

## MCI Capital – najgorsze już w cenach?

MCI Capital bardzo dobrze sobie radzi w trudnym otoczeniu rynkowym. Dobre inwestycje z nawiązką pokrywają straty z przeszacowania mniej rentownych projektów. Niskie wyceny w MCI.TV stwarzają szansę na odbudowę wartości po odbiciu rynku, a inwestycje takie jak eSky czy Netrisk będą w naszym odczuciu koniem pociągowym wyników w najbliższych kwartałach i latach. Dodatkowo spółka dysponuje gotówką, którą może przeznaczyć na kolejne zakupy. Po aktualizacji prognoz, korygujemy wycenę akcji MCI Capital z 29,6 zł do 36,1 zł.

### Wyniki za 2022 - zyski MCI.EV pokryły z nawiązką straty MCI.TV

Łącznie w całym 2022 roku niezrealizowane zyski na wycenie MCI.EV FIZ wyniosły +280 mln zł, a niezrealizowane straty na wycenie MCI.TV FIZ 120 mln zł. Łączny zysk z inwestycji w 2022 roku wyniósł 141 mln zł, zysk netto 143 mln zł, a wartość księgowa na akcję 36,5 zł. Wpływ na wyniki MCI.EV FIZ miało przeszacowanie inwestycji w eSky (+276 mln zł) oraz Netrisk (+49 mln zł), skompensowane przez ujemny wynik na przeszacowaniu IAI (-51 mln zł) oraz Pigu (-34 mln zł). Wpływ na wyniki całego MCI.TV FIZ miało głównie przeszacowanie inwestycji w Morele Group (-155 mln zł), Gett (-73 mln zł) oraz Travelata.ru (-31 mln zł).

### Aktywa na koniec 1Q23 zbliżone kw/kw

Zgodnie z informacją opublikowaną przez spółkę, aktywa brutto funduszu MCI.PrivateVentures FIZ, w którym zgromadzona jest większość aktywów Grupy MCI wzrosły na koniec marca br. do 2,54 mld zł w porównaniu do 2,53 mld zł na koniec 2022 roku. Według naszych szacunków przekłada się to na kilka mln zł zysku netto w 1Q23. Obecne koniunktura giełdowa bardziej sprzyja zakupom niż wyjściom z inwestycji a Grupa MCI z płynnością 732 mln zł jest bardzo dobrze przygotowana do kolejnych akwizycji. O wynikach Grupy w 2023 roku w naszym odczuciu będzie decydował głównie MCI.EV FIZ, w tym wzrostu wartości oczekujemy głównie w przypadku eSky, generującym wysokie dynamiki poprawy wyników.

### Ryzyka dla naszej wyceny

Główne czynniki ryzyka dla naszej wyceny to ograniczona płynność inwestycji portfelowych, wysoki poziom koncentracji portfela inwestycyjnego oraz przyjęta metoda wyceny niektórych spółek portfelowych.

**Wartość akcji MCI Capital SA oszacowano na podstawie wyceny NAV (38 zł) oraz porównawczą w stosunku do innych funduszy PE (34,3 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 36,1 zł.**

mln zł	2021	2022	2023P	2024P
Zyski z inwestycji	380	141	107	109
zysk netto	465	143	76	77
NAV/akcję	35,2	36,5	38,0	39,4
P/E (x)	2,2	nd	13,5	13,2
P/NAV (%)	55%	53%	51%	49%

Źródło: MCI Capital ASI (2021-22), Noble Securities (2023P-2024P)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 20.04.2023 o godz. 8:15. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 20.04.2023 o godz. 8:20.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

Cena bieżąca	19,5 zł
Wycena	36,1 zł
Potencjał wzrostu	85%
Kapitalizacja	1023 mln zł
Free float	22%
Śr. wolumen 6M	5 491



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

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

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Tomasz Czechowicz	77,2%
Pozostali	22,8%

Źródło: MCI Capital ASI

**Krzysztof Radojewski**  
Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa  
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl  
**+48 22 213 22 35**

## SPIS TREŚCI

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI.....	3
ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT .....	4
OSTATNIE WYDARZENIA.....	4
WYJŚCIA.....	5
POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE – PŁYNNOŚĆ 732 MLN ZŁ .....	5
NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 2022 ROKU.....	6
ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA.....	9
ZASADY ESG.....	10
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).

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana %
Wycena aktywów netto (NAV)*	0,50	38,0	33,1	15%
Wycena porównawcza	0,50	34,3	26,0	32%
<b>Średnia wycena</b>		<b>36,1</b>	<b>29,6</b>	<b>22%</b>
Cena aktualna		19,5	16,1	21%
Potencjał		85%	84%	

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI

Aktywa będące w posiadaniu MCI Capital wyceniamy po wartości księgowej, która powinna być odzwierciedleniem wartości godziwej. Poniżej przedstawiono wskaźniki wyceny P/BV wybranych europejskich spółek PE. Główna różnica między tymi spółkami a MCI Capital to ich wyższa kapitalizacja rynkowa. W naszym poprzednim raporcie z października 2022 r. wskaźnik P/BV dla spółek porównywalnych wynosił 0,79x a dla MCI 0,48x, a obecnie spółki porównywalne są wyceniane na P/BV 0,94x, a MCI 0,53x (dyskonto w wycenie MCI do grupy porównawczej wynosi ok. 43%). 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 34,3 zł na akcję (poprzednio 26 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln zł)	P/BV (x) L12M	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	86 784	1,15	3,0%
GIMV NV	PLN	5 805	0,97	5,6%
EURAZEO	PLN	24 398	0,78	3,3%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	2 478	0,86	5,3%
<b>Średnia</b>			<b>0,94</b>	
MCI Capital	PLN	1 023	0,53	3,6%
Premia/dyskonto do średniej (%)			-43%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		<b>34,3</b>	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 19.04.2023 r. godz. 11:21

## ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

	2023P Stara	2023P Nowa	zmiana	2024P Stara	2024P Nowa	zmiana
Przychody z tytułu zarządzania	15	15	0%	15	15	0%
Zyski z inwestycji	98	107	9%	99	109	9%
EBIT	86	102	18%	87	103	17%
Zysk netto	60	76	26%	61	77	24%
NAV/akcję	34,2	38,0	11%	34,0	39,4	12%

Źródło: Noble Securities

- Zyski z inwestycji:** zakładamy w 2023 roku i w latach kolejnych zysk z inwestycji na poziomie 5% rocznie (bez zmian).
- Przychody z tytułu zarządzania:** zakładamy stabilizację przychodów w kolejnych latach na poziomie 15 mln zł rocznie (bez zmian).

Podsumowanie prognoz finansowych dla MCI Capital ASI:

(mln zł)	2021	2022	2023P	2024P
Portfel inwestycyjny	2 009	2 149	2 176	2 170
zmiana	375	158	107	109
Umorzenia/nabycia CI	84	64	80	115
Wartość księgowa	1 808	1 916	1 992	2 069
<b>Wartość księgowa na akcję (zł/akcję)</b>	<b>35,2</b>	<b>36,5</b>	<b>38,0</b>	<b>39,4</b>
Przychody za zarządzanie	31,3	16,7	15,0	15,0
Zyski z inwestycji	380	141	107	109
Koszty działalności podstawowej	4	1	1	1
Koszty ogólnego zarządu	50	20	20	20
w tym program opcji menedżerskich	24	0	0	0
Zysk na działalności operacyjnej	358	137	102	103
<b>Zysk netto za okres obrotowy</b>	<b>465</b>	<b>143</b>	<b>76</b>	<b>77</b>

Źródło: MCI Capital (2021-2022), Noble Securities (prognozy 2023P-2024P)

## OSTATNIE WYDARZENIA

### Rezygnacja członka Rady Nadzorczej

W związku z nowymi obowiązkami zawodowymi, Pan Mariusz Grendowicz zdecydował ze skutkiem na dzień 31 grudnia 2022 r. z pełnienia funkcji członka Rady Nadzorczej w celu uniknięcia jakichkolwiek wątpliwości odnośnie zaistnienia potencjalnych konfliktów interesów Pana Mariusza Grendowicza oraz spółki.

### Dopuszczenie akcji serii C1 do obrotu

1.028.648 akcji zwykłych na okaziciela serii C1 MCI Capital ASI wyemitowanych w ramach programu motywacyjnego zostało dopuszczonych do obrotu 14 grudnia 2022 roku.

### Planowana zmiana polityki dywidendowej


















MCI Capital ASI zdecydował o zmianie polityki dywidendowej i nie będzie rekomendował walnemu zgromadzeniu wypłaty dywidendy za 2022 r. Jednocześnie MCI poinformowało, że zarząd spółki planuje zarekomendować zmianę modelu dystrybucji środków do inwestorów spółki i wprowadzenie możliwości

sprzedaży przez akcjonariuszy spółki posiadanych przez nich akcji spółki do podmiotu z Grupy MCI w latach 2023 oraz 2024, po cenie uwzględniającej premię do ceny rynkowej. Łączna wartość akcji spółki objętych możliwością, opisaną wyżej, sprzedaży do podmiotu z Grupy MCI w danym roku nie będzie wyższa niż 2 proc. kapitałów własnych spółki według stanu na koniec poprzedniego roku kalendarzowego.

## WYJŚCIA

W 2022 roku do chwili obecnej MCI zrealizowało 3 wyjścia z inwestycji – Mobiltek, Linx (dywidenda) oraz Azimo o łącznej wartości 55 mln zł. W 2023 roku oczekiwane jest m.in. wyjście z Focus Telecom oraz rekapitalizacja eSky. Z kolei na 2024 rok planowane jest kilka większych wyjść – w tym m.in. IAI, Gett czy Travelata.

## Harmonogram potencjalnych wyjść z inwestycji

2023	2024	2025	2026	2027
 [PE/strateg/recap]	 [PE/strateg/IPO]	 [strateg/PE/recap]	 [PE/strateg/IPO]	 [strateg/IPO/PE]
 [II transza]	 [ABB/PE/Recap]	 [IPO/PE/recap]	 FORMERLY MARKETFINANCE [IPO/strateg/recap]	
 [recap]	 [PE/strateg/recap]		 so sut wie nev [PE/IPO]	
	 [strateg/MBO]		 [IPO/strateg]	
	 [strateg/MBO]			
	 [dywidenda]			
	 [II transza]			

Źródło: Prezentacja wynikowa MCI Capital za 2022 rok

## POTENCJALNE NOWE INWESTYCJE – PŁYNNOŚĆ 732 MLN ZŁ

W 2022 roku spółka zrealizowała jedną nową inwestycję nabywając 55% akcji spółki eSky. Dodatkowo pod koniec 2022 roku MCI za pośrednictwem MCI.EV zaczął kupować akcje answear.com za 12 mln zł (2,4% akcji spółki), a na konferencji wynikowej Prezes MCI Tomasz Czechowicz powiedział, że Grupa MCI rozważa zbudowanie dużej pozycji w Answear.com oraz że decyzja w tej sprawie ma zostać podjęta w ciągu 12 miesięcy. Dodatkowo w 2022 roku MCI dokonał dokapitalizowania spółek Pigu (27 mln zł) i Gett (16 mln zł). Na koniec 2022 roku Grupa MCI Capital dysponowała płynnością na poziomie ok. 732 mln zł. Większość tej kwoty przypadała na Subfundusz MCI.EuroVentures FIZ (ok. 468 mln zł gotówki i jej ekwiwalentów), a ok. 219 mln zł to dostępne linie kredytowe. Dla przypomnienia ticket

inwestycyjny w MCI.EuroVantures wynosi 25-100 mln EUR. Powyżej kwoty 50 mln EUR planowane są inwestycje z partnerami. Preferowaną wielkością inwestycji dla tego funduszu są spółki z enterprise value 50-250 mln EUR. Podczas ostatniej telekonferencji wynikowej, zarząd MCI wskazał, że jednym z nowych kierunków inwestycji może być również obszar cleantech (m.in. produkcja odnawialnej energii, transformacja energetyczna, gospodarka o obiegu zamkniętym) oraz deeptech („automatyzacja wszystkiego”, upraszczanie procesów biznesowych, wzrost produktywności pracowników).

### Wyniki za 2022 rok

Przychody z zarządzania w 4Q22 wyniosły 4 mln zł, zyski z inwestycji 85,7 mln zł, EBIT 91,7 mln zł i zysk netto 83,9 mln zł. W całym 2022 roku wynik netto wynosi 143,3 mln zł, a wartość księgowa na akcję 36,5 zł (+4% r/r). Pozytywnie na wyniki 2022 roku wpłynął przede wszystkim bardzo dobry wynik subfunduszu MCI.EuroVentures 1.0. w wysokości 280 mln zł (średnia stopa zwrotu za rok 2022 wyniosła 16,8%). Wpływ na wyniki MCI.EV FIZ miało przede wszystkim przeszacowanie inwestycji w eSky w kwocie 276 mln zł oraz Netrisk w kwocie 49,4 mln zł, skompensowane przez ujemny wynik na przeszacowaniu inwestycji w IAI w kwocie 51,1 mln zł oraz Pigu w kwocie 34,4 mln zł. Wyniki subfunduszu MCI.TechVentures 1.0 wpisały się w trend rynkowy funduszy Venture Capital w 2022 roku i wygenerowały negatywną kontrybucję do wyniku MCI w wysokości -126,8 mln zł. Wpływ na wyniki całego MCI.TV FIZ miało przede wszystkim poniesienie straty na przeszacowaniu inwestycji w Morele Group Sp. z o.o. w kwocie 154,8 mln zł, Gett w kwocie 73,4 mln zł oraz Travelata.ru w kwocie 31,2 mln zł. Dług netto wg naszych szacunków na koniec 2022 wyniósł ok. 256 mln zł (vs 236 mln na koniec 3Q22 roku). Zarząd wskazuje, że spółka jest przygotowana do nowych inwestycji i chce inwestować około 500 mln zł w średnio 2 do 3 projektów rocznie.

**Łącznie w całym 2022 roku niezrealizowane zyski na wycenie MCIEV FIZ wyniosły +280 mln zł, a niezrealizowane straty na wycenie MCI.TV FIZ 120 mln zł. Na wycenie certyfikatów inwestycyjnych Internet Ventures FIZ spółka wykazała w tym okresie 1,7 mln zł niezrealizowanych strat i 10 mln zł zrealizowanych zysków. Wyniki za cały 2022 rok są powyżej naszych prognoz.**

Wybrane dane finansowe (mln zł)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	r/r	2021	2022
Przychody z tytułu zarządzania	4	3	3	6	4	0	31	17
zyski z inwestycji	-20	-92	78	68	86		380	141
EBIT	-38	-90	69	66	92		358	137
zysk netto	-40	-81	80	60	84		466	143
BV/akcję	35,2	33,6	34,4	34,9	36,5	3,9%	35,2	34,9

Źródło: MCI Capital (4Q21-4Q22, 2021-2022), Noble Securities (2022P)

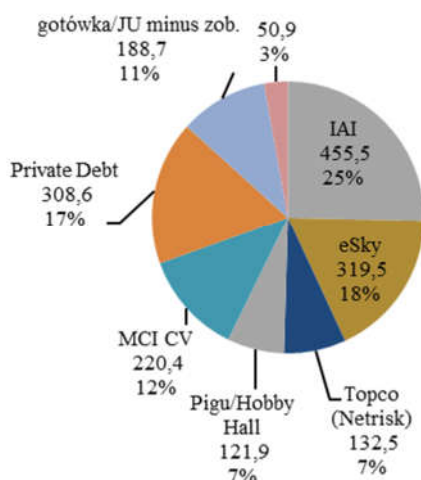
### NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 2022 ROKU

#### MCI.EuroVentures – ponad 400 mln zł gotówki i jej ekwiwalentów

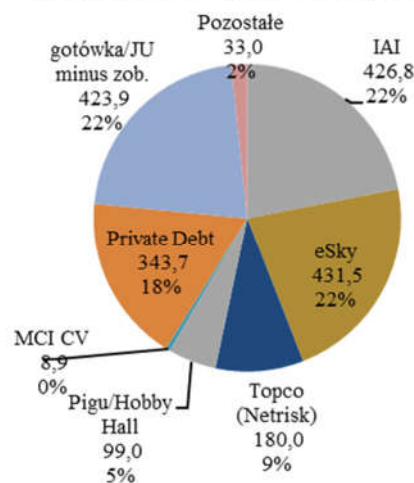
Średnia stopa zwrotu MCI.EuroVentures FIZ w 2022 wyniosła 16,8%. Wynik subfunduszu MCI.EuroVentures 1.0. dołożył do wyniku Grupy MCI Capital w 2022 roku 280 mln zł zysku. Wpływ na wyniki MCI.EV FIZ miało przeszacowanie inwestycji w eSky (+276 mln zł) oraz Netrisk (+49,4 mln zł), skompensowane przez ujemny wynik na przeszacowaniu IAI (-51 mln zł) oraz Pigu (-34,4 mln zł). Spadki wyceny IAI to głównie pokłosie spadków wycen spółek porównywalnych. Spadek wyceny Pigu to kombinacja spadku wskaźników porównawczych i wyników finansowych poniżej oczekiwań. W portfolio MCI.EuroVentures FIZ dwie główne inwestycje na koniec 2022 roku to eSky i IAI. Łącznie odpowiadały one za 44% aktywów netto tego subfunduszu. Bieżąca płynność w funduszu (bez uwzględnienia zobowiązań) to 455 mln zł.

## Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.EuroVentures na koniec 1H2022 i 2022 roku

Portfel MCIEV 1.0. FIZ na 1H22\*



Portfel MCIEV 1.0. FIZ na 2022\*



Źródło: Noble Securities na podstawie prezentacji wyników MCI (1H2022, 2022) \*ważone udziałem MCI Capital

## IAI

W prezentacji rocznej MCI Capital podano, że wskaźnik łącznego GMV w 2022 roku przekroczył 16 mld zł, co stanowi około 25% całego polskiego handlu e-commerce poza wiodącym marketplace. Wskaźnik GMV skorygowany o handel mennic wzrósł o blisko 25% w 2H2022 w ujęciu rok do roku przekraczając tempo rozwoju rynku. Zarząd stawia na rozwój platformy IdoSell w kierunku funkcjonalności crossborder, czyli umożliwienie polskim sprzedawcom wyjścia na kolejne rynki Europy. Dodatkowy wzrost poprzez akwizycje zarówno w Polsce jak i zagranicą pozostaje jednym z elementów rozwoju spółki. Kluczowym ryzykiem rynkowym jest oczekiwane spowolnienie gospodarcze oraz spadek konsumpcji w 2023. Mimo poprawiających się wyników finansowych, wycena inwestycji w IAI w księgach MCIEV została zmniejszona, odzwierciedlając spadek wycen spółek porównywalnych na rynkach finansowych.

## eSky.pl

W maju 2022 r. MCIEV sfinalizował transakcję, w wyniku której objął 55% akcji w spółce eSky za 158 mln zł. eSky.pl to polski lider w segmencie Online Travel Agency (OTA) z silną międzynarodową obecnością w ponad 50 krajach. MCI nabyło 55% akcji Spółki za 157 mln zł, przy implikowanej wycenie Enterprise Value na poziomie 280 mln zł. W 2022 roku eSky zrealizowała 2,9 mld zł TTV (+78% r/r) oraz wynik EBITDA 90,2 mln zł (+42% r/r). Sprzedaż hoteli wzrosła w tym okresie o 68% r/r, ubezpieczeń o 52% r/r, a lotów o 75% r/r. W naszym odczuciu w 2023 roku i latach kolejnych eSky będzie głównym driverem wzrostu wartości w Subfunduszu MCI.EuroVentures FIZ, a prawdopodobnie również w kontekście całej Grupy Kapitałowej MCI. W 1Q23 eSky kontynuuje dynamiczny wzrost – zarząd eSky podczas telekonferencji poinformował, że w 1Q23 sprzedaż lotów wzrosła o 42% r/r, a sprzedaż w obszarze pakietów dynamicznych o 183% r/r. Pakietowanie dynamiczne to jeden z kierunków dalszego rozwoju spółki na najbliższe kilka lat. Jest to rynek obecnie w Polsce zajęty przez TUI, Rainbow oraz Itakę. Dzięki zdobywaniu tego rynku, eSky może rosnąć znacznie szybciej niż cały rynek online travel. W 2022 roku pakiety stanowiły ok. 2% przychodów spółki. Warto dodać, że spółka eSky jest międzynarodowym graczem. W 2022 roku CEE odpowiadało za 31% obrotów Grupy, zachodnia Europa za 37%, Ameryka Łacińska za 20%, USA za 9%, a APAC i Afryka za 2%.

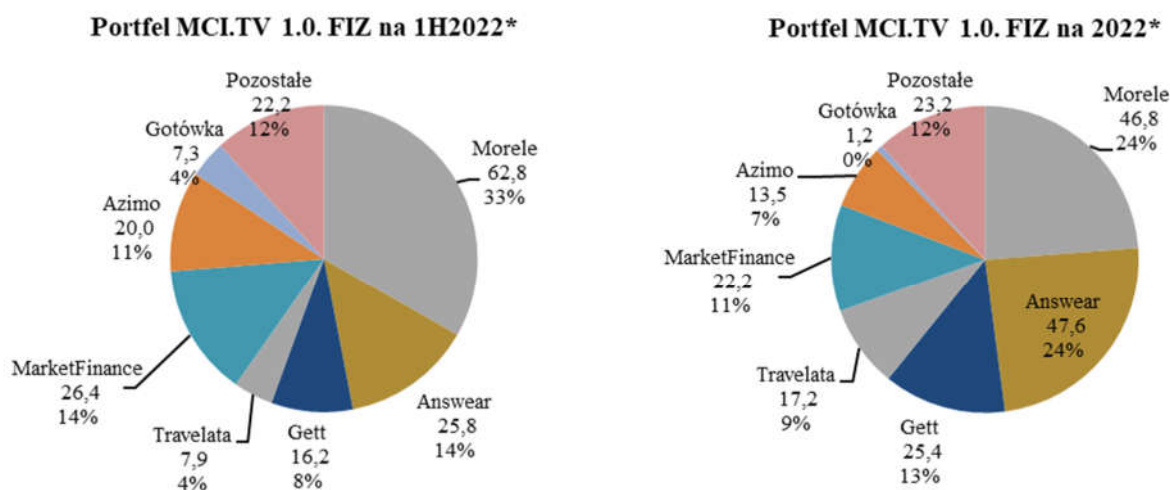
## Netrisk

Spółka szybko się rozwija, a wzrost organiczny wzmacnia akwizycjami. Łączny przypis składki brutto Grupy Netrisk w 2022 roku przekroczył EUR 250 mln, przy liczbie zawartych polis ponad 2.2 miliona. Spółka dokonała 6 udanych przejęć od grudnia 2019 r., w tym ostatnio Durchblicher w Austrii w 2022 r., jednak dalej posiada silny pipeline dalszych akwizycji planowanych do przeprowadzenia w 2023 roku w regionie CEE. Obok działań M&A, skuteczny rozwój organiczny przy wykorzystaniu centralizacji funkcji i synergii między niedawno przejętymi podmiotami. Organicznym czynnikiem poprawy wyników jest również stopniowy wzrost cen polis w regionie CEE. Przyczyna się to do wzrostu przychodów i rentowności grupy. Głównymi czynnikami ryzyka pozostają otoczenie regulacyjne na Węgrzech i oczekiwane spowolnienie gospodarcze.

## MCI.TechVentures

MCI.TechVentures FIZ istotnie ucierpiał w 2022 roku. Jego średnia stopa zwrotu w 2022 roku wyniosła -40,3%. Istotny wpływ na to miała przecena spółek technologicznych na rynkach globalnych oraz sytuacja za wschodnią granicą. Na niezrealizowaną stratę z wyceny lokat w tym subfunduszu w 2022 w kwocie 261 mln zł miało przede wszystkim poniesienie straty na przeszacowaniu inwestycji w Morele Group Sp. z o.o. w kwocie 154,8 mln zł, Gett w kwocie 73,4 mln zł oraz Travelata.ru w kwocie 31,2 mln zł. Główne inwestycje tego subfunduszu na koniec 2022 roku to Morele i Answear, łącznie stanowiące prawie 50% aktywów netto.

### Zestawienie portfela inwestycyjnego MCI.TechVentures na koniec 1H2022 i 2022 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 2022 roku wygenerowały przychody na poziomie 1.093 mln zł (vs 1.027 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego). EBITDA w okresie zakończonym 31 marca 2022 roku wyniosła 19,3 mln zł (vs 50,3 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego). Spółka planuje w 2023 roku przejęcie od 1 do 4 wyspecjalizowanych podmiotów e-commerce lub marek cyfrowych z obrotami nie mniejszymi niż 40 mln zł rocznie przede wszystkim w kategorii electro, home & garden oraz sport & outdoor. Rozwija też własny marketplace, który notuje wysokie wzrosty sprzedaży.



### Answer.com

W 2022 roku Answer miał 973,4 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 42% r/r. EBITDA wzrosła o ponad 33% r/r, do 61,8 mln zł. Zysk netto wyniósł 25,9 mln zł. Spółka kontynuuje wysokie tempo wzrostu w 2023 roku – wg wstępnych szacunków spółki sprzedaż online w I kwartale 2023 roku wzrosła o 62% r/r, do 268 mln zł. Przychody ze sprzedaży według sprawozdawczości MSSF w pierwszym kwartale 2023 r. wyniosły 271 mln zł, czyli o 52% więcej niż rok wcześniej. Wzrosty po części wynikają z niskiej bazy przed rokiem, gdyż po wybuchu wojny przeciw Ukrainie Answer wstrzymał sprzedaż na tym rynku. Answer kontynuuje również działania nastawione na budowanie świadomości marki poprzez szeroko zasięgowe kampanie telewizyjne i video-online, których pierwsza odsłona zaplanowana na ten rok została zrealizowana w miesiącach styczeń-luty, na wszystkich rynkach. Ponadto, dobrze wykorzystany okres wyprzedaży i optymalne zaplanowanie budżetów zakupowych pozwoliły na przyspieszenie rotacji zapasów oraz optymalizację marży.

### Gett

Podczas telekonferencji rocznej MCI Capital, zarząd spółki poinformował, że Gett poprawia wyniki finansowe i po ostatniej restrukturyzacji finansowej obecnie jest oddłużony. Spółka umacnia swoją pozycję na rynku izraelskim i brytyjskim. W marcu 2023 roku nawiązała partnerstwo z FREE NOW oraz HQ poszerzając swoją ofertę dla klientów korporacyjnych. W 2022 roku MCI Capital dofinansował spółkę kwotą 16 mln zł. W 1Q23 Gett utrzymuje pozytywną marżę EBITDA. Po ostatniej rundzie restrukturyzacji finansowej największym akcjonariuszem spółki z 47,4% udziałem w kapitale jest VNV Global AB.

## ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

Dług netto wg naszych szacunków na koniec 2022 wyniósł ok. 256 mln zł (vs 236 mln na koniec 3Q22 roku). Spółka podała w prezentacji, że dysponuje kwotą ok. 732 mln zł płynności na potencjalne inwestycje. W 2023 i 2024 roku można oczekiwać potencjalnej płynności wynikającej z umarzania certyfikatów w MCI.TV FIZ w związku z likwidacją tego Subfunduszu.

## 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: 1,2 mln zł	322 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
<b>MCI Capital ASI S.A.**</b>	Należności krótkoterminowe oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 38 mln zł	200 mln zł tytułu obligacji, 90 mln zł z tytułu kredytów	Spółka spłaciła wszystkie zobowiązania wekslowe i finansuje się już wyłącznie obligacjami i długiem bankowym
<b>MCI.TechVentures FIZ***</b>	2,5 mln zł	brak	Zobowiązania łączne na dzień 31.12.2022 wynosiły 4,6 mln zł.
<b>MCI.EuroVentures FIZ ***</b>	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, jednostki i certyfikaty funduszy inwestycyjnych dłużnych: ok. 455 mln zł	brak	Zobowiązania łączne na dzień 31.12.2022 wynosiły 28,6 mln zł

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

\* Stan na koniec 1H2022, \*\* Stan na koniec 2022, \*\*\*na podstawie prezentacji wynikowej za 2022 MCI Capital

## ZASADY ESG

### Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)

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

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

## GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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

**Ryzyko koncentracji inwestycji** – historycznie koncentracja pozycji w portfelu MCI była wysoka. Po ostatnich wyjściach z inwestycji wzrósł poziom gotówki w portfelu, która zgodnie z zapowiedziami zarządu spółki może być przeznaczona na kolejne duże inwestycje. Tym samym ryzyko koncentracji pozostaje wysokie.

**Ryzyko niskiej płynności wielu inwestycji** – inwestycje private equity charakteryzują się niskim poziomem płynności, co uniemożliwia szybkie wyjście z inwestycji i istotnie wydłuża ich horyzont czasowy.

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2021	2022	2023P	2024P
<b>Przychody z tytułu zarządzania</b>	<b>31</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>Zyski z inwestycji</b>	<b>380</b>	<b>141</b>	<b>107</b>	<b>109</b>
Koszty działalności operacyjnej	41	0	0	0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>358</b>	<b>137</b>	<b>102</b>	<b>103</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-11	-24	-26	-26
Zysk przed opodatkowaniem	346	113	76	77
Podatek dochodowy	119	30	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>465</b>	<b>143</b>	<b>76</b>	<b>77</b>

Źródło: MCI Capital ASI (2021-22), Noble Securities (prognozy, 2023P-2024P)

Bilans (mln zł)	2021	2022	2023P	2024P
<b>Aktywa</b>	<b>2 064</b>	<b>2 225</b>	<b>2 301</b>	<b>2 378</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2 014</b>	<b>2 177</b>	<b>2 204</b>	<b>2 198</b>
Certyfikaty inwestycyjne	2 009	2 149	2 176	2 170
Inne aktywa trwałe	5	28	28	28
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>97</b>	<b>180</b>
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	21	37	86	169
Inne aktywa obrotowe	29	11	11	11
<b>Pasywa</b>	<b>2 064</b>	<b>2 225</b>	<b>2 301</b>	<b>2 378</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>1 808</b>	<b>1 916</b>	<b>1 992</b>	<b>2 069</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>137</b>	<b>188</b>	<b>188</b>	<b>188</b>
Obligacje	110	84	84	84
Kredyty	0	90	90	90
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	11	11	11	11
Inne	16	3	3	3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>119</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	<b>121</b>
Obligacje	17	116	116	116
Zobowiązania z tytułu weksli	66	0	0	0
Inne	36	5	5	5

Źródło: MCI Capital ASI (2021-22), Noble Securities (prognozy, 2023P-2024P)

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2021	2022	2023P	2024P
<b>CF operacyjny</b>	<b>79</b>	<b>15</b>	<b>75</b>	<b>109</b>
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CF finansowy</b>	<b>-95</b>	<b>6</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>
<b>CF</b>	<b>-18</b>	<b>17</b>	<b>49</b>	<b>83</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	39	21	37	86
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	21	37	86	169

Źródło: MCI Capital ASI (2021-22), Noble Securities (prognozy, 2023P-2024P)

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P
Wartość księgowa na akcję	35,2	36,5	38,0	39,4
Dywidenda na akcję	0,54	0,70	0,00	0,00
Dług netto	172	252	204	120
Dług netto/BV	10%	13%	10%	6%
Liczba akcji	51,4	52,5	52,5	52,5
P/BV	0,55	0,53	0,51	0,49

Źródło: MCI Capital ASI (2021-22), Noble Securities (prognozy, 2023P-2024P)

### OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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

### ZASTRZEŻENIA PRAWNE

#### **PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPLYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

##### **Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.**

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub 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.

Investowanie 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: 20.04.2023, godz. 8.15 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 20.04.2023, godz. 8.20.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

#### Ostatnio 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

Ostatnio wydane raporty dotyczące MCI Capital ASI S.A.							
Raport							nd.
Data wydania							07.10.2022 godz. 10:15
Kurs z dnia raportu							16,1
Wycena							29,6
WIG w dniu raportu							47 299,55

**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)
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	78,30	8%	24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	397,10	-10%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	17,79	5%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7	39,68	26%	20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8	41,30	76%	27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7	24,00	-13%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1	13,84	123%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0	160,00	20%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6	58,00	47%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0	26,20	-19%	03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2	41,30	25%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7	8,70	-24%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2	49,00	-23%	12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4	17,40	5%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aparator	Redukuj	12,9	15,0	16,16	-20%	06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7	10,85	-6%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0	288,00	29%	26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	41,30	-26%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0	77,00	27%	20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	20,90	-16%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1	19,50	52%	07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8	3,58	31%	06.09.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4			05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5			12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling (4)	nd	20,9	22,6			04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Zawieszona	nd				24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Zawieszona	nd	117,0			24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Aparator	Redukuj	12,2	14,8			06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Zawieszona	nd	502,0			18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0			13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0			02.05.2022	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

(4) Wycofana z obrotu z dniem 9 grudnia 2022 r.

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA****Sobiesław Kozłowski, MPW**

[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

**Krzysztof Radojewski**

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

Biotechnologia

**Michał Sztabler**

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

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dądej**

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

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Mateusz Chrzanowski**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

**Dariusz Nawrot**

[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)

tel. +48 783 391 515

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH****Jacek Paszkowski, CFA**

[jacek.paszowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszowski@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

