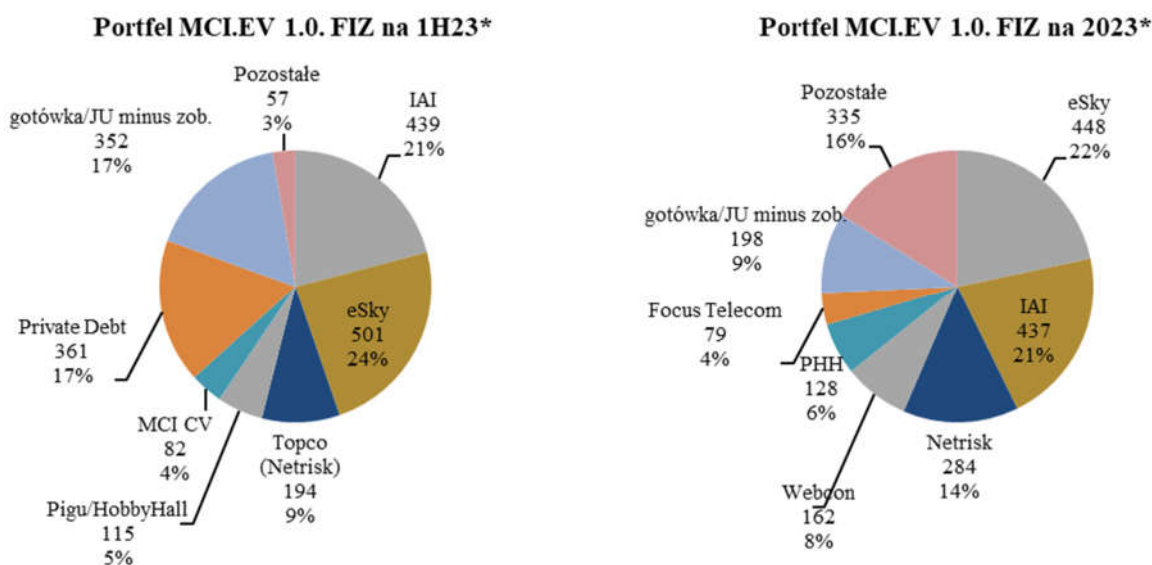
**Harmonogram potencjalnych wyjść z inwestycji**

Źródło: Prezentacja wynikowa MCI Capital za 2023

**NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 2023 ROKU****MCI.EuroVentures**

Średnia stopa zwrotu CI subfunduszu MCI.EV FIZ w 2023 roku wyniosła +12%, a wynik subfunduszu w tym okresie to 232 mln zł (z tego 99,53% przypadło na MCI Capital ASI), w tym 3,9 mln zł zysku na umorzeniu niespełna 3% certyfikatów tego subfunduszu. Do wyników MCI.EV najsilniej kontrybuowały w 2023 r. wzrost wartości Netrisk (105,9 mln zł), eSky (18,9 mln zł), Gett (13,5 mln zł), IAI (12,2 mln zł) oraz nabytych akcji MCI Capital ASI (33,9 mln zł). W portfelu MCI.EuroVentures FIZ dwie główne inwestycje na koniec 2023 roku to eSky i IAI. Łącznie odpowiadały one za 43% aktywów netto tego subfunduszu.

## Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.EuroVentures na koniec 1H2023 i 2023



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

## eSky.pl

Inwestycja w eSky.pl była koniem pociągowym wyników finansowych MCI w I połowie 2023 roku, jednak zawirowania rynkowe związane ze zmianą polityki Ryanair wobec niezależnych pośredników (OTA) spowodowała wyhamowanie dynamiki wzrostu wyników, co przełożyło się na wycenę eSky.pl. Niemniej jednak inwestycja ta dołożyła do wyniku MCI w całym 2023 roku 18,9 mln zł. Podczas telekonferencji poświęconej wynikom rocznym 2023 roku, przedstawiciele MCI wskazali, że wkrótce planowane jest kompleksowe uregulowanie umowy współpracy z Ryanair, co powinno pozytywnie przełożyć się na wyniki eSky.pl. W styczniu 2024 roku Ryanair ogłosił, że doszedł już do porozumienia z Kiwi.com, pośrednikiem odpowiadającym za największą część sprzedaży jego lotów przez OTA. Dodatkowo eSky mocno rozwija pakietowanie dynamiczne, które ma być głównym czynnikiem poprawy wyników w najbliższych kwartałach i latach. Oprócz wzrostu organicznego, eSky.pl pracuje również nad akwizycjami. W styczniu br. media spekulowały, że spółka negocjuje z Fosun Tourism Group sprzedaż Thomas Cook. Thomas Cook Group plc to biuro podróży założone przez Thomasa Cooka w Leicestershire, działające w latach 1841–2019. Było jednym z najstarszych i największych na świecie biur podróży, które ogłosiło upadłość 23 września 2019 roku.

## IAI

MCI w prezentacji za 2023 roku podało, że EBITDA IAI S.A. w 2023 roku wzrosła o 30%, co wg naszych szacunków oznacza, że EBITDA wyniosła ok. 42 mln zł. Dodatkowo dla przypomnienia w grudniu 2023 roku Grupa IAI przejęła pakiet większościowy firmy AtomStore specjalizującej się w rozwiązaniach dla średnich i dużych sprzedawców w e-commerce, co m.in. w ocenie MCI wpłynęło na poprawę wyniku EBITDA w styczniu o 42% r/r. Ważnym czynnikiem wzrostu IAI jest również wprowadzona usługa IdoPay oraz rozwiązania dla klientów umożliwiające sprzedaż zagraniczną cross-border. Tym samym można oczekiwać, że w 2024 roku IAI będzie kontynuować poprawę wyników finansowych wspartą akwizycją oraz zwiększeniem penetracji IdoPay oraz pakietu umożliwiającego klientom sprzedaż międzynarodową.



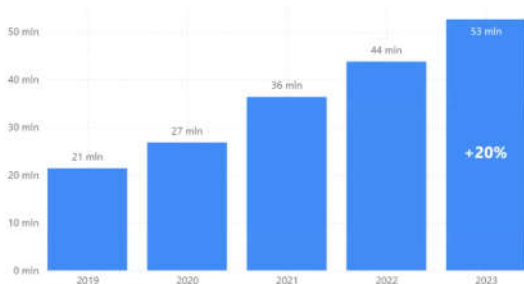
## Netrisk

Zarząd MCI wskazuje, że dużym czynnikiem wpływającym na poprawę wyceny Netrisk była transformacyjna fuzja Netrisk z aktywami Bauer Media Group, które doprowadziły Netrisk do osiągnięcia pozycji absolutnego lidera na 6 rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. Prezes MCI podczas telekonferencji zwrócił uwagę, że przygotowywane jest wyjście z Netriska, które może zostać sfinalizowane w 2024/2025 roku i które wygeneruje dla MCI bardzo atrakcyjną stopę zwrotu. W naszej opinii można oczekiwać, że w 2024 roku Netrisk skorzysta na synergii wynikających z fuzji i będzie dalej poprawiać wyniki finansowe, co powinno wpłynąć pozytywnie na wycenę. Przedstawiciele MCI Capital wskazują również, że zainteresowanie aktywami w obszarze dystrybucji ubezpieczeń online istotnie wzrosło po przejęciu przez Silver Lake w 2022 roku włoskiego facile.it za 1,1 mld USD. Serwis reorg.com podaje, że facile.it miało w 2022 roku 140 mln USD przychodów, a EBITDA w 2021 roku wyniosła 42-48 mln EUR. Sugeruje to wysokie wskaźniki wyceny transakcji.

## Webcon

25 listopada 2023 roku MCI Capital poinformowało o nabyciu 65,05% udziałów w spółce Webcon sp. z o.o. za kwotę 163,3 mln zł. Na koniec roku inwestycja była wyceniana po cenie nabycia. Firma Webcon jest producentem oprogramowania, dostawcą systemów zarządzania procesami i elektronicznym obiegiem dokumentów. Webcon jest dostawcą rozwiązań, które umożliwiają zarządzanie procesami biznesowymi w oparciu o rozwiązanie low code. Spółka oferuje klientom platformę, która umożliwia tworzenie własnych aplikacji skrojonych dla ich potrzeb bez konieczności angażowania zespołów programistycznych – od małych aplikacji do bardziej rozbudowanych. Spółka posiada pozycję lidera tego typu rozwiązań na rynku polskim i chce mocniej postawić na ekspansję międzynarodową, w tym w państwach niemieckojęzycznych (DACH), w których już teraz generuje ok. 30% przychodów. Spółka ma również przyczółek na rynku amerykańskim. Sprzedaż Webconu coraz bardziej konwertuje się w kierunku sprzedaży abonamentowej kosztem sprzedaży licencji. W najbliższych latach celem spółki jest wzrost sprzedaży o 40% rocznie.

## Przychody Webcon w latach 2019-2023



Źródło: Prezentacja Webcon przedstawiona podczas telekonferencji rocznej MCI Capital ASI

## PHH

Inwestycja MCI w PHH jest w dalszym ciągu poniżej ceny nabycia, co wynika m.in. z wymagającego otoczenia ecommerce w krajach bałtyckich oraz spadku wycen spółek porównywalnych. W ostatnim czasie spółka wzmocniła zespół zarządzający, który się skupia na poprawie efektywności.

## Focus Telecom

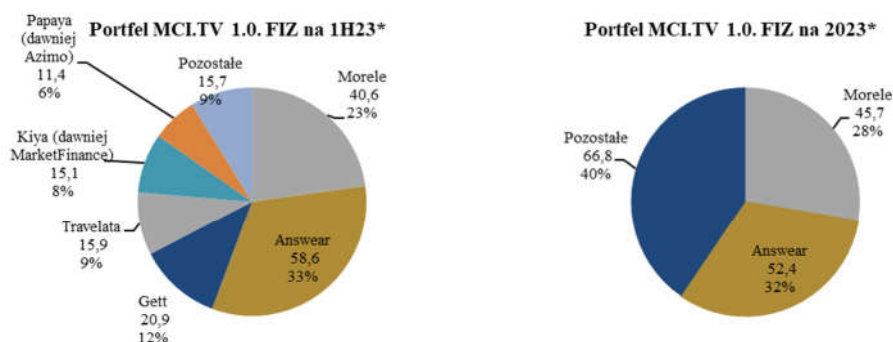
W dniu 6 grudnia 2023 r. MCI.PrivateVentures FIZ, działający na rzecz subfunduszu MCI.EuroVentures 1.0. nabył 80% udziałów Focus Telecom za cenę 80,1 mln zł. MCI zna już dobrze tę spółkę, gdyż wcześniej był jej udziałowcem za pośrednictwem InternetVentures. Focus Telecom, który zatrudnia ponad 120 osób, 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). Plany na najbliższe lata to dalszy wzrost organiczny wspierany akwizycjami. Focus Telecom obsługuje obecnie ok. 650 firm – głównie średnich i dużych. Zarząd spółki uważa, że jest jeszcze daleko od wyczerpania potencjału w Polsce. Spółka pracuje również nad włączeniem AI do swoich usług – pierwsze efekty mają być widoczne po uruchomieniu opartego na AI bota głosowego i tekstowego.

## MCI.TechVentures

MCI.TechVentures to subfundusz, którego likwidacja rozpocznie się w 2024 roku, a więc działania zespołu zarządzającego będą zmierzać w kierunku wyjść z inwestycji. Zarząd oczekuje, że wyjścia będą po cenie zbliżonej do wycen księgowych lub powyżej nich. W 2023 roku ujemny wynik na wycenie MCI.TV FIZ wyniósł 55,5 mln zł (-28 mln zł w udziale przypadającym na MCI Capital), na co składają się straty na przeszacowaniu inwestycji w MarketFinance w kwocie 20,5 mln zł, Gett w kwocie 17,3 mln zł, GameDesire w kwocie 11,1 mln zł, Travelata w kwocie 5,4 mln zł oraz Papaya w kwocie 5 mln zł, skompensowanych częściowo wzrostem wyceny inwestycji subfunduszu w Answear w kwocie 11,2 mln zł. MCI zaprzestał podawania dokładnego rozbicia aktywów MCI.TV, ale szacujemy, że największą inwestycją pozostają answear.com (wycena 98 mln zł na koniec 2022 roku i wzrost wartości w 2023 roku o 11 mln zł) oraz morele.net (wycena 95 mln zł na koniec 2023 roku).

### Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.TechVentures na koniec 1H2023 i 2023 roku



Źródło: Noble Securities na podstawie prezentacji MCI (1H2023 rok), szacunki Noble Securities (2023 rok), \*ważone udziałem MCI Capital

## Answear.com

Przychody ze sprzedaży w 2023 r. wyniosły 1,26 mld zł i wzrosły o 29,3% r/r, EBITDA w 2023 roku wyniosła 57 mln zł, co oznacza spadek o 8,5% r/r. Answear koncentruje się na poszerzaniu swojej oferty produktowej. Spółka jest zadowolona z akwizycji marki PRM i ocenia, że może ona osiągnąć break even point pod koniec 2024 roku, z kolei w II połowie 2024 roku spodziewa się poprawy koniunktury konsumenckiej, również na rynku e-commerce.

## Morele.net

Jako dobry znak odbieramy fakt, iż wycena spółki w księgach MCI wzrosła z 84 mln zł w połowie 2023 roku do 95 mln zł na koniec 2023 roku. Z drugiej strony jest to poziom zbliżony do tego sprzed roku. Tym samym wydaje się, że sytuacji spółki uległa stabilizacji. Morele przejmują marki cyfrowe oraz skupiają się na rozszerzaniu oferty i poprawie efektywności. Potencjalnym czynnikiem do poprawy wyników może być również ogłoszona w marcu 2024 roku współpraca z mBankiem. mBank we współpracy z Morelami ma zaoferować swoim klientom marketplace, który stanie się częścią mOkazji. Podmioty dają sobie 3 lata czasu na przetestowanie nowego konceptu biznesowego łączącego bankowość



z ecommerce. Przy okazji podano, że z konta w mBanku pochodził co czwarty złoty na rynku e-commerce. Tym samym mBank ma spore rozeznanie na temat preferencji zakupowych swoich klientów.

### Potencjalna dystrybucja zysku dla akcjonariuszy

Podczas telekonferencji wynikowej, przedstawiciele spółki wskazali, że podobnie, jak w roku poprzednim, zarząd zaproponuje skup akcji za ok. 2% NAV, czyli ok. 40 mln zł. W przypadku braku odpowiedniej podaży akcji, zarząd rozważy inne opcje dystrybucji zysku dla akcjonariuszy.

### ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

Spółka podała, że zadłużenie brutto MCI Capital ASI na koniec 2023 roku wyniosło 262 mln zł, a dług netto wg naszych szacunków na koniec 2023 roku kształtował się na poziomie ok. 220 mln zł. Dla porównania na koniec 2022 roku zadłużenie netto wg naszych szacunków wyniosło 256 mln zł.

### ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ W RAMACH GRUPY MCI

Podmiot	Aktywa płynne	Zobowiązania z tytułu pożyczek, kredytów, weksli	Komentarz
<b>MCI Management sp. z o.o. (dawniej AIP Sp. z o.o.)*</b>	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 7,3 mln zł, pozostałe aktywa płynne 49 mln zł.	323 mln zł z tytułu obligacji	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
<b>MCI Capital ASI S.A.**</b>	Należności krótkoterminowe oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 52 mln zł	179 mln zł tytułu obligacji, 75 mln zł z tytułu kredytów	Spółka finansuje się już wyłącznie obligacjami i długiem bankowym

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

\* Stan na koniec 1H2023, \*\* Stan na koniec 2023

### ZASADY ESG

#### Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)

W 2023 r. Spółka odstąpiła od stosowania następujących 11 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.

Niestosowane 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 rozeznanie, 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 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 inwestycjach wzrosła dywersyfikacja portfela MCI Capital ASI.

**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	2023	2024P	2025P
EPS, Adj+	2,60	9,04	2,79	3,18	1,38	1,39
Revenue	54	31	17	22	22	22
Gross Margin %	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Operating Profit	180	358	137	195	99	100
EBIT	180	358	137	195	99	100
EBITDA	181	359	137	196	100	100
Pre-Tax Profit	168	346	113	166	72	73
Net Income Adj+	134	465	143	165	72	73
Net Debt	227	202	252	217	180	106
BPS	26,4	35,2	37,3	39,7	41,1	42,4
CPS	0,6	1,5	0,3	1,2	1,2	1,9
DPS	0,00	0,54	0,70	0,00	0,00	0,00
Return on Equity %	10%	29%	8%	8%	3%	3%
Return on Assets %	7%	24%	7%	7%	3%	3%
Depreciation	1	1	1	1	1	1
Amortization	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	31	77	11	45	84	102
CAPEX	0	2	5	16	-20	0

Źródło: Wyczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Przychody z tytułu zarządzania</b>	<b>54</b>	<b>31</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
<b>Zyski z inwestycji</b>	<b>162</b>	<b>380</b>	<b>141</b>	<b>209</b>	<b>114</b>	<b>116</b>
Koszty działalności operacyjnej	5	41	0	0	0	0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1	0	0	1	0	0
<b>EBIT</b>	<b>180</b>	<b>358</b>	<b>137</b>	<b>195</b>	<b>99</b>	<b>100</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-12	-11	-24	-29	-27	-27
Zysk przed opodatkowaniem	168	346	113	166	72	73
Podatek dochodowy	-34	119	30	-1	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>134</b>	<b>465</b>	<b>143</b>	<b>165</b>	<b>72</b>	<b>73</b>

Źródło: MCI Capital ASI (2020-23), Noble Securities (prognozy, 2024P-2025P)

Bilans (mln zł)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Aktywa</b>	<b>1 793</b>	<b>2 064</b>	<b>2 225</b>	<b>2 368</b>	<b>2 440</b>	<b>2 514</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 718</b>	<b>2 014</b>	<b>2 177</b>	<b>2 316</b>	<b>2 352</b>	<b>2 350</b>
Certyfikaty inwestycyjne	1 662	2 009	2 149	2 290	2 325	2 324
Inne aktywa trwałe	56	5	28	26	26	26
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>75</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>89</b>	<b>164</b>
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	39	21	37	37	73	148
Inne aktywa obrotowe	36	29	11	16	16	16

<b>Pasywa</b>	<b>1 793</b>	<b>2 064</b>	<b>2 225</b>	<b>2 368</b>	<b>2 440</b>	<b>2 514</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>1 356</b>	<b>1 808</b>	<b>1 916</b>	<b>2 081</b>	<b>2 154</b>	<b>2 227</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>279</b>	<b>137</b>	<b>188</b>	<b>263</b>	<b>263</b>	<b>263</b>
Obligacje	135	110	84	163	163	163
Kredyty	0	0	90	75	75	75
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	131	11	11	0	0	0
Inne	12	16	3	26	26	26
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>158</b>	<b>119</b>	<b>121</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>
Obligacje	63	17	116	16	16	16
Zobowiązania z tytułu weksli	28	66	0	0	0	0
Inne	67	36	5	7	7	7

Źródło: MCI Capital ASI (2020-23), Noble Securities (prognozy, 2024P-2025P)

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>CF operacyjny</b>	<b>31</b>	<b>79</b>	<b>15</b>	<b>61</b>	<b>64</b>	<b>102</b>
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>20</b>	<b>0</b>
<b>CF finansowy</b>	<b>0</b>	<b>-95</b>	<b>6</b>	<b>-66</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>
<b>CF</b>	<b>30</b>	<b>-18</b>	<b>17</b>	<b>-21</b>	<b>57</b>	<b>75</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	38	39	21	37	16	73
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	68	21	37	16	73	148

Źródło: MCI Capital ASI (2020-23), Noble Securities (prognozy, 2024P-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 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

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

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

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

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

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE 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](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

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

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, 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](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

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

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

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

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

#### Raport

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

#### UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 05.03.2024, godz. 8.30 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 05.03.2024, godz. 8.40.

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.	nd.
Data wydania	07.10.2022 godz. 10:15	20.04.2023 godz. 8:20	08.12.2023 godz. 9:55
Kurs z dnia raportu	16,1	19,5	23,7
Wycena	29,6	36,1	40,3
WIG w dniu raportu	47 299,55	62 435,08	76 516,02



**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)
Torpol	Redukuj	35,5	38,0	34,00	4%	19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,1	412,0	370,70	20%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	13,97	12%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	114,00	69%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,5	30,4	34,00	-7%	05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,5	14,9	15,20	68%	05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	3,11	-1%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0	14970,00	29%	16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,2	23,8	23,10	9%	12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	72,00	52%	12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7	25,10	61%	08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	31,8	31,2	26,90	18%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7	14,80	-16%	05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2	15,52	46%	04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8	32,76	-13%	30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8	66,00	108%	29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0	329,00	19%	23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0	56,50	20%	23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3	66,70	9%	22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	16,9	14,9	15,14	12%	21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	16,94	39%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	23,10	27%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8	17,72	7%	15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvü Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0	54,60	42%	10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Sprzedaj	40,6	47,7	50,50	-20%	06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0			20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8	27,40	24%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	555,00	28%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0	16,38	44%	02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	8,31	23%	19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8	3,57	52%	19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Unibep	nd	12,5	10,4	9,88	27%	15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8	7,54	85%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3	7,23	40%	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			31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0			18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0			17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	Kupuj	4,2	2,8			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			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			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	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

(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

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

**Sobiesław Kozłowski, MPW**

[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 39  
Modelowe portfele, strategia i banki

**Krzysztof Radojewski**

[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 35  
Biotechnologia

**Michał Sztabler**

[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 36  
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**

[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 602 445 334  
Handel detaliczny, przemysł

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 12 422 31 00  
Analiza techniczna

**Mateusz Chrzanowski**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 785 904 686  
Przemysł, automotive, gaming, XTB

**Dariusz Nawrot**

[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 783 931 515  
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Jacek Borawski**

[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)  
Analiza techniczna

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

**Jacek Paszkowski, CFA**

[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 244 13 02  
mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**

[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 244 13 04

