

## MCI Capital – zdywersyfikowany portfel zbudowany

Po przeprowadzeniu czterech inwestycji w ostatnich kwartałach, MCI ma już portfel wypełniony i w najbliższych kwartałach, jak i latach, spółka planuje więcej wyjść niż nowych inwestycji. Historycznie ceny wyjścia były powyżej wycen księgowych, a często również znacząco powyżej. W przypadku niesprzyjającego rynku, MCI ma możliwość rekapitalizacji spółek portfelowych i w ten sposób może częściowo lub całkowicie, jak to było w przypadku Netriska, odzyskać zainwestowane środki. Umożliwia to niski poziom zadłużenia spółek portfelowych. Aktualizujemy wycenę akcji MCI Capital z 43,7 zł do 42,2 zł w horyzoncie 9-miesięcznym, głównie ze względu na spadek wycen spółek porównywalnych.

### Wyniki za 2024 – Netrisk i Focus na plus, Pigu i eSky na minus

W całym 2024 roku zyski z inwestycji wyniosły 34,5 mln zł – pozytywnie na wynik wpłynęło przeszacowanie Netrisk (+61 mln zł) i Focus Telecom (+44 mln zł), natomiast negatywnie m.in. przeszacowanie w dół Pigu (-65 mln zł) oraz eSky (-53 mln zł). Zysk netto w 2024 roku wyniósł 15,5 mln zł. Wartość księgowa na akcję na koniec 2024 r. wyniosła 40,0 zł (vs 39,7 zł na koniec 2023 roku).

### W pełni zainwestowany portfel

Ostatnie kwartały przyniosły wysyp nowych inwestycji w Grupie MCI. W listopadzie 2023 roku MCI nabyła udziały Webcon za 163 mln zł, a w grudniu 2023 roku Focus Telecom Polska za 80 mln zł. W lipcu 2024 roku MCI przejęła akcje Profitroom za 167 mln zł, a pod koniec stycznia 2025 roku sfinalizowała nabycie NTFY za 180 mln zł. Dodatkowo spółki portfelowe – Focus Telecom i eSky również dokonały akwizycji. Na koniec 2024 roku trzy największe inwestycje portfelowe to IAI, eSky i Netrisk – łącznie odpowiadały za 57% wszystkich aktywów. W najbliższych kwartałach spółka skupi się na wyjściach z inwestycji, a nowe zakupy ograniczy do 1-2 rocznie.

### Przygotowanie do wyjść z inwestycji i polityka dywidendowa

Obecnie MCI posiada portfel spółek zdywersyfikowanych sektorowo, geograficznie oraz o różnym poziomie dojrzałości. Niektóre z nich już dojrzały do wyjść. W pierwszej kolejności w naszej ocenie powinna być sfinalizowana sprzedaż Getta – transakcja oczekuje na zgodę izraelskiego urzędu animonopolowego. Przedstawiciele MCI na ostatniej telekonferencji wskazali, że rozpoczął się proces przygotowania do wyjścia z IAI, a w 2026 roku ma być sfinalizowane wyjście z Netriska, którego ostatnia rekapitalizacja przyniosła 106 mln zł. Jeżeli rynek w kontekście wyjść nie będzie sprzyjał, MCI ma możliwość kolejnych rekapitalizacji, gdyż spółki portfelowe mają niskie zadłużenie na poziomie poniżej 1xEBITDA (w perspektywie 2025 roku MCI prognozuje spadek do 0,2xEBITDA). Zwracamy również uwagę na atrakcyjną politykę dywidendową MCI ogłoszoną we wrześniu 2024 roku, zgodnie z którą zarząd będzie rekomendować WZA przeznaczenie 4% kapitału własnego spółki na wypłatę dywidendy, co według naszych szacunków implikuje przy obecnej wycenie stopę dywidendy na poziomie ok. 6,5%.

**Wartość akcji MCI Capital SA oszacowano na podstawie wyceny NAV (40,0 zł) oraz porównawczą (35,8 zł), co po zważeniu równymi wagami w horyzoncie 9-mies. implikuje wycenę równą 42,2 zł.**

mln zł	2022	2023	2024	2025P	2026P
Zyski z inwestycji	141	209	34	163	167
zysk netto	143	165	16	130	133
NAV/akcję	36,5	39,7	40,0	40,9	41,8
NAV/akcję skoryg.*	37,2	39,7	40,0	42,5	43,4
P/E (x)	nd	7,7	81,5	9,7	9,5
P/NAV (%)	66%	61%	60%	59%	58%

Źródło: MCI Capital ASI (2022-24), Noble Securities (2025P-2026P), \*o dywidendę

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 11.04.2025 o godz. 17:00. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 11.04.2025 o godz. 17:05.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

Cena bieżąca	23,9 zł
Wycena (9M)	42,2 zł
Potencjał wzrostu	76%
Kapitalizacja	1 254 mln zł
Free float	20%
Śr. wolumen 6M	4 599



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 prawie 3 mld zł.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Tomasz Czechowicz	81,1%
Pozostali	18,9%

Źródło: stooq.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 2024 ROKU.....	6
OPIS WYBRANYCH SPÓŁEK PORTFELOWYCH.....	7
ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA.....	9
ESG – RAPORTOWANIE NIEFINANSOWE Z ZAKRESU ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU .....	9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	10

## WYCENA

Akcje MCI Capital szacujemy metodą wyceny aktywów netto bazując na ostatniej wycenie portfela inwestycyjnego (NAV) oraz metodą porównawczą w stosunku do kilku europejskich spółek Private Equity (PE), przypisując tym metodom równe wagi 50% (wagi bez zmian). Cenę docelową wyznaczamy w horyzoncie 9-miesięcznym. Koszt kapitału wyliczamy z modelu CAPM (beta 1 – bez zmian, stopa wolna od ryzyka 5,85% vs 5,35% poprzednio, premia za ryzyko rynkowe 5,46% vs 5,15% poprzednio) na 11,3% (poprzednio 10,5%). Uzyskana wycena w horyzoncie 9-miesięcznym to 42,2 zł (vs 43,7 zł poprzednia wycena). Spadek wyceny jest pokłosiem głównie spadku wyceny spółek porównywalnych.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio (zł)	Zmiana %
Aktywa netto (NAV) na 31.12.2024	0,50	40,0	40,3	-1%
Wycena porównawcza	0,50	35,8	38,8	-8%
<b>Średnia wycena</b>		<b>37,9</b>	<b>39,6</b>	<b>-4%</b>
<b>Wycena w horyzoncie 9-mies. (koszt kapitału 11,3%)</b>		<b>42,2</b>	<b>43,7</b>	<b>-4%</b>
Cena aktualna		23,9	27,1	-12%
Potencjał		76%	61%	

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 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 MCI Capital metodą porównawczą na 35,8 zł na akcję (poprzednio 38,8 zł) – spadek wyceny jest pokłosiem spadku kursów akcji spółek porównywalnych w stosunku do stanu z poprzedniego raportu.**

Podsumowanie wyceny porównawczej MCI Capital

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x)	Div. yield
3I GROUP PLC	PLN	186 081	1,71	1,8%
GIMV NV	PLN	5 745	0,69	7,1%
EURAZEO	PLN	17 351	0,55	5,0%
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	PLN	1 855	0,63	4,4%
<b>Średnia</b>			<b>0,90</b>	
MCI Capital	PLN	1 264	0,60	2,9%
Premia/dyskonto do średniej (%)			-33%	
Implikowana wartość godziwa MCI Capital	PLN		<b>35,8</b>	

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 11.04.2025 r. godz. 8:30

## ZMIANA PROGNOZ VS OSTATNI RAPORT

Prognozy na 2025 rok pozostawiliśmy praktycznie bez zmian. Podtrzymujemy główne założenie prognozowanej stopy zwrotu z aktywów w 2025 roku i w latach kolejnych na poziomie 7%. Zarząd oczekuje znacznie wyższej poprawy w latach 2026-2027 przy założeniu poprawy warunków rynkowych i obniżki stóp procentowych. Za wzrostem wartości inwestycji portfelowych przemawiają takie argumenty, jak poprawa wyników operacyjnych spółek, potencjalne wyjścia, które mogą dodatkowo urealnić wycenę w górę. Po stronie ryzyk widzimy na chwilę obecną głównie ryzyko spadku wycen spółek porównywalnych, co przy metodzie wskaźnikowej może przełożyć się na wyceny spółek portfelowych MCI. Przy okazji publikacji wyników rocznych, MCI podała, że jej spółki portfelowe wygenerowały w 2024 roku ponad 500 mln zł EBITDA, a plany finansowe spółek zakładają wzrost EBITDA spółek portfelowych w 2025 roku około 15-20 proc. Przypominamy również, że w 2025 roku zakładamy dywidendę na poziomie 1,6 zł na akcję zgodnie z nową przyjętą polityką dywidendową (4% aktywów netto), co będzie mieć wpływ na wartość NAV/akcję na koniec przyszłego roku. Stąd prezentujemy również zmianę prognozy NAV/akcję skorygowanego o dywidendę.

	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana
Przychody z tytułu zarządzania	10	12	20%
Zyski z inwestycji	166	163	-2%
EBIT	147	147	0%
Zysk netto	131	130	-1%
NAV/akcję	42,3	40,9	-3%
dywidenda na akcję	1,7	1,6	-3%
<b>NAV skorygowany o dywidendę/akcję</b>	<b>43,9</b>	<b>42,5</b>	<b>-3%</b>

Źródło: Noble Securities

## OSTATNIE WYDARZENIA

### Zawarcie aneksu do porozumienia ws. wznowienia obrotu akcjami spółki

MCI Capital ASI 14 października 2024 roku zawarła m.in. z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz głównym akcjonariuszem Spółki - MCI Management sp. z o.o. aneks do porozumienia ws. wznowienia obrotu akcjami spółki. Na mocy aneksu wydłużony został okres obowiązywania porozumienia. Pierwotnie porozumienie zostało zawarte co do zasady na okres nie dłuższy niż 12 miesięcy, natomiast w październiku - wskutek zawarcia aneksu - okres ten wynosi co do zasady 36 miesięcy. Pozostałe postanowienia porozumienia nie zostały zmienione.

**Porozumienie, zostało zawarte do dnia wejścia w życie przepisów zmieniających przepisy Ustawy regulujące obrót wtórny prawami uczestnictwa alternatywnych spółek inwestycyjnych, w sposób usuwający wątpliwości co do istnienia ograniczeń w zakresie obrotu akcjami MCI ASI, jednak nie dłużej niż na okres 36 miesięcy od dnia zawarcia Aneksu nr 1. W dniu 19 lutego 2025 r. weszły w życie przepisy zmieniające przepisy Ustawy regulującej obrót wtórny prawami uczestnictwa alternatywnych spółek inwestycyjnych, w sposób usuwający wątpliwości co do istnienia ograniczeń w zakresie obrotu akcjami MCI ASI, w związku z czym porozumienie wygasło z dniem wejścia w życie ww. Ustawy, a akcjami ASI można swobodnie handlować na GPW.**

### Nabycie 55 proc. udziałów w spółce Nice To Fit You

W listopadzie 2024 roku MCI Capital poinformowała o zawarciu przedwstępnej warunkowej umowy sprzedaży, a pod koniec stycznia 2025 roku przyrzeczonej umowy sprzedaży udziałów NTFY sp. z o.o. Udziały zostały nabyte przez subfundusz MCI.EuroVentures 1.0. FIZ. W dniu 29 stycznia 2025 r. zawarta została również umowa wspólników regulująca zasady współpracy wspólników w okresie po nabyciu udziałów w kapitale zakładowym spółki przez kupującego. Docelowo po zakończeniu transakcji fundusz będzie posiadał ok. 55% udziału w kapitale zakładowym spółki.

Transakcja finansowana jest wkładem własnym funduszu (ok. 187 mln zł) oraz kredytem w strukturze tzw. wykupu lewarowanego (LBO) udzielonym przez Bank Polska Kasa Opieki S.A.

Nice To Fit You jest jednym z liderów cateringów dietetycznych i najdłużej działającym podmiotem tego typu na polskim rynku. Rozwojowi sektora i spółki NTFY będą sprzyjać takie trendy, jak postępujący zwrot w stronę wygodnego żywienia, szczególnie silny wśród nowych pokoleń, migracja do największych miast i dalsze bogacenie się społeczeństwa. Dla MCI będzie to kolejna transakcja w branży food e-commerce od czasu inwestycji we Frisco.pl, który w 2020 roku został sprzedany Grupie Eurocash.

### Wniesienie akcji do fundacji rodzinnej

W grudniu 2024 roku spółka poinformowała, że Tomasz Czechowicz zbył w drodze darowizny na rzecz MCI Fundacja Rodzinna wszystkie posiadane przez siebie udziały w kapitale zakładowym MCI Management sp. z o.o. Łącznie po tej transakcji Tomasz Czechowicz posiadał pośrednio 74,11% w kapitale zakładowym MCI Capital ASI, co z udziałem MCI.EV FIZ 1.0. w wysokości 7%, stanowi łącznie ok. 81,11% udziału w kapitale i głosach MCI Capital ASI.

### Wyniki 4Q24 i 2024 roku

W 4Q24 straty z inwestycji wyniosły 27,6 mln zł, EBIT -30 mln zł, wynik netto -35,1 mln zł. W 2024 pozytywnie na wynik wpłynęło przeszacowanie Netrisk (+61 mln zł) i Focus Telecom (+44 mln zł), natomiast negatywnie m.in. przeszacowanie w dół Pigu (-65 mln zł) oraz eSky (-53 mln zł; wpływ na to miały m.in. zawirowania rynkowe związane ze zmianą polityki Ryanair na początku 2024 r. roku, które zostały już rozwiązane). W rozbięciu na subfundusze w 2024 roku – MCI.EuroVentures FIZ przyniósł MCI wzrost wartości na poziomie ok. 39 mln zł, a MCI.TechVentures FIZ małą stratę w wysokości ok. 3 mln zł. Koszty ogólnego zarządu w 2024 wyniosły 26,7 mln zł (vs 37,2 mln zł w 2023 r.). Koszty finansowe netto w 2024 wyniosły -19 mln zł (vs -29 mln zł przed rokiem) m.in. z uwagi na niższe koszty odsetkowe od obligacji. Wartość księgową na akcję na koniec 2024 r. wyniosła 40 zł (vs 39,7 zł na koniec 2023 roku).

Wybrane dane finansowe (mln zł)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	r/r	2023	2024	r/r
Przychody z tytułu zarządzania	7,0	3,9	2,3	1,9	3,9	-43%	22,2	12,0	-46%
zyski z inwestycji	-21,5	22,3	11,0	28,8	-27,6	28%	209,5	34,5	-84%
EBIT	-20,2	18,8	17,9	23,1	-30,0	49%	195,0	29,6	-85%
zysk netto	-23,8	16,0	15,0	19,6	-35,1	47%	164,9	15,5	-91%
BV/akcję	39,7	40,0	40,3	40,6	40,0	1%	39,7	40,0	1%

Źródło: MCI Capital (4Q24-4Q24, 2023-2024)

### Uchwały ZWZA z dnia 20 stycznia 2025 roku – program motywacyjny dla Pawła Borysa

NWZA spółki zwołane na 20 stycznia 2025 roku podjęło m.in. uchwałę dotyczącą ustanowienia programu motywacyjnego dla Pawła Borysa. Na mocy podjętej uchwały kapitał spółki może być maksymalnie podniesiony o 146.446 akcji do 30 czerwca 2029 roku. Cena emisyjna jednej akcji będzie rosła począwszy od 25 zł w okresie do dnia 30 czerwca 2025 roku, a skończywszy na 36,6 zł w okresie od dnia 1 lipca 2028 r. do dnia 30 czerwca 2029 r. Ustalono, że wypłata dywidend przez spółkę od 1 stycznia 2025 r. do 30 czerwca 2029 r. powinna obniżać cenę emisyjną nowych akcji.

### Rekapitalizacja Netrisk

W lutym 2025 roku Fundusz MCI.EV otrzymał ponad 25 milionów EUR (106 mln zł) wypłaty środków ze swojej spółki portfelowej Grupy Netrisk w drodze wykupu akcji własnych (tzw. buy-back). Zgodnie ze strategią funduszu transakcja zapewniła całkowitą spłatę pierwotnej kwoty inwestycji MCI.EV w spółkę, przy zachowaniu udziałów w Netrisk, który dynamicznie się rozwija i osiąga ponadprzeciętne wyniki finansowe.

### WYJŚCIA I NOWE INWESTYCJE

#### Harmonogram potencjalnych wyjść z inwestycji



Źródło: Prezentacja wynikowa MCI Capital za 2024 rok

Lata 2023-2024 to intensywny okres pod kątem inwestycyjnym. W listopadzie 2023 roku MCI nabyła udziały Webcon za 163 mln zł, a w grudniu 2023 roku Focus Telecom Polska za 80 mln zł. W lipcu 2024 roku MCI przejęła akcje Profitroom za 167 mln zł, a pod koniec stycznia 2025 roku sfinalizowała nabycie NTFY za 180 mln zł. Oprócz tego również spółki portfelowe dokonały przejęć – Focus Telecom przejął w sierpniu 2024 r. swojego głównego konkurenta na rynku polskim – Systell, a Grupa eSky we wrześniu 2024 r. przejęła najstarszą markę w obszarze travel – angielskiego Thomas Cooka.

Na telekonferencji poświęconej wynikom rocznym za 2024 r., zarząd wskazał, że kapitał spółki jest obecnie w pełni zainwestowany i MCI Capital bardziej się teraz skupia na dezinwestycjach, nowe inwestycje zostaną ograniczone do 1-2 rocznie.

Spółka oczekuje wpływów ok. 1 mld zł z wyjść w najbliższych latach; najbliższe planowane dezinwestycje to:

- **Gett**, który czeka na zgody regulacyjne, transakcja ma wygenerować dla MCI.EV i MCI.TV FIZ łącznie ok. 90 mln zł wpływów, wiodący inwestor VNV Global jest optymistyczny w kwestii finalizacji tego exitu,
- **Netrisk** – do tej pory została zrealizowana rekapitalizacja – do MCI w 1Q25 wpłynęło 106 mln zł, finansowanie dłużne dla Netrisk zostało udostępnione m.in. przez fundusze Goldman Sachs, Morgan Stanley i inne, pełne wyjście jest planowane w latach 2025-2026,
- **IAI** – transakcja wyjścia jest planowana na II połowę 2025 roku, a finalizacja w 2026 roku, podano, że jeszcze przed startem procesu MCI otrzymał w marcu 2025 roku dwie atrakcyjne oferty nabycia.

## NAJWIĘKSZE INWESTYCJE NA KONIEC 2024 ROKU

### Zdywersyfikowany portfel

Spółka prezentuje już od jakiegoś czasu wszystkie inwestycje jako składową jednego dużego portfela inwestycyjnego bez szczegółowego rozbicia na subfundusze. Portfel w tym ujęciu jest coraz bardziej zdywersyfikowany – na koniec 2024 roku największa inwestycja MCI Capital ASI mająca 21,7% udziału w aktywach netto (NAV) to IAI, kolejna to Grupa eSky 18,9%, a trzecia to Netrisk (16,5%). Oczywiście największe inwestycje wchodzi w skład portfela MCI.EV FIZ. Z kolei dwie największe inwestycje MCI.TV FIZ to Answear i morele (stanowiące łącznie nieco ponad 6% udziału w NAV). W związku z toczącym się procesem likwidacji MCI.TV jego wpływ na wyniki coraz bardziej się marginalizuje i w najbliższych kwartałach raczej będzie źródłem płynności – w pierwszej kolejności zostanie prawdopodobnie spieniężony Gett. Poniżej przedstawiamy zestawienie najważniejszych inwestycji portfelowych MCI Capital ASI wraz z udziałem w aktywach netto (share in NAV).

### Zestawienie inwestycji portfelowych MCI Capital ASI wg stanu na koniec 2024 roku

dane skonsolidowane (w M PLN)

Aktywa	Kwota	Udział w NAV
<b>IAI</b>	454,5	21,7%
<b>eSky</b> GROUP	397,4	18,9%
<b>netrisk</b>	346,5	16,5%
<b>Profitroom</b>	180,3	8,6%
<b>WEBCON</b>	161,8	7,7%
<b>MCI</b>	134,4	6,4%
<b>Focus Telecom</b>	124,3	5,9%
<b>Gett</b>	75,5	3,6%
<b>answear</b>	71,8	3,4%
<b>morele</b>	64,9	3,1%
<b>pigu.lt</b>	63,4	3,0%
Pozostały portfel TV (netto)	32,2	1,5%
<b>Portfel łącznie</b>	<b>2 107,0</b>	<b>100,5%</b>
Dług netto*	238,3	11,4%
Pozostałe łącznie**	55,9	2,7%
<b>Aktywa łącznie</b>	<b>2 401,2</b>	<b>114,5%</b>
<b>NAV</b>	<b>2 097</b>	<b>100%</b>



\*pozycja zawiera środki pieniężne oraz inwestycje płynnościowe pomniejszone o zobowiązania (wartość dodatnia)  
\*\*pozycja zawiera inne aktywa MCI.EV, aktywa z tyt. podatku adrachzonego i należności MCI

Źródło: Prezentacja wynikowa MCI Capital za 2024 rok

**OPIS WYBRANYCH SPÓŁEK PORTFELOWYCH****IAI – poprawa wyników i przygotowanie do exitu**

W 2024 roku przychody IAI urosły w tempie znacznie powyżej 20% (dla przypomnienia w 2023 roku było to 197,4 mln zł), a marża EBITDA do przychodów netto na rynku polskim przekroczyła 50%. W 2024 roku spółka osiągnęła skalę powyżej 20 mld złotych GMV (gross merchandise value). Spółka systematycznie optymalizuje swoją ofertę i zwiększa penetrację usług dodanych, co pozwala na dalszą poprawę monetyzacji i wzrost przychodów. Spółka ma bardzo niski churn, rzędu 2 proc., oraz wysoki net retention rate, czyli wskaźnik mierzący powtarzalne przychody od klientów. Kluczowe inicjatywy w rozwoju platformy IdoSell to dalsze prace w zakresie rozwoju kolejnych Value-Added-Solutions, takich jak Smile (obsługa zwrotów) czy cross-border (pakiet produktów umożliwiających sprzedaż międzynarodową). **MCI podała, że rozpoczęła się proces przygotowania wyjścia z IAI. Transakcja wyjścia jest planowana na II połowę 2025 roku, a finalizacja w 2026 roku. Podano, że jeszcze przed startem procesu MCI otrzymała w marcu 2025 roku dwie atrakcyjne oferty nabycia.**

**Subfundusz MCLEV posiada 50,5% udziałów w spółce. Zainwestowany kapitał wynosi 115 mln zł, a wycena udziału subfunduszu na koniec 2024 roku wynosiła 456 mln zł.**

**eSky.pl – tymczasowy spadek wartości i szansa na duży wzrost dzięki pakietowaniu dynamicznemu**

Grupa eSky Thomas Cook to wiodące polskie internetowe biuro podróży lotniczych o globalnym zasięgu, z szybko rosnącym segmentem pakietowana dynamicznego. Po niepewnej pierwszej połowie 2024 r., w spółce miała miejsce stabilizacja wyników finansowych w ostatnich kwartałach po podpisaniu w maju 2024 roku umowy z liniami lotniczymi Ryanair, która zabezpieczyła dostęp do ich biletów lotniczych. Dodatkowo przejęcie najstarszej na świecie marki z branży turystycznej – Thomas Cook – zaczęło pozytywnie kontrybuować do wyników finansowych i przyspieszyło rozwój pakietowana dynamicznego (lot, hotel, transfer). W ocenie przedstawicieli MCI ok. 1/3 sprzedaży eSky globalnie stanowi już pakietowanie dynamiczne i rośnie w tempie 3 cyfrowym. Oczekują oni, że będzie to istotny czynnik wpływający na poprawę wyników w bieżącym i przyszłym roku. Pakietowanie dynamiczne jest istotnie tańsze niż klasyczne pakietowanie statyczne ze względu na wykorzystanie technologii łączenia ofert biletów lotniczych z hotelami bez potrzeby ingerencji ludzkiej. Równocześnie eSky koncentruje się na utrzymaniu swojej pozycji na rynku sprzedaży biletów lotniczych w Polsce, regionie CEE oraz Europie Zachodniej – która to linia biznesowa pozostaje na razie głównym kontrybutorem do wyniku finansowego Grupy. W lutym 2025 na stanowisko prezesa Gupy eSky został mianowany dotychczasowy wiceprezes i CFO – Andrzej Kozłowski. Dotychczasowy prezes, oraz współzałożyciel przeszedł do Rady Nadzorczej. W najbliższych latach spółka będzie się koncentrować na rozwoju oferty pakietów dynamicznych i globalnej ekspansji ze szczególnym uwzględnieniem rynku brytyjskiego oraz CEE.

**Subfundusz MCLEV posiada 56,8% udziałów w spółce. Zainwestowany kapitał wynosi 158 mln zł, a wycena udziału subfunduszu na koniec 2024 roku wynosiła 399 mln zł.**

**Netrisk – udana rekapitalizacja, grupa korzysta na sprzyjających trendach rynkowych**

Netrisk to wiodąca grupa prowadząca portale internetowe służące do porównywania cen i zawierania umów ubezpieczeń ze szczególnym uwzględnieniem ubezpieczeń komunikacyjnych oraz usług telekomunikacyjnych i komunalnych w CEE. Grupa jest liderem rynku w Polsce, w Czechach, na Słowacji, na Węgrzech, w Litwie i w Austrii. Grupa Netrisk zwiększa udziały rynkowe w poszczególnych krajach, poprawiając wyniki finansowe i rentowność. Grupa mocno skorzystała na fuzji z aktywami Bauer Media Group. Obecnie Grupa Netrisk korzysta na pozytywnym trendzie wzrostu składki ubezpieczeniowej na rynku w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce. W I kwartale 2025 roku została zrealizowana rekapitalizacja – do MCI w 1Q25 wpłynęło 106 mln zł, finansowanie dłużne dla Netrisk zostało udostępnione m.in. przez fundusze dłużne Goldman Sachs, Morgan Stanley i inne, co potwierdza silne zaufanie do spółki międzynarodowych inwestorów dłużnych. MCI planuje pełne wyjście z Netrisk w 2026 roku.

**Subfundusz MCLEV posiada 15% udziałów w spółce. Zainwestowany kapitał wynosi 98 mln zł, a wycena udziału subfunduszu na koniec 2024 roku wynosiła 348 mln zł.**

**Profitroom – celem zwiększenie penetracji zagranicznej**

Profitroom jest wiodącym międzynarodowym dostawcą rozwiązań rezerwacji bezpośrednich online dla hoteli. Dostarcza pakiet rozwiązań zaprojektowanych w celu wspierania wysokiej klasy (co najmniej 4-gwiazdkowych) hoteli w zakresie sprzedaży rezerwacji bezpośrednich (silnik rezerwacji) i działań marketingowych. Profitroom to działająca w chmurze firma typu Software as a Service. Spółka odnotowała dwucyfrowy wzrost w 2024 roku dzięki skutecznemu podejściu do pozyskiwania klientów i zdolności do budowania pipeline potencjalnych klientów na wielu rynkach, zarówno w Polsce, jak i na arenie międzynarodowej. W 2024 roku Profitroom zwiększył GBV (gross booking value) o 33% i pozyskał ok. 600 klientów z 55 krajów. Strategia Spółki na rok 2024 i kolejne lata zakłada dalszy rozwój działalności, przy jednoczesnej intensyfikacji pozyskiwania nowych klientów, w szczególności na rynkach zagranicznych. W 2024 r. Profitroom zatrudnił ponad 90 dodatkowych osób, by w kolejnych latach dodatkowo zwiększyć sprzedaż. Strategia Spółki zakłada dynamiczny rozwój działalności, przy jednoczesnej intensyfikacji pozyskiwania nowych klientów, celem utrzymania pozycji lidera na rynku polskim oraz zwiększenia udziałów na rynkach zagranicznych.

**Subfundusz MCI.EV posiada 55,2% udziałów w spółce. Zainwestowany kapitał wynosi 167 mln zł, a wycena udziału subfunduszu na koniec 2024 roku wynosiła 181 mln zł.**

**Webcon – przejście na model subskrypcyjny i wdrażanie rozwiązań AI**

Webcon to dostawca rozwiązań do zarządzania i automatyzacji procesów biznesowych (Business Process Automation) opartych na technologii low-code, posiadający wiodącą pozycję na rynku w Polsce i rosnącą obecność na arenie międzynarodowej (DACH, USA, reszta świata). Spółka jest liderem wśród producentów systemów do elektronicznego obiegu dokumentów. Od 2024 r. nowa sprzedaż pozyskiwana jest praktycznie tylko w modelu subskrypcyjnym. Spółka pozyskała w ciągu 2024 roku blisko 90 nowych klientów, w tym wiele rozpoznawalnych marek w Polsce jak i globalnie. Strategia spółki zakłada kontynuację komercjalizacji rozwiązania poprzez: ekspansję międzynarodową (w szczególności na rynek DACH), skupienie się na partnerskim kanale sprzedaży czy produktyzację rozwiązania (budowę sektorowych produktów adresujących specyficzne potrzeby klienta). Ponadto, spółka jest beneficjentem takich makrotrendów jak cyfryzacja i automatyzacja oraz wzrostu znaczenia AI.

**Subfundusz MCI.EV posiada 65,1% udziałów w spółce. Zainwestowany kapitał wynosi 163 mln zł, a wycena udziału subfunduszu na koniec 2024 roku wynosiła 162 mln zł.**

**Focus Telecom – po przejściu głównego konkurenta niekwestionowanym liderem na polskim rynku**

Focus oferuje opartą na chmurze, wielokanałową platformę do komunikacji, która wspiera przedsiębiorstwa w budowaniu trwałych, spersonalizowanych relacji ze swoimi klientami. Po dokonaniu akwizycji największego konkurenta (Systell) w sierpniu 2024 r. Focus stał się niekwestionowanym liderem na polskim rynku rozwiązań CCaaS. Spółka wypracowała dobre, zgodne z budżetem wyniki finansowe w 2024 roku, zarówno pod względem przychodów, jak i EBITDA. Spółka pracuje nad dalszym rozwojem produktu i jego funkcjonalnościami, tak aby zwiększyć jego atrakcyjność dla swoich klientów, i rozpoczęła współpracę z jedną z najlepszych firm doradczych w tym obszarze. W spółce rozpoczęto również realizację projektu związanego z rebrandingiem.

**Subfundusz MCI.EV posiada 80% udziałów w spółce. Zainwestowany kapitał wynosi 80 mln zł, a wycena udziału subfunduszu na koniec 2024 roku wynosiła 125 mln zł.**

**Answer.com – bardzo dobry 4Q24 i ambitne cele na kolejne lata**

Answer.com to założony w 2011 roku e-commerce zajmujący się sprzedażą markowej odzieży, obuwia oraz akcesoriów. Spółka działa na dwunastu rynkach europejskich (m.in. Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Ukraina, Rumunia i Włochy). Oferta produktów obejmuje ponad 100 tys. SKUs (jednostek asortymentowych) od ponad 800 zewnętrznych marek odzieży, obuwia i akcesoriów, a także własną markę modową (Answer LAB). Przychody ze sprzedaży w IV kw. 2024 r. wyniosły 532,8 mln zł wobec 430,4 mln zł rok wcześniej, a zysk EBITDA 39 mln zł wobec 18 mln zł zysku rok wcześniej. W całym 2024 roku spółka zrealizowała przychody na poziomie 1,5 mld zł (+20% r/r) i zysk EBITDA 34,4 mln zł (vs 56,5 mln zł rok wcześniej). Answer.com ocenia, że zakończył w większości transformację swojej oferty w kierunku segmentu premium. W 2024 r. spółka poniosła rekordowo wysokie nakłady na marketing w wysokości 308 mln zł, realizując szeroko zasięgowe kampanie, które znacząco wzmocniły rozpoznawalność marki Answer.com. Spółka ma bardzo ambitne cele na kolejne lata i chce ustanowić program motywacyjny na lata 2025-2027 roku oparty o cele związane z zyskiem EBITDA i wzrostem kursu. Cele wynikowe to EBITDA spółki w kolejnych latach: 80 mln zł w 2025 roku, 100 mln zł w 2026 roku i 120 mln zł w 2027 roku, a cele związane z kursem akcji to 40 zł w 2025 roku, 60 zł w 2026 roku i 80 zł w 2027 roku. Początek 2025 roku również zapowiada się dobrze – spółka szacuje, że przychody ze sprzedaży, według sprawozdawczości MSSF, wzrosły w I kwartale 2025 roku o 22% r/r do 351,9 mln zł.

**Subfundusze MCI.EV i MCI.TV posiada 24,2% udziałów w spółce. Zainwestowany kapitał wynosi 72 mln zł, a wycena udziału subfunduszy na koniec 2024 roku wynosiła 123 mln zł (przy cenie akcji 26,85 zł na koniec roku). Planowane jest wyjście z inwestycji w formie ABB w latach 2025-2026.**



### MCI.TV FIZ OD WRZEŚNIA 2024 ROKU JEST W LIKWIDACJI

Dla przypomnienia 16 września 2024 roku rozpoczęła się likwidacja subfunduszu MCI.TechVentures 1.0. Wartość aktywów netto tego subfunduszu wynosiła na koniec 2024 roku 338 mln zł, z czego 162 mln zł przypadało na MCI.Capital ASI, a pozostała część na zewnętrznych inwestorów. Planowana jest likwidacja tego subfunduszu do końca 2026 roku i proporcjonalna wypłata środków inwestorom po każdym wyjściu.

### ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ FINANSOWA

Zadłużenie brutto MCI Capital ASI na koniec 2024 roku wynosiło 280 mln zł, a dług netto wg naszych szacunków kształtował się na poziomie ok. 250 mln zł. Dla porównania na koniec 2023 roku było to odpowiednio 262 i 220 mln zł. Przypominamy, że nastąpiła zmiana struktury finansowania dłużnego na poziomie MCI Capital ASI. We wcześniejszych latach dominowało zadłużenie w formie obligacji, obecnie ponad 60% przypada na finansowanie dłużne w banku ING Bank Śląski.

### ZADŁUŻENIE I PŁYNNOŚĆ W RAMACH GRUPY MCI

Podmiot	Aktywa płynne	Zobowiązania z tytułu pożyczek, kredytów, weksli	Komentarz
<b>MCI Management sp. z o.o.*</b>	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty: 21 mln zł, pozostałe inwestycje krótkoterminowe 26 mln zł.	314 mln zł z tytułu obligacji, w większości długoterminowych, 22 mln zł z tytułu weksli	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: 47 mln zł	95 mln zł z tytułu obligacji, 186 mln zł z tytułu kredytów	Spółka finansuje się już wyłącznie długiem bankowym i obligacjami

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

\* Stan na koniec 1H2024, \*\* Stan na koniec 2024

### Obligacje na rynku Catalyst

Na rynku GPW Catalyst notowane są dwie serie obligacji MCI Management sp. z o.o. i dwie serie obligacji MCI Capital ASI.

Podmiot	Seria	Wielkość
MCI Capital ASI S.A.	MCI1126	15 mln zł
	MCI0227	81 mln zł
MCI Management sp. z o.o.	MCM0727	20 mln zł
	MCM1127	21,5 mln zł

Źródło: Opracowanie Noble Securities na bazie informacji GPW Catalyst

### ESG – RAPORTOWANIE NIEFINANSOWE Z ZAKRESU ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

W 2024 Grupa MCI po raz pierwszy, dobrowolnie pozyskała od spółek portfelowych informacje n/t ich działalności, umożliwiające ocenę wpływu na klimat, środowisko oraz kwestie społeczne i pracownicze. Informacje te uzyskano na podstawie ankiet. W badaniu wzięło udział 7 spółek portfelowych, które łącznie stanowią ~70% wartości portfela i ~63% WAN zarządzanych funduszy (na 31.12.2024). W przyszłości Grupa MCI zamierza nadal monitorować działalność spółek pod kątem wpływu na klimat i zagadnień społecznych, a także podejmować działania zachęcające spółki do prowadzenia pomiarów wybranych aspektów związanych ze zrównoważonym rozwojem.

### ESG – Podsumowanie 2024 roku

Spółki portfelowe charakteryzuje niski poziom emisji bezpośrednich (zakres 1; niewielka własna produkcja emisji) i umiarkowane zużycie energii elektrycznej i ciepła (zakres 2). 95% całkowitych emisji pochodzi z emisji pośrednich (zakres 3), np. z łańcucha dostaw, podróży służbowych, użytkowania produktów przez klientów – rozkład typowy dla firm usługowych i technologicznych.

74% całkowitej używanej energii pochodzi ze źródeł nieodnawialnych. Spółki wygenerowały 0,12t odpadów klasyfikowanych jako niebezpieczne (zapewniono odpowiednią utylizację tych odpadów). Spółki deklarują przestrzeganie inicjatyw Global Compact

i Wytycznych OECD, przy czym część spółek nie posiada mechanizmów kontrolnych. Zidentyfikowano incydent zw. z naruszeniem ww. zasad (w 1 spółce). Aspekty te będą szczególnie monitorowane w przyszłości. 6,5% to średnia nieskorygowana luka płacowa między kobietami a mężczyznami, co sugeruje pewne różnice w wynagrodzeniach, choć nie jest to wartość znacząca. Udział kobiet w zarządach wynosi 16%, co wskazuje na niską reprezentację kobiet na stanowiskach kierowniczych.

#### **Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2021**

W 2024 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.

#### **GŁÓWNE 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	2024	2025P	2026P
EPS, Adj+	2,60	9,04	2,79	3,18	0,30	2,48	2,54
Revenue	54	31	17	22	12	12	12
Gross Margin %	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Operating Profit	180	358	137	195	30	147	151
EBIT	180	358	137	195	30	147	151
EBITDA	181	359	137	196	30	147	152
Pre-Tax Profit	168	346	113	166	11	130	133
Net Income Adj+	134	465	143	165	16	130	133
Net Debt	227	202	252	217	251	267	277
BPS	26,4	35,2	36,5	39,7	40,0	40,9	41,8
CPS	0,6	1,5	0,3	1,2	-0,2	1,6	1,8
DPS	0,00	0,54	0,70	0,00	0,00	1,60	1,63
Return on Equity %	10%	29%	8%	8%	1%	6%	6%
Return on Assets %	7%	24%	7%	7%	1%	5%	5%
Depreciation	1	1	1	1	1	1	1
Amortization	0	0	0	0	0	0	1
Free Cash Flow	31	77	11	45	9	84	94
CAPEX	0	2	5	16	-20	0	0

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
<b>Przychody z tytułu zarządzania</b>	<b>54</b>	<b>31</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
<b>Zyski z inwestycji</b>	<b>162</b>	<b>380</b>	<b>141</b>	<b>209</b>	<b>34</b>	<b>163</b>	<b>167</b>
Koszty działalności operacyjnej	5	41	0	0	0	0	0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1	0	0	1	11	0	0
<b>EBIT</b>	<b>180</b>	<b>358</b>	<b>137</b>	<b>195</b>	<b>30</b>	<b>147</b>	<b>151</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-12	-11	-24	-29	-19	-17	-18
Zysk przed opodatkowaniem	168	346	113	166	11	130	133
Podatek dochodowy	-34	119	30	-1	5	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>134</b>	<b>465</b>	<b>143</b>	<b>165</b>	<b>16</b>	<b>130</b>	<b>133</b>

Źródło: MCI Capital ASI (2020-24), Noble Securities (prognozy, 2025P-2026P)

Bilans (mln zł)	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
<b>Aktywa</b>	<b>1 793</b>	<b>2 064</b>	<b>2 225</b>	<b>2 368</b>	<b>2 401</b>	<b>2 447</b>	<b>2 495</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 718</b>	<b>2 014</b>	<b>2 177</b>	<b>2 316</b>	<b>2 354</b>	<b>2 417</b>	<b>2 474</b>
Certyfikaty inwestycyjne	1 662	2 009	2 149	2 290	2 325	2 388	2 445
Inne aktywa trwałe	56	5	28	26	29	29	29
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>75</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>47</b>	<b>30</b>	<b>21</b>
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	39	21	37	37	30	13	4
Inne aktywa obrotowe	36	29	11	16	17	17	17

<b>Pasywa</b>	<b>1 793</b>	<b>2 064</b>	<b>2 225</b>	<b>2 368</b>	<b>2 401</b>	<b>2 447</b>	<b>2 495</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>1 356</b>	<b>1 808</b>	<b>1 916</b>	<b>2 081</b>	<b>2 097</b>	<b>2 143</b>	<b>2 191</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>279</b>	<b>137</b>	<b>188</b>	<b>263</b>	<b>287</b>	<b>287</b>	<b>287</b>
Obligacje	135	110	84	163	86	86	86
Kredyty	0	0	90	75	186	186	186
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	131	11	11	0	0	0	0
Inne	12	16	3	26	15	15	15
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>158</b>	<b>119</b>	<b>121</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
Obligacje	63	17	116	16	8	8	8
Zobowiązania z tytułu weksli	28	66	0	0	0	0	0
Inne	67	36	5	7	9	9	9

Źródło: MCI Capital ASI (2020-24), Noble Securities (prognozy, 2025P-2026P)

Rachunek przepływów pieniężnych (mln zł)	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
<b>CF operacyjny</b>	<b>31</b>	<b>79</b>	<b>15</b>	<b>61</b>	<b>-11</b>	<b>84</b>	<b>94</b>
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CF finansowy</b>	<b>0</b>	<b>-95</b>	<b>6</b>	<b>-66</b>	<b>5</b>	<b>-100</b>	<b>-103</b>
<b>CF</b>	<b>30</b>	<b>-18</b>	<b>17</b>	<b>-21</b>	<b>13</b>	<b>-17</b>	<b>-9</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	38	39	21	37	16	29	13
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	68	21	37	16	29	13	3

Źródło: MCI Capital ASI (2020-24), Noble Securities (prognozy, 2025P-2026P)

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

**BV** – wartość księgowa  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**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 ocen, 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 MOGŁYBY 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 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 osiąganych 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 krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu

uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

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

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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 sporządzenia Raportu: 11.04.2025, godz. 17.00. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 11.04.2025, godz. 17.05.

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.	nd.	nd.
Data wydania	07.10.2022 godz. 10:15	20.04.2023 godz. 8:20	08.12.2023 godz. 9:55	05.04.2024 godz. 8:40	30.09.2024 godz. 17:10
Kurs z dnia raportu	16,1	19,5	23,7	25,1	27,1
Wycena	29,6	36,1	40,3	40,7	43,7
WIG w dniu raportu	47 299,55	62 435,08	76 516,02	83 866,96	83 274,2

## 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)
Aplisens	nd	24,3	19,6	18,80	29%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,8	19,3	25,30	136%	24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	358,4	488,2	467,90	-23%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,9	9,3	9,33	6%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,0	632,0	571,60	-11%	13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,5	3,5	3,64	24%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23300,0	18140,0	15800,00	47%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,4	17,3	19,84	28%	03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,5	23,2	24,75	52%	21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,0	557,0			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,4	39,7	39,50	0%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,3	64,9	74,00	10%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,8	31,4	26,20	29%	06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,4	4,4	3,48	54%	03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Trzymaj	26,8	28,2	26,80	0%	13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,7	7,0	9,14	28%	20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,9	162,0	191,00	27%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,0	20,1	21,15	13%	16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,0	460,0			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,6	15,4	16,45	1%	12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,9	169,2	212,40	5%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,3	23,0	20,00	12%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,3	5,5	5,79	-8%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,6	70,7			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,4	7,5	6,39	94%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,6	10,3	7,98	121%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,6	53,5	30,70	130%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,9	3,6	4,91	-20%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,7	332,0	308,50	28%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,7	15,8	14,39	44%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,0	29,9			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,0	269,0			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,4	48,6	25,30	194%	14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,0	503,0			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,3	58,0	62,60	31%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,2	6,8	7,78	-21%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,5	32,4			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,9	73,0	33,00	288%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,7	27,1	24,10	81%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,4	359,0	350,00	64%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,2	353,0	191,00	226%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,3	16,9	9,20	88%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	21,4	18,3			12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,6	311,0			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,1	9,6			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,3	3,5			09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,9	21,2			30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,0	587,0			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22500,0	14820,0			19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,3	22,2			31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,7	485,0			31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,7	24,0			17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,0	22,5			09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,0	8,4			28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,3	7,5			28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,8	9,4			27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,7	14,0			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	23,7	22,6			24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,5	68,1			18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,6	65,0			12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	17,9	16,0			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,1	17,2			10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,8	7,7			31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,8	320,0			23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,6	573,0			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,5	54,5			21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,0	34,0			16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,9	21,4			14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,0	28,5			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,0	9,5			09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,8	15,0			06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,0	16,2			29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,5	3,5			18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,5	7,2			11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0			11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	40,7	25,1			05.04.2024	9M	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 - 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