Bank BGZ
Biuro Maklerskie

4 października 2010

MCI Management

sektor / branża: Finansowy

Ticker: **MCI**

ISIN: **PLMCIMG00012**

Kupuj

8,76 zł

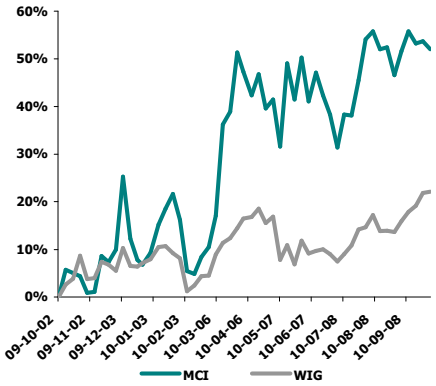
Profil spółki

MCI Management jest spółką zarządzającą funduszami private equity i venture capital. Wyniki spółki osiągane są z przychodów związanych z zarządzaniem aktywami oraz z przeszacowań aktywów finansowych będących w posiadaniu spółki.

Dane podstawowe	
Kurs (1/10/10)	7,2
Wycena DCF (w. optymistyczny)	**8,8**
Wycena DCF (w. konserwatywny)	**7,3**
Wycena porównawcza	**8,3**
Liczba akcji (tys.)	51 970
Kapitalizacja (mln zł)	375,2
EV (mln zł)	431,9

Notowania	
max cena 52 tygodnie (zł)	7,9
min cena 52 tygodnie (zł)	4,6
Średni wolumen obrotów (tys.)	234,22

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Tomasz Czechowicz oraz ImmoVentures Sp. z o.o.	41,0%	41,0%
Pozostali	59,0%	59,0%



Analityk:

Tomasz Manowiec

Makler Papierów Wartościowych

tel. 22 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Wyniki i prognozy finansowe

Pierwsze półrocze bieżącego roku MCI może zaliczyć do udanych. Przeszacowanie aktywów inwestycyjnych pozwoliło osiągnąć w sumie ponad 21 mln zł zysku netto, powiększając w ten sposób kapitały własne MCI do kwoty 311 mln zł (wzrost o 40% r/r). Głównym motorem wzrostu w tym okresie były spółki z funduszu MCI.TechVentures, natomiast słabiej wypadł fundusz MCI.EuroVentures ze względu na niską wycenę giełdową ABC Daty na koniec 1H.
Spółka ogłosiła prognozę finansową na 2010 r. zakładającą wypracowanie 67 mln zł zysku netto. Wykonanie tej wartości w 1/3 po pierwszym półroczu nie przekreśla szans na realizację zakładanego rezultatu, ponieważ w 3Q bardzo korzystnie na wynik może wpłynąć zaktualizowanie wartości ABC Daty (na dzień raportu jest to ponad 30 mln zł). Ostateczny wynik w dużej mierze zależeć będzie od koniunktury na giełdzie, ponieważ obecnie pięć spółek odpowiadających za ok. 60% wartości portfela MCI jest notowanych na GPW.

Portfel inwestycyjny i nowe inwestycje

Portfel inwestycyjny MCI Management składa się z aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych oraz innych instrumentów finansowych, które należą bezpośrenio do spółki (np. akcje ABC Daty). Wartość wszystkich aktywów wynosi ok. 400 mln zł i charakteryzuje się dynamicznym wzrostem na przestrzeni ostatnich lat.
Fundusze MCI stale poszukują nowych możliwości inwestycyjnych, co stanowi podstawę do długoterminowego wzrostu wartości kapitału. Sprzyjać temu będzie powołanie nowego funduszu (Internet Ventures), który od 2011 r. będzie miał do dyspozycji 100 mln zł. Niemniej jednak pozostałe fundusze również prowadzą wiele nowych projektów - ostatnio 20 mln zł zainwestował fundusz TechVentures.

Perspektywy Spółki

Perspektywy rynku private equity w Polsce są bardzo dobre, co powinno sprzyjać pozyskiwaniu przez MCI środków do zarządzanych przez Spółkę funduszy. Konsekwencją tego będzie wzrost przychodów i zysków z tej działalności. W samym pierwszym półroczu aktywa pod zarządzaniem MCI wzrosły z 418 do 554 mln zł. Natomiast drugim czynnikiem decydującym o wynikach spółki jest wartość jej inwestycji. Te z kolei charakteryzują się stabilnym długoterminowym wzrostem, co dobrze rokuje również na kolejne lata (10-letnia stopa wzrostu IRR wynosi prawie 20%).

Wycena i podsumowanie

Wycenę MCI Management sporządziliśmy za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych w dwóch wariantach - optymistycznym i konserwatywnym, które różnią się tempem pozyskiwania środków do funduszy zarządzanych przez MCI. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie odpowiednio 8,8 zł i 7,3 zł. Dodatkowo wykorzystaliśmy również metodę porównawczą, która określa wartość akcji MCI na 8,3 zł. Warto dodać, że samą spółkę zarządzającą (bez uwzględniania aktywów inwestycyjncyh) wyceniamy na 1,9 zł na akcję.
Rosnące znaczenie stabilnego wyniku z zarządzania aktywami oraz możliwość długoterminowego zwiększania wartości aktywów Spółki dają duże szanse na wzrost notowań MCI. W związku z tym wydajemy rekomendację KUPUJ dla MCI Management z ceną docelową na poziomie 8,76 zł, jednocześnie mając na uwadze duże ryzyko krótkoterminowego spadku notowań w razie głębszej korekty na giełdzie.

mln zł	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	11,8	1,1	8,8	13,1	20,3	30,0
zmiana r/r (%)	-87,1%	-90,7%	698,7%	49,5%	54,0%	48,1%
Wynik z inwestycji	34,5	40,7	42,2	62,6	71,8	83,0
EBIT	74,9	31,6	53,2	68,6	83,7	103,0
marża EBIT (%)	632,9%	2866,0%	604,6%	522,1%	413,2%	343,5%
Zysk netto	80,0	21,2	44,4	63,5	76,6	93,2
marża netto (%)	675,7%	1922,9%	504,4%	483,1%	378,1%	310,7%
EPS (zł)	1,97	0,52	0,98	1,22	1,47	1,79
BVPS (zł)	3,82	5,14	5,85	6,79	8,26	10,06
P / E	3,7	13,8	7,4	5,9	4,9	4,0
P / BV	1,9	1,4	1,2	1,1	0,9	0,7

P - prognozy BM BGŻ

Informacje nt. ujawniania konfilktu interesów, o których mowa w § 9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku znajdują się na przedostatniej stronie niniejszej publikacji

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF do wyceny MCI Management opraliśmy się o dwa scenariusze – optymistyczny i konserwatywny, które pozwoliły nam otrzymać wartość spółki MCI Management w wysokości odpowiednio 457,2 mln zł (8,80 zł na akcję) i 378,7 mln zł (7,29 zł na akcję). Scenariusze te różnią się dynamiką pozyskiwania środków do zarządzanych przez MCI Management funduszy inwestycyjnych. W scenariuszu optymistycznym zakładana przez nas dynamika pozyskiwanych w zarządzanie środków jest znacznie wyższa (stan na koniec 2010 r. to 170 mln zł, 300 mln zł w 2011 r. oraz 600 mln zł w 2012 r.). W przypadku scenariusza konserwatywnego przyjmujemy wartość pozyskiwanych środków w wysokości 130 mln zł na koniec 2010 r., 170 mln zł w 2011 r. oraz 250 mln zł w 2012 r. Po tym trzyletnim okresie prognozy przyjęliśmy losowy wzrost w kolejnych latach przy założeniu oczekiwanej wartości wzrostu 10% i odchyleniu standardowym tego tempa w wysokości 20% (wygenerowany wynik w oparciu o 5000 prób). Natomiast obie wyceny skonstruowane zostały przy zachowaniu poniższych założeń:

- w wycenie uwzględniamy wyłącznie przychody z zarządzania aktywami należącymi do innych niż MCI inwestorów;
- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 5,5%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta obliczyliśmy na bazie lewarowanego współczynnika dla średniej uzyskanej ze współczynników beta dla spółek porównywalnych, zajmujących się zarządzaniem aktywami. Ma to większe uzasadnienie od zastosowania bety historycznej ze względu na zamianę profilu działalności MCI w kierunku podmiotu zarządzającego;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%, przy czym podatki płacone są tylko od zysków z zarządzania;
- Spółka nie będzie ponosić znaczących nakładów inwestycyjnych, w związku z czym również amortyzacja stanowi wartość marginalną;
- zadłużenie będzie stanowić ok. 25% wartości aktywów, przy czym większość tej kwoty przypadać będzie na zobowiązania długoterminowe;
- wzrost kosztów będzie postępował proporcjonalnie do wzrostu skali działalności, przez co utrzymana będzie 50% rentowność działalności operacyjnej;
- w prognozie zakładamy brak wypłaty dywidend;
- pozycje kapitału obrotowego są nieznaczące i nie tworzą zapotrzebowania gotówkowego;
- w wycenie uwzględniamy bieżącą wartość certyfikatów inwestycyjnych należących do Spółki, traktując je jako aktywa finansowe i przyjmując jednocześnie ich wycenę za godziwą; natomiast w prognozach sprawozdań finansowych zakładamy wzrost wartości certyfikatów

historyczną stopą zwrotu wypracowywaną przez MCI; jednocześnie zakładamy inwestycję nadwyżek finansowych Spółki w certyfikaty funduszy;

- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie i w wycenie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych ani toczącego się obecnie postępowania o odszkodowanie od Skarbu Państwa (pozytywne dla spółki rozstrzygnięcie tej sprawy mogłoby powiększyć wycenę nawet o 1 zł na akcję);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 4.10.2010 r.

Tab. Wycena metodą DCF

	scenariusz optymistyczny			**scenariusz konserwatywny**		
(mln zł)	**2010P**	**2011P**	**2012P**	**2010P**	**2011P**	**2012P**
Aktywa w zarządzaniu na koniec roku	170	300	600	130	170	250
Wynik operacyjny	1,5	3,5	6,8	1,2	2,3	3,2
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%
FCFF	**1,2**	**2,9**	**5,5**	**1,0**	**1,8**	**2,6**
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
Koszt kapitału własnego	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
% udział kapitału własnego	80,1%	79,3%	78,1%	80,1%	79,3%	78,1%
% udział długu	19,9%	20,7%	21,9%	19,9%	20,7%	21,9%
WACC	15,0%	14,9%	14,8%	15,0%	14,9%	14,8%
Wartość bieżąca FCFF	1,2	2,4	4,0	0,9	1,5	1,9
Suma DFCFF	7,6			4,3		
Zdyskontowana wartość rezydualna	129,6			54,4		
Wartość działalności operacyjnej	137,2			58,7		
Wartość zarządzania na akcję	**2,6 zł**			**1,1 zł**		
Aktywa finansowe	396,4			396,4		
Zadłużenie	76,4			76,4		
Wartość kapitału własnego MCI	457,2			378,7		
Liczba akcji (mln szt.)	51,97			51,97		
Wartość jednej akcji	**8,80 zł**			**7,29 zł**		

Źródło: BM BGŻ. *P - prognoza BM BGŻ*

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej oparliśmy się o dwa wskaźniki. Pierwszy z nich (EV/przychody) przedstawia stosunek wartości przedsiębiorstwa (liczonej jako suma wartości kapitałów własnych oraz zadłużenia netto) do całkowitych przychodów generowanych przez działalność związaną z zarządzaniem aktywami. Drugi wskaźnik (P/AuM) obliczaliśmy jako iloraz kapitalizacji spółki w stosunku do wartości zarządzanych aktywów. Natomiast do otrzymanego wyniku doliczyliśmy wartość netto aktywów finansowych, które w przypadku MCI są tożsame z wartością certyfikatów inwestycyjnych funduszy MCI, innych instrumentów finansowych oraz gotówki pomniejszoną o zadłużenie.

Wycenę porównawczą dokonaliśmy w zestawieniu ze spółkami notowanymi na giełdach, które zajmują się zarządzaniem aktywami w formie funduszy private equity lub w formie TFI. Wykorzystaliśmy wskaźniki

dla trzech spółek – Blackstone, Partners Group oraz Quercus TFI. Poniżej znajduje się ich krótka charakterystyka.

Blackstone Group jest spółką zarządzającą aktywami oraz oferującą usługi doradztwa finansowego. Pod zarządzaniem spółki znajduje się ponad 98 mld dolarów aktywów w postaci funduszy private equity, funduszy nieruchomości, funduszy hedgingowych oraz innych funduszy inwestycyjnych. Natomiast w części doradczej zajmuje się przede wszystkim transakcjami fuzji i przejęć, restrukturyzacją oraz pozyskiwaniem środków dla przedsiębiorstw. Spółka notowana jest na giełdzie NYSE w USA.

Partners Group Holding jest pochodzącą ze Szwajcarii grupą, która działa na całym świecie w segmencie zarządzania aktywami. Spółka zarządza ponad 25 mld CHF, inwestując głównie w private equity, nieruchomości i fundusze hedgingowe w Europie oraz w USA. Grupa zarządza szeregiem funduszy, produktami strukturyzowanymi oraz indywidualnymi portfelami dla klientów instytucjonalnych, banków oraz klientów indywidualnych. Partners Group Holding jest notowany na giełdzie w Szwajcarii.

Quercus TFI jest jedynym dotychczas, wraz z MCI Management, polskim podmiotem z segmentu zarządzania aktywami notowanym na giełdzie. Spółka oferuje swoje usługi, polegające na zarządzaniu aktywami w formie funduszy inwestycyjnych od 2008 r. Na koniec sierpnia 2010 r. łączne aktywa zgromadzone przez Quercus TFI wynosiły ponad 1,1 mld zł. Spółka notowana jest na rynku New Connect.

Tab. Wycena porównawcza

	EV / przychody		P/AuM
	2009	2010P	2010
Quercus TFI	30,0	7,6	0,17
Blackstone	7,7	4,7	0,12
Partners Group	12,6	11,2	0,16
Średnia	16,8	7,8	0,15
MCI			
wskaźniki dla MCI	6,3	4,2	0,68
Implikowana wartość MCI (mln PLN)	147,6	102,8	83,5
Wartość zarządzania na akcję	**2,8**	**2,0**	**1,6**
Korekta o aktywa finansowe netto	320,0	320,0	320,0
Razem	467,6	422,8	403,5
Wartość jednej akcji	**9,0**	**8,1**	**7,8**
Wagi dla wskaźników	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji	**8,30 zł**		

Źródło: BM BGŻ S.A. *P - prognoza BM BGŻ i Reuters*

Wycena porównawcza oparta o powyższe wskaźniki pozwoliła wyznaczyć cenę jednej akcji MCI Management na poziomie 8,30 zł przy założeniu równej wagi dla wszystkich wyników. Warto dodać, że wszystkie otrzymane wyceny wskazują na wartość spółki powyżej bieżącego kursu. W efekcie można stwierdzić, że bieżące notowania spółki odbiegają od wyceny otrzymanej na podstawie zestawienia z innymi podmiotami z branży zarządzania aktywami, przez co można uznać Spółkę za niedowartościowaną.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią ważoną z powyższych trzech wartości – wyceny metodą DCF w wariancie optymistycznym oraz konserwatywnym i wyceny metodą porównawczą, przy czym nadaliśmy równe wagi wszystkim trzem wariantom (33%). Wyznaczona w ten sposób **wartość spółki zarządzającej wynosi od 1,1 do 2,8 zł na jedną akcję MCI** (średnia z wycen to 1,9 zł). Po uwzględnieniu aktywów finansowych netto ostateczna otrzymana przez nas cena kształtuje się w przedziale między 7,29 a 8,80 zł, co przy założeniu równych wag daje 8,13 zł za jedną akcję. Otrzymaną wycenę postanowiliśmy skorygować o wzrost wartości kursu ABC Daty w stosunku do ceny na koniec czerwca, która jest uwzględniana w aktywach netto. Zmiana ceny z 2,39 do 2,80 zł generuje dodatkowy zysk w kwocie ok. 33 mln zł, co daje 0,63 zł na każdą akcję. W efekcie **ustalamy cenę docelową na poziomie 8,76 zł**. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla MCI Management. Jednak ze względu na wysoką zmienność notowań spółki oraz wrażliwość na trendy giełdowe, zwracamy uwagę na duże ryzyko krótkoterminowych spadków notowań w przypadku słabej koniunktury na rynku akcji.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF (w. optymistyczny)	8,80	*33%*
metoda DCF (w. konserwatywny)	7,29	*33%*
metoda porównawcza	8,30	*33%*
wycena MCI	**8,13 zł**	
korekta wyceny	0,63 zł	
cena docelowa	**8,76 zł**	
obecna cena akcji	7,22 zł	

Źródło: BM BGŻ.

Charakterystyka Spółki

Wyniki finansowe

Wyniki finansowe MCI Management, a zarazem wartość tej spółki, zależą od dwóch czynników. Pierwszym, który dotychczas miał najważniejsze znaczenie, jest wartość aktywów inwestycyjnych spółki. Wcześniej były to bezpośrednie udziały w poszczególnych spółkach, natomiast obecnie, po wniesieniu wszystkich udziałów do zamkniętych funduszy inwestycyjnych, ich wartość wyraża się poprzez certyfikaty inwestycyjne tych funduszy zarządzanych przez MCI. Z kolei drugim źródłem wyników są od niedawna przychody związane właśnie z zarządzaniem tymi funduszami inwestycyjnymi, za co pobierana jest opłata w dwóch postaciach – stałej opłaty zależnej od wielkości aktywów oraz dodatkowych prowizji zależnych od wyników zrealizowanych przez fundusz. Po przekroczeniu określonego poziomu zysku w danym okresie MCI przysługuje premia od tego wyniku. W funduszach tych, oprócz kapitału z MCI, obecnie ponad 25% udział mają środki pochodzące od zewnętrznych inwestorów.

Opisane powyżej czynniki kształtowały wyniki raportowane przez spółkę w ostatnich latach. Zanim udziały we wszystkich spółkach zostały wniesione do funduszy inwestycyjnych, ich wyniki były zazwyczaj konsolidowane metodą pełną. Przenoszenie kolejnych spółek do funduszy powodowało systematyczny spadek wykazywanych przychodów. Natomiast obecnie na przychody w rachunku zysków i strat składają się jedynie opłaty i prowizje związane z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi.

Tab. Wyniki finansowe MCI Management

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P
Przychody ogółem	11,8	1,1	8,8	13,1
zmiana r/r	*-87,1%*	*-90,7%*	*698,7%*	*49,5%*
Wynik z inwestycji	34,5	40,7	42,2	62,6
EBIT	74,9	31,6	53,2	68,6
Zysk brutto	75,3	25,1	42,4	63,7
Zysk netto	80,0	21,2	44,4	63,5
Dług/kapitał własny	0,4	0,4	0,2	0,2
Dług/aktywa	0,3	0,2	0,2	0,1
Przepływy z działalności operacyjnej	-17,4	-7,4	-2,4	6,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-46,8	-10,0	5,6	-0,3
Przepływy z działalności finansowej	60,7	17,5	-10,2	20,4

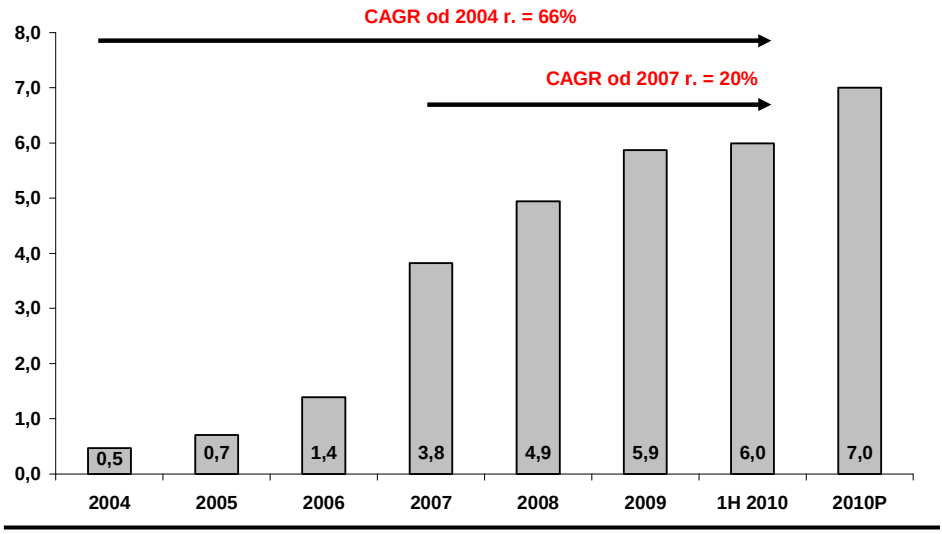
Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ. *P - prognoza BM BGŻ*

Najbardziej znaczącą pozycją w rachunku zysków i strat jest jednak wynik z inwestycji, który teraz zależy od przeszacowania wartości certyfikatów inwestycyjnych będących w posiadaniu MCI. Wartość certyfikatów wyznaczana jest na koniec każdego kwartału przez wycenę podlegającą zatwierdzeniu przez podmioty zewnętrzne, a następnie przez depozytariusza oraz audytora, co zapewnia obiektywną wycenę majątku. Suma wyniku z działalności operacyjnej oraz przeszacowania certyfikatów składa się na całkowity wynik MCI. Warto dodać, że spółka płaci podatek jedynie od zysków osiągniętych z zarządzania, natomiast przeszacowanie wartości certyfikatów nie pociąga za sobą płatności podatkowych, ponieważ jest ona odłożona aż do momentu umorzenia certyfikatu, co jest korzystne dla spółki.

Niskie przepływy pieniężne pochodzące z zarządzania funduszami, wynikające z niewielkiej jak dotychczas sumy zgromadzonej w funduszach, stanowią najważniejszy dodatni przepływ z działalności operacyjnej. Ze względu na fakt, że zysk z inwestycji nie wiąże się z przepływem pieniężnym, saldo działalności operacyjnej w rachunku cash flow było dotychczas ujemne, choć w tym roku stan ten może się zmienić. Działalność inwestycyjna odzwierciedla wszystkie zakupy nowych udziałów (teraz certyfikatów) oraz wyjścia z inwestycji. Z kolei dodatnie saldo działalności finansowej wynika z pozyskiwania finansowania przez spółkę – emisji akcji oraz obligacji. MCI nie wypłaca dywidendy akcjonariuszom, ponieważ zwrot z inwestycji spółki jest bardzo wysoki i byłoby to nieefektywne. W efekcie wszystkie nadwyżki finansowe są pozostawiane w spółce i reinwestowane w fundusze.

Istotnym aspektem funkcjonowania MCI jest dźwignia finansowa uzyskiwana przez pozyskanie zewnętrznego kapitału w postaci długu kredytowego i obligacji. Na koniec półrocza zadłużenie spółki z tytułu wszystkich zobowiązań finansowych wynosiło prawie 80 mln zł, w czym zawiera się nowa emisja obligacji na kwotę 50 mln zł, która miała na celu przede wszystkim sfinansowanie wykupu papierów emitowanych w 2004 r. Docelowa struktura finansowania spółki zakłada ok. 25% udział kapitału obcego w sumie bilansowej.

Rys. Wartość księgowa na akcję MCI Management (na koniec okresu)



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

MCI jako posiadacz aktywów finansowych wyceniany jest głównie na podstawie wartości księgowej. Powyższy wykres przedstawia zmiany wartości księgowej przypadającej na jedną akcję Spółki. Widoczny jest dynamiczny wzrost wartości aktywów netto odnoszonej do liczby akcji, czego najlepszym dowodem jest średnioroczna stopa wzrostu tej wielkości wynosząca 66% w skali 5,5 roku i ponad 20% w skali 2,5 roku. Warto podkreślić, że utrzymany został stały trend wzrostowy, mimo niesprzyjających warunków rynkowych i spadku wartości większości notowanych spółek w latach 2008-2009. IRR inwestycji MCI za cały okres istnienia funduszu wynosi obecnie 19,8%. Wielkość te stanowi dobry prognostyk dla długoterminowego wzrostu wartości księgowej akcji w kolejnych latach, choć utrzymanie takiego tempa będzie trudne.

Prognoza na 2010 r.

Prognoza Zarządu przedstawiająca wyniki za 2010 r. została opublikowana w lutym. Zakłada ona, że przychody pochodzące z zarządzania aktywami oraz wzrost wartości certyfikatów posiadanych przez MCI zapewnią całkowity wynik roczny w wysokości 67 mln zł. Czynnikiem, który będzie w największym stopniu

wpływał na wynik bieżącego roku, jest zachowanie się na GPW kursu największej spółki portfelowej – ABC Data – oraz oczekiwanie wzrostu wartości pozostałych spółek znajdujących się w portfelu. Dodatkowo zwiększać się powinny przychody pochodzące z zarządzania aktywami w związku z pozyskiwaniem nowych środków do funduszy MCI. Jeżeli silne pogorszenie nastrojów na rynku kapitałowym nie popsuje nastrojów inwestorów, to rezultaty osiągane przez spółkę w kolejnych latach powinny być również bardzo dobre.

Tab. Prognozy Zarządu MCI Management na 2010 r.

(mln zł)	2008	2009	2010P
zysk netto	21,5	44,4	67,0

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Nasze prognozy wyniku na 2010 r. i kolejne lata zakładają wzrost wartości aktywów finansowych należących do Spółki, który oparliśmy o historyczną stopę zwrotu osiąganą przez MCI, przy założeniu, że zostanie ona utrzymana na zbliżonym poziomie. Warto jednak mieć na uwadze, że koniunktura rynkowa ma wysokie bezpośrednie przełożenie na raportowane wyniki Spółki, ponieważ uwzględniają one przeszacowanie aktywów finansowych będących w posiadaniu MCI. Poniższa tabela przedstawia szacunkowe zmiany wartości aktywów MCI, które będą przenoszone na wynik, pod wpływem wahań na rynku giełdowym. Ze względu na fakt, że obecnie pięć spółek portfelowych jest już notowanych na rynku, można określić dodatnie lub ujemne odchylenia od bieżących wycen. Z danych widocznych w tabeli widać, iż korekta średniej głębokości (spadek o 20%) spowodowałaby nawet ok. 50 milionów strat w Spółce. Czynnik ten działa jednak w obie strony i silna tendencja wzrostowa przyniosłaby poprawę wyniku o podobną wielkość. Największa wrażliwość jest oczywiście na wahania ceny ABC Daty, ponieważ jej udział w portfelu MCI stanowi ok. 2/3 wartości wszystkich aktywów.

Widoczna na poniższym wykresie analiza wrażliwości obrazuje trudność w prognozowaniu przyszłych wyników Spółki oraz jednocześnie podkreśla duże ryzyko związane z inwestycją w akcje MCI Management. Jednak wraz ze wzrostem aktywów znajdujących się pod zarządzaniem MCI coraz większą rolę w generowaniu wyników odgrywać będzie część związana z zarządzaniem. W efekcie stabilność wyników powinna ulegać stopniowej poprawie i zmniejszać również zmienność notowań Spółki

Tab. Szacunkowy wpływ zmiany wartości spółek portfelowych na wynik MCI Management

(mln PLN)	-20%	-10%	+10%	+20%
ABC DATA	-44,0	-22,0	22,0	44,0
Wszystkie spółki portfelowe obecnie notowane na GPW	-50,0	-25,0	25,0	50,0

Źródło: BM BGŻ.

Działalność operacyjna

MCI Management jest jedną z najdłużej działających i najbardziej doświadczonych grup zarządzających funduszami private equity i venture capital w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Spółka działa w tym segmencie od 1999 r., natomiast od 2001 r. notowana jest na GPW w Warszawie. Obecnie (koniec 1H 2010 r.) pod zarządzaniem Spółki znajdują się środki o wartości ok. 550 mln zł, na które składają się aktywa pięciu funduszy inwestycyjnych– MCI.BioVentures, Helix Ventures Partners, MCI Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO, MCI.TechVentures oraz MCI.EuroVentures, przy czym dwa ostanie są subfunduszami funduszu MCI.PrivateVentures FIZ. Podana wartość uwzględnia również zobowiązania inwestycyjne, w tym 100 mln zł aktywów dedykowanych funduszowi Internet Ventures, który jest w organizacji. Jest to o tyle uzasadnione, że od tych kwot również naliczana jest opłata za zarządzanie.

Obecnie MCI posiada inwestycje w Polsce oraz w Czechach, natomiast historycznie może pochwalić się ośmioma IPO spółek portfelowych oraz 18 całkowitymi oraz 5 częściowymi wyjściami z inwestycji, które dostarczyły w ciągu dziesięciu lat stopę zwrotu netto (IRR) na poziomie 19,8%, co plasuje MCI w czołówce najlepszych funduszy typu private equity w Europie.

Tab. Fundusze MCI Management (aktywa bez uwzględnienia zobowiązań inwestycyjnych, stan na koniec 1H 2010 r.)

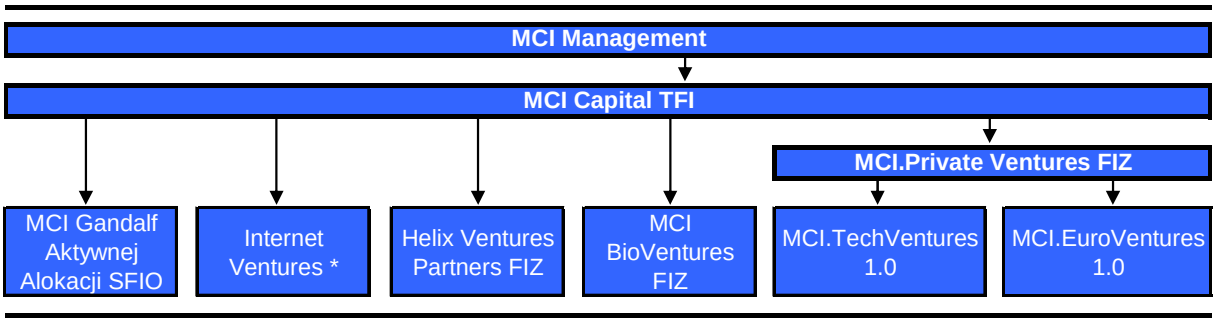
Fundusz	Liczba spółek	Wartość aktywów (mln zł)	Udział MCI w aktywach
MCI.TechVentures 1.0	14	146,3	96,3%
MCI.EuroVentures 1.0	3	134,3	94,3%
MCI.BioVentures FIZ	1	7,6	99,5%
Helix Ventures Partners FIZ	1	2,6	30,0%
MCI Gandalf SFIO	-	20,9	-

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

MCI.TechVentures, jako subfundusz w MCI.PrivateVentures FIZ, jest funduszem typu venture capital inwestującym w sektorze nowoczesnych technologii. Aktywa pod zarządzaniem tego funduszu wynoszą ok. 146,3 mln zł (na koniec 1H 2010), a docelowe inwestycje zawierają się w przedziale 1,5-5 mln euro. Strategia funduszu opiera się na finansowaniu ekspansji i rozwoju przedsiębiorstw, głównie w sektorach usług internetowych i telekomunikacyjnych, e-commerce oraz usług i technologii mobilnych. MCI jest właścicielem 97% certyfikatów funduszu, reszta należy do inwestorów indywidualnych nabywających certyfikaty w ramach oferty private banking w Reiffeisen Banku.

W sumie portfel funduszu składa się z 14 spółek. Do największych aktywów w tym funduszu należą dwie spółki będące pośrednikami w ofercie turystycznej przez Internet – czeska Invia oraz notowany na GPW Travel Planet. Obie spółki są rentowne i charakteryzują się dużym potencjałem rozwoju. W dalszej kolejności pod względem udziału w portfelu znajduje się Telecom Media – jeden z największych na rynku dystrybutorów i producentów zawartości multimedialnej na telefony komórkowe. W kontekście portfela MCI.TechVentures warto jeszcze wspomnieć o dwóch podmiotach. Pierwszy z nich – Geewa – jest dostawcą prostych gier on-line wykorzystywanych w serwisach społecznościowych.

Rys. Struktura organizacyjna MCI Management



* Fundusz w organizacji

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

MCI.EuroVentures jest drugim z subfunduszy MCI.PrivateVentures. Jest to fundusz typu buy-out inwestujący przede wszystkim w spółki z branży TMT (technologie, media, telekomunikacja) oraz handlu

i dystrybucji, których celem są średniej wielkości przedsiębiorstwa będące w fazie restrukturyzacji lub rozwoju, a docelowa kwota inwestycji zawiera się w przedziale 0-25 mln euro. Aktywa funduszy wynosiły na koniec 1H 2010 196,3 mln zł, przy czym kwota ta zostanie wkrótce znacząco zwiększona poprzez wniesienie akcji ABC Daty należących bezpośrednio do MCI.

Największy udział w aktywach tego funduszu ma właśnie spółka ABC Data – dystrybutor IT w Europie Środkowo-Wschodniej, której wartość rynkowa wynosi ponad 300 mln zł. Po emisji akcji w ramach oferty publicznej w posiadaniu funduszu oraz MCI bezpośrednio jest ponad 66% wszystkich akcji spółki. ABC Data jest największą spółką w portfelu funduszy MCI oraz zapewniła funduszowi największą stopę zwrotu. W 2009 r. spółka ta wygenerowała prawie 2,4 mld zł przychodów, osiągając jednocześnie ponad 40 mln zł zysku netto. Oprócz ABC Daty w portfelu znajdują się jeszcze trzy spółki o marginalnym znaczeniu. Do MCI należy ok. 94% certyfikatów funduszu.

MCI.BioVentures jest stosunkowo nowym funduszem typu venture capital koncentrującym się na takich branżach jak ochrona zdrowia, biotechnologia i medycyna. Zaangażowanie kapitałowe funduszu wynosi od 0,2 do 1 mln euro i ma celu finansowanie rozwoju projektów oraz wsparcie biznesowe. W funduszu znajdują się obecnie trzy inwestycje z sektora medycznego kontrolowane przez jedną spółkę. Aktywa funduszu wynoszą prawie 8 mln zł, a praktycznie wszystkie certyfikaty należą do MCI.

Helix Venture Partners stworzony został z udziałem Krajowego Funduszu Kapitałowego, który jednocześnie wnosi część kapitału. Całkowite aktywa zarządzane przez fundusz mają wynosić 40 mln zł (środki będą wpłacane sukcesywnie wraz z zapotrzebowaniem na kolejne inwestycje), natomiast pierwsza inwestycja została dokonana dopiero w styczniu bieżącego roku. Celem funduszu jest finansowanie przedsiębiorstw na wczesnym etapie (tzw. start-up) z obszaru oprogramowania i technologii mobilnych, a kwotą przeznaczoną na pojedynczą inwestycję jest 0,5-1,5 mln euro.

MCI Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO zarządza obecnie kwotą w wysokości ok. 20,9 mln zł (na koniec 1H 2010), inwestując na głównych rynkach akcji, surowców, walut i instrumentów dłużnych. Całość środków pochodzi od inwestorów zewnętrznych, a celem funduszu jest maksymalizacja absolutnej stopy zwrotu przy minimalizacji ryzyka poniesienia straty.

Najnowszym funduszem jest **Internet Ventures** będący jeszcze w organizacji, jednak jego funkcjonowanie powinno rozpocząć się od początku 2011 r. Wartość zobowiązań inwestycyjnych obecnie wynosi 100 mln zł, przy czym 25% tej kwoty pochodzić będzie ze strony MCI, a pozostała kwota z IIF Group oraz Krajowego Funduszu Kapitałowego. Natomiast obszarem zainteresowań inwestycji są sektory mediów elektronicznych, e-commerce, technologie i usługi internetowe oraz mobilne. Celem inwestycji będą spółki we wczesnym etapie rozwoju, a wartość pojedynczych zakupów powinna zawierać się w przedziale 0,5-1,5 mln euro.

Środki znajdujące się w zarządzaniu funduszy MCI w większości zostały wniesione przez spółkę, jednak już ponad 25% inwestycji pochodzi od zewnętrznych inwestorów (przy uwzględnieniu zobowiązań inwestycyjnych). W kolejnych kwartałach struktura ta będzie się znacząco zmieniać, co będzie efektem pozyskiwania kapitału z kilku źródeł. Pierwszym z nich jest propozycja skierowana do instytucji oferujących usługi private banking. Są one doskonałym źródłem dużych ilości kapitału pochodzącego od zamożnych osób, które są skłonne do inwestycji w tego typu fundusze. Dotychczas współpracę nawiązano w tym zakresie z Raiffeisen Bankiem.

Drugim źródłem będą partnerzy strategiczni MCI zapewniający duże zobowiązania inwestycyjne (np. Krajowy Fundusz Kapitałowy), jak również inwestorzy indywidualni, którzy mogą nabywać certyfikaty funduszy. Ze względu na wysokie ryzyko oraz stosunkowo wysoki próg wejścia do funduszy private equity, jak również duże ograniczenia w płynności inwestycji, oferta ta kierowana jest do specyficznego inwestora. Znajduje ona jednak spore zainteresowanie i kwoty pozyskiwane z tego źródła będą się zwiększać w kolejnych kwartałach.

Sposobem na powiększanie aktywów w zarządzaniu może być również wnoszenie całych przedsiębiorstw do takiego funduszu w zamian za certyfikaty, po czym fundusz przejmowałby zarządzanie nad taką spółką. Ostatecznie MCI może również emitować nowe akcje lub obligacje, a środki pozyskane z takich emisji będą przeznaczane na inwestycje w funduszach zarządzanych przez spółkę. Pozyskiwaniu nowych środków w zarządzanie może także sprzyjać tworzenie nowych funduszy w dotychczasowych segmentach oraz w segmentach, które w Polsce nie są jeszcze dostępne, choć Spółka na razie nie ujawnia, jakie to mogłyby być segmenty.

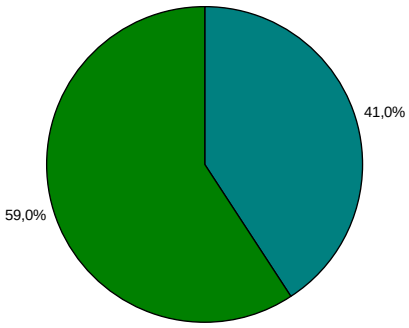
Przewaga konkurencyjna MCI w segmencie zarządzania funduszami private equity ma swoje źródło w kilku czynnikach. MCI jest jednym z najstarszych i najbardziej doświadczonych zarządzających tego typu funduszami w Polsce. Również środki, znajdujące się w zarządzaniu spółki należą do największych w kraju. Dotychczasowe inwestycje, które charakteryzowały się wysoką średnią stopą zwrotu, oraz wiele skutecznych wyjść ze spółek portfelowych potwierdzają skuteczność podejmowanych inwestycji.

Stosunkowo długa historia funkcjonowania na polskim rynku oraz dobre rezultaty osiągane przez fundusze zarządzane przez MCI Management powinny przyczyniać się do większej łatwości pozyskiwania kapitału w przyszłości. Również zwiększanie oferty funduszy powinno korzystnie wpłynąć na dalszy rozwój Spółki oraz poprawę jej wyników finansowych, co w połączeniu z dobrymi perspektywami segmentu private equity w rejonie Europy Środkowo-Wschodniej tworzy ciekawą propozycję inwestycyjną.

Struktura akcjonariatu

W strukturze akcjonariatu dominującą pozycję zajmuje Tomasz Czechowicz (wraz z ImmoVentures Sp. z o.o.), pełniący jednocześnie funkcję Prezesa Zarządu Spółki, który posiada 41% wszystkich akcji MCI Management. Po tym jak zaangażowanie w akcje MCI zmniejszył BZWBK AIB Asset Management, obecnie w akcjonariacie nie ujawniają się inwestorzy finansowych, choć wiele funduszy posiada akcje spółki. Pozostałe walory (ponad połowa wszystkich) znajdują się w wolnym obrocie, co czyni papiery MCI bardzo płynnymi – średni dzienny wolumen wynosi prawie 240 tys. akcji.

Rys. Struktura akcjonariatu MCI Management



	liczba akcji (tys.)	% akcji	% głosów
T. Czechowicz (wraz z ImmoVentures Sp. z o.o.)	21 284,9	41,0%	41,0%
Pozostali	30 685,4	59,0%	59,0%

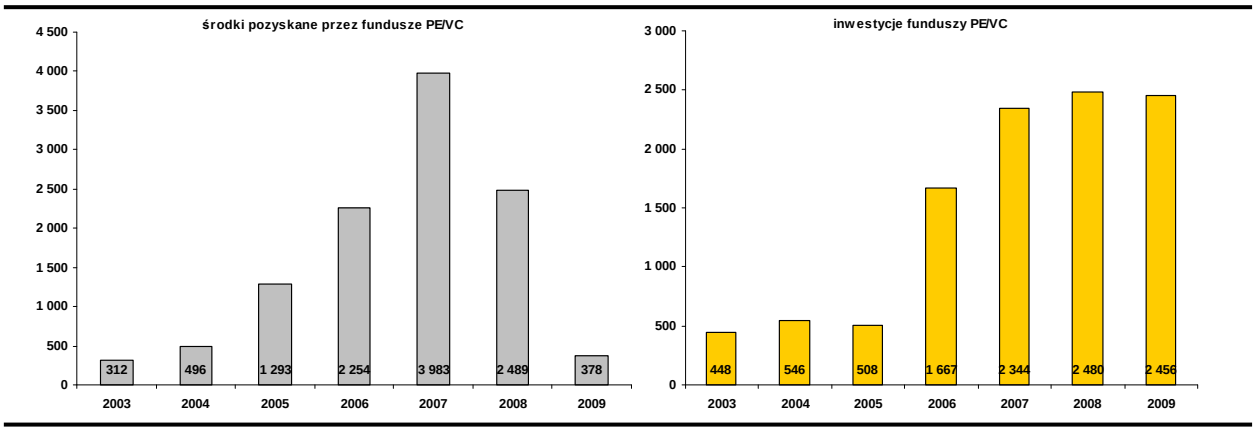
Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Rynek funduszy private equity w Europie Środkowo—Wschodniej (CEE)

Rynek funduszy venture capital (VC) i private equity (PE) w Europie Zachodniej ma silne tradycje, natomiast w rejonie Europy Środkowo-Wschodniej jego dynamiczny rozwój obserwowany jest dopiero od kilku lat. Rekordowym pod tym względem był 2007 r., kiedy fundusze z tego obszaru pozyskały ponad 4,2 mld euro. Załamanie rynków finansowych w 2008 r. przełożyło się na mniejsze zainteresowanie tego typu inwestycjami

i kwota środków wpływających była o 40% niższa niż rok wcześniej, ale jednocześnie przewyższała wartość z 2006 r. Ubiegły rok był pod tym względem jeszcze gorszy, ale utrzymująca się duża aktywność inwestycyjna w ostatnich latach powinna skłonić nowych inwestorów do zaangażowania swoich środków w tę formę inwestycji. Ponieważ można dostrzec dodatnią korelację między napływem środków do funduszy VC i PE a trendami na giełdach, można oczekiwać, że od 2009 r. wraz z poprawą koniunktury na rynkach finansowych napływ nowego kapitału będzie się nasilał.

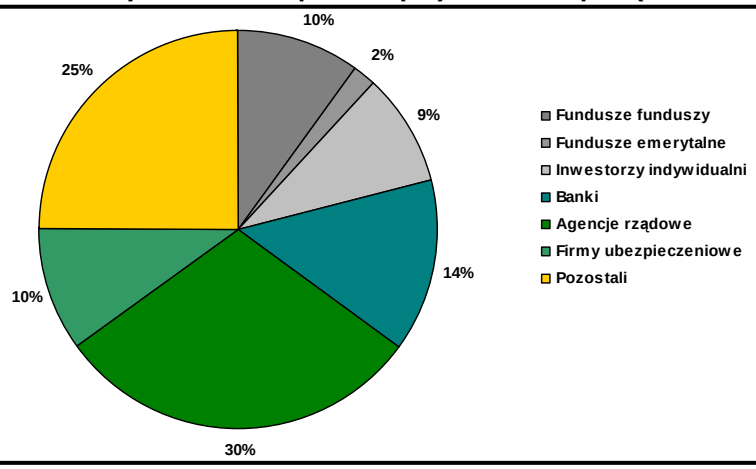
Rys. Wartość środków pozyskanych przez fundusze venture capital i private equity oraz wartość dokonanych inwestycji (dane dla rynku CEE, mln euro)



Źródło: EVCA, BM BGŻ.

Wysokie kwoty napływające w ubiegłych latach do funduszy PE i VC z regionu CEE wskazują na duże zainteresowanie globalnych inwestorów tym obszarem – ponad połowa środków pochodziła z Europy, natomiast pozostała część głównie z USA. Warto dodać, że powyższe kwoty stanowią niewielki udział w kapitale pozyskanym przez fundusze VC i PE w skali całej Europy – 2% w 2009 r., 3% w 2008 r. i 5% w 2007 r. Natomiast inwestycje funduszy przeprowadzane są głównie w największych państwach regionu – w Czechach, w Polsce, na Węgrzech i w Rumunii. Istotne jest, że inwestycje w Polsce odpowiadały w 2009 r. za ponad 10%, a w 2008 r. za prawie ¼ wszystkich inwestycji w regionie (odpowiednio 268 oraz 628 mln euro).

Rys. Inwestorzy w funduszach private equity i venture capital (dane dla regionu CEE, 2009)

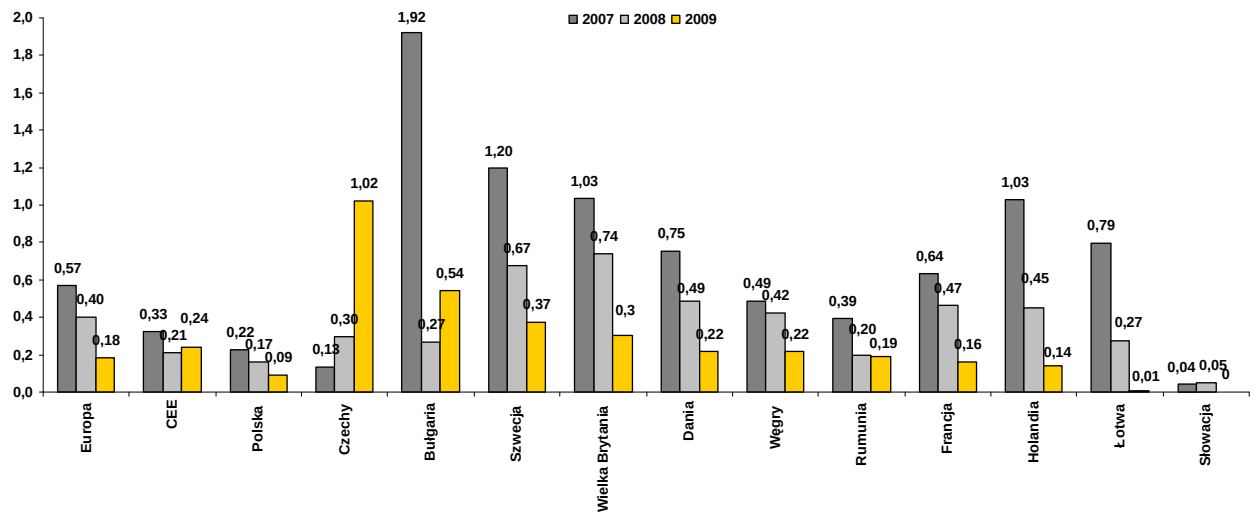


Źródło: EVCA, BM BGŻ.

Największym źródłem kapitału dla segmentu VC i PE są fundusze funduszy, które dostarczają ok. 25% zgromadzonych środków. Drugim pod względem znaczenia źródłem są fundusze emerytalne, przy czym warto dodać, że polskie instytucje dotychczas nie wykazywały zainteresowania tą formą inwestycji. Przykład państw zachodnich, gdzie fundusze emerytalne lokują nawet kilkanaście procent swoich aktywów w funduszach VC i PE, pozwala przypuszczać, że z czasem również OFE staną się sporym źródłem kapitału, powiększając bazę środków w zarządzaniu funduszy VC i PE. Duże znaczenie odgrywają również indywidualni inwestorzy, którzy stanowią trzecią największą grupę dawców kapitału. W dalszej kolejności warto wymienić jeszcze banki, fundacje i firmy ubezpieczeniowe. Ubiegły rok był dość wyjątkowy, ponieważ agencje rządowe i inne instytucje państwowe, które tradycyjnie wnoszą kilkuprocentowy wkład, zajęły dominującą pozycję. Jest to efekt drastycznego zmniejszenia zainteresowania nowymi inwestycjami wśród pozostałych dawców kapitału. Jeżeli chodzi o geograficzne pochodzenie kapitału, to liderami pozostają Wielka Brytania i Szwajcaria, odpowiadające za około połowę środków kierowanych do VC i PE.

Nominalne kwoty inwestycji nie odzwierciedlają jednak znaczenia funduszy VC i PE w poszczególnych krajach. Wskaźnikiem, który najlepiej oddaje te zależności, jest stosunek inwestycji funduszy VC i PE w odniesieniu do produktu krajowego brutto. W 2007 r., który był bardzo dobry dla funduszy tego typu, wartości powyższego wskaźnika kształtowały się na znacznie wyższych poziomach niż w 2008 i 2009 r. Nieznacznie zmieniły się jednak pozycje w rankingach – najbardziej rozwinięta działalność funduszy PE i VC odbywa się w takich krajach jak Wielka Brytania, Szwecja czy Dania. Średnia dla całej Europy wynosiła w 2009 r. 0,18%, natomiast w rejonie CEE było to 0,24%, przy czym w Polsce tylko 0,17%.

Rys. Procentowy udział inwestycji funduszy private equity w PKB kraju/regionu (2009)



Źródło: EVCA, BM BGŻ.

Opisane powyżej statystyki pozwalają wyciągnąć kilka ważnych wniosków. Przede wszystkim rynek funduszy VC i PE w Polsce jest jeszcze słabo rozwinięty, zarówno w odniesieniu do państw zachodnich, jak również w stosunku do innych państw regionu CEE. Konsekwencją tego będzie zapewne wzrost znaczenia tego kanału w pozyskiwaniu kapitału dla przedsiębiorstw w kolejnych latach. Nie bez znaczenia będzie również wzrost apetytu na ryzyko wśród globalnych graczy, który ma miejsce po kryzysie na rynkach finansowych całego świata.

Drugą istotną konkluzją jest fakt, że rejon CEE cieszy się dużym zainteresowaniem globalnych inwestorów, co może przyciągać kapitał z całego świata. Z pewnością duże znacznie ma tu fakt szybkiego wzrostu gospodarczego państw w tym rejonie, który powoduje, że perspektywy inwestycji stają się jeszcze

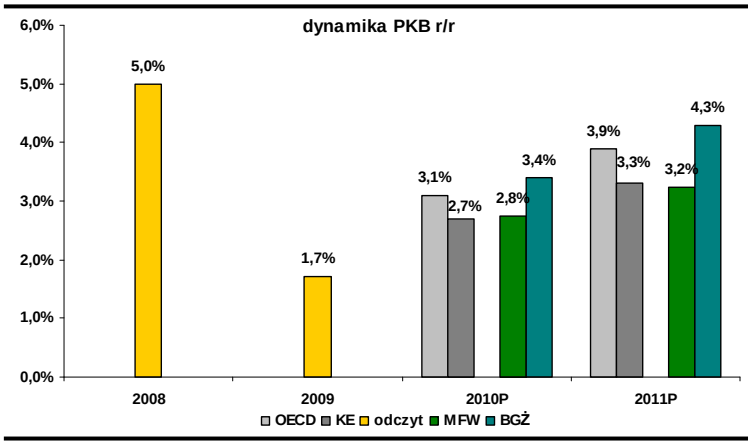
bardziej atrakcyjne. Kolejnym czynnikiem jest natomiast struktura inwestorów dostarczających kapitał do funduszy VC i PE. W przypadku Polski duży potencjał może znajdować się w OFE, które obecnie nie podejmują się inwestycji w PE, a można oczekiwać, że w najbliższej perspektywie takie działania podejmą. Pozycja funduszy PE wśród indywidualnych inwestorów również powinna się poprawiać, co będzie dodatkowym źródłem kapitału.

Powyższe czynniki tworzą bardzo korzystny obraz dla rynku funduszy VC i PE w Polsce i całym regionie CEE. Można oczekiwać, że aktywa funduszy działających w tym obszarze geograficznym będą wzrastać w dynamicznym tempie przez kilka kolejnych lat.

Otoczenie makroekonomiczne i czynniki ryzyka

Kluczowe znaczenie dla segmentu funduszy PE i VC mają fundamenty gospodarki regionu. Polska należy obecnie do państw charakteryzujących się najwyższą dynamiką wzrostu produktu krajowego brutto w całej Europie. Również na kolejne lata zakładany jest stosunkowo wysoki wzrost PKB, co wyróżnia Polskę na tle regionu. Z pewnością zwiększy to zainteresowanie inwestorów z całego świata funduszami inwestującymi w naszymi kraju, zapewniając napływ kapitału.

Rys. Prognozy wzrostu PKB dla Polski



Źródło: BM BGŻ.

Polska, wraz z Czechami, Rumunią i Węgrami, odpowiada za ok. 85% wartości inwestycji funduszy VC i PE w regionie CEE. Warto dodać, że największym zainteresowaniem funduszy cieszą się takie branże jak komunikacja, nauki ścisłe, IT, usługi konsumenckie oraz związane z energią i środowiskiem.

Bardzo duży wpływ na rozwój segmentu PE i VC ma także polityka banków odnośnie udzielania kredytów, ponieważ fundusze działają zazwyczaj z udziałem dźwigni finansowej, która zwiększa ich zyski oraz pozwala finansować większe inwestycje. Rok 2009 był pod tym względem bardzo niekorzystny, natomiast w obecnym roku oczekuje się większego strumienia kredytów ze strony banków. Może to korzystnie stymulować wartość inwestycji funduszy i pozytywnie oddziaływać na cały segment.

Ostatnim czynnikiem, który należy wymienić jako istotny dla rynku funduszy VC i PE, jest koniunktura w przedsiębiorstwach oraz ich wyceny. Na przełomie 2008 i 2009 r. wyniki finansowe firm uległy znacznemu pogorszeniu, w wielu przypadkach doprowadzając je na skraj rentowności. Natomiast spadkowi nie podlegały przez dłuższy czas wyceny spółek na rynku niepublicznym, co uniemożliwiało zawieranie transakcji sprzedaży ze względu na zbyt duże rozbieżności między kupującymi a sprzedającymi. Mimo to wartość zawartych transakcji w 2009 r. nie odbiegała od tych z lat poprzednich. Stabilizacja finansowa, która powinna nadchodzić

wraz z ożywieniem w gospodarce, oraz bardziej rozsądne podejście dotychczasowych właścicieli do kwestii wyceny powinny korzystnie wpłynąć na możliwość podejmowania atrakcyjnych inwestycji przez fundusze VC i PE oraz zwiększyć globalną kwotę inwestycji.

Czynniki ryzyka

Inwestycja w akcje MCI Management wiąże się z licznymi czynnikami ryzyka pochodzącymi z dwóch źródeł. Po pierwsze jest to czynnik wartości aktywów będących w posiadaniu przez MCI. Są to w większości certyfikaty funduszy zarządzanych przez spółkę i podlegają one bieżącej, kwartalnej wycenie. Istnieje zatem ryzyko, że wartość tych certyfikatów może spaść w wyniku pogorszenia koniunktury rynkowej, co będzie przynosić straty i spowoduje spadek wartości aktywów netto spółki. W związku z tym załamanie się sytuacji na giełdach lub nawet głębsza korekta mogą spowodować znaczną przecenę walorów spółki. Istnieje również ryzyko nietrafionych inwestycji funduszy MCI w nowych projektach. Oznaczałoby to w konsekwencji spadek wartości certyfikatów i obniżenie majątku spółki.

Drugim czynnikiem jest aspekt związany z zarządzaniem aktywami i przychodami związanymi z tą działalnością. Wielkość tych przychodów zależy przede wszystkim od sumy zgromadzonych w zarządzanie środków, a nie można z dużą pewnością przewidzieć tempa napływu kapitału do funduszy zarządzanych przez MCI. Stąd istnieje spora doza niepewności przy prognozowaniu przyszłych wyników. Dodatkowym źródłem przychodów spółki są bonusy wynikające z przekroczenia pewnego poziomu zysku dla danego funduszu w określonym roku. Również ten aspekt nie podlega prognozowaniu, ponieważ zależy od wielu zmiennych i nie można określić, na ile te dodatkowe wpływy będą poprawiać osiągane przez spółkę rezultaty.

Natomiast dla całego rynku funduszy VC i PE zagrożeniem jest przedłużanie się kryzysu finansowego i możliwość powrotu do restrykcyjnej polityki banków i niskiej skłonności do ryzyka, co z pewnością ograniczyłoby napływ środków do funduszy. Inną konsekwencją takiego stanu gospodarki byłoby pogorszenie fundamentów spółek portfelowych, a w efekcie spadek ich wartości.

Są to istotne czynniki, które należy brać pod uwagę rozważając inwestycję w akcje spółki MCI Management. Zmaterializowanie się nawet jednego z powyższych zagrożeń może się wiązać ze znacznymi stratami, przez co inwestycja taka jest obarczona wysokim ryzykiem.

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	**236,5**	**300,0**	**333,7**	**445,9**	**550,6**	**669,9**	**809,6**
Aktywa trwałe	**199,5**	**275,1**	**267,8**	**407,5**	**496,5**	**612,3**	**745,3**
Aktywa finansowe	78,6	245,4	259,4	399,1	488,1	603,9	736,9
Aktywa obrotowe	**37,0**	**24,9**	**65,9**	**38,4**	**54,0**	**57,6**	**64,3**
Aktywa finansowe	0,8	0,3	53,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	7,3	8,1	1,1	27,2	42,8	46,4	53,0
PASYWA	**236,5**	**300,0**	**333,7**	**445,9**	**550,6**	**669,9**	**809,6**
Kapitał własny	**154,6**	**208,0**	**266,0**	**352,9**	**429,5**	**522,7**	**632,5**
Kapitał zakładowy	40,5	44,7	47,3	51,9	51,9	51,9	51,9
Kapitał zapasowy	28,8	134,6	163,9	227,0	290,5	367,1	460,3
Pozostałe kapitały	3,5	5,4	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Zysk netto	80,4	21,6	44,4	63,5	76,6	93,2	109,8
Zobowiazania i rezerwy	**81,9**	**92,1**	**67,7**	**93,0**	**121,1**	**147,2**	**177,1**
Zobowiązania długoterminowe	66,7	22,7	54,1	66,9	89,3	110,3	134,1
Zobowiązania krótkoterminowe	15,1	69,4	12,5	25,1	30,7	36,0	41,9
w tym zobowiązania odsetkowe	*71,1*	*90,7*	*66,2*	*91,8*	*119,9*	*146,1*	*175,9*

Źródło: BM BGŻ. *P - prognozy BM BGŻ*

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	**11,8**	**1,1**	**8,8**	**13,1**	**20,3**	**30,0**	**36,9**
zmiana r/r	*-87,1%*	*-90,7%*	*698,7%*	*49,5%*	*54,0%*	*48,1%*	*23,0%*
Koszt własny sprzedaży	**7,8**	**0,3**	**1,7**	**2,6**	**3,9**	**5,7**	**6,8**
Zysk brutto na sprzedaży	**4,0**	**0,8**	**7,1**	**10,5**	**16,3**	**24,3**	**30,1**
marża brutto na sprzedaży	*34,0%*	*76,1%*	*80,4%*	*80,0%*	*80,5%*	*81,0%*	*81,5%*
Koszty sprzedaży	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	16,5	7,1	5,4	4,5	4,5	4,2	4,5
Zysk (strata) ze sprzedaży	**-12,9**	**-6,2**	**1,8**	**6,0**	**11,9**	**20,1**	**25,6**
Sprzedaż jednostek zaleznych	57,3	-1,0	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik z inwestycji	34,5	40,7	42,2	62,6	71,8	83,0	96,6
EBIT	**74,9**	**31,6**	**53,2**	**68,6**	**83,7**	**103,0**	**122,2**
Saldo z działalności finansowej	0,4	-6,4	-7,5	-4,9	-6,0	-7,4	-9,3
Zysk (strata) brutto	**75,3**	**25,1**	**42,4**	**63,7**	**77,7**	**95,6**	**112,9**
Podatek dochodowy	6,6	-4,3	-2,5	0,2	1,1	2,4	3,1
Zysk (strata) netto	**80,0**	**21,2**	**44,4**	**63,5**	**76,6**	**93,2**	**109,8**

Źródło: BM BGŻ. *P - prognozy BM BGŻ*

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-17,4**	**-7,4**	**-2,4**	**6,0**	**11,7**	**19,1**	**24,1**
Zysk netto	80,0	21,2	42,0	63,5	76,6	93,2	109,8
Amortyzacja	0,0	0,0	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Odsetki	0,0	-0,1	0,0	4,9	6,8	8,7	10,7
Wynik z działalności inwestycyjnej	-88,5	-38,5	-49,6	-62,6	-71,8	-83,0	-96,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-46,8**	**-10,0**	**5,6**	**-0,3**	**-17,3**	**-33,0**	**-36,6**
Sprzedaż podmiotów powiązanych	90,6	5,9	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje finansowe	-130,7	-31,8	-8,8	0,0	-17,2	-32,8	-36,4
Przepływy z działalności finansowej	**60,7**	**17,5**	**-10,2**	**20,4**	**21,2**	**17,4**	**19,2**
Emisja akcji	1,3	7,6	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty i obligacje netto	60,2	14,6	-2,0	25,6	28,1	26,2	29,8
Odsetki	-0,1	-0,5	-4,7	-4,9	-6,8	-8,7	-10,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	**-3,5**	**0,1**	**-7,0**	**26,1**	**15,7**	**3,6**	**6,6**
Środki pieniężne:							
na początek okresu	**8,6**	**7,3**	**8,1**	**1,1**	**27,2**	**42,8**	**46,4**
na koniec okresu	**7,3**	**8,1**	**1,1**	**27,2**	**42,8**	**46,4**	**53,0**

Źródło: BM BGŻ. *P - prognozy BM BGŻ*

Tab. Wybrane wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
ROA	33,8%	7,1%	13,3%	14,2%	13,9%	13,9%	13,6%
ROE	52,0%	10,4%	16,7%	18,0%	17,8%	17,8%	17,4%
dług/aktywa	32,7%	25,0%	20,0%	20,6%	21,8%	21,8%	21,7%
dług/kapitał własny	50,0%	36,0%	21,9%	23,7%	26,0%	26,4%	26,5%
odsetki/EBIT	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

Źródło: BM BGŻ. *P - prognozy BM BGŻ*

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	1,97	0,52	0,98	1,22	1,47	1,79	2,11
DPS	-	-	-	-	-	-	-
Dividend yield	-	-	-	-	-	-	-
BVPS	3,82	5,14	5,85	6,79	8,26	10,06	12,17
P/E	3,7	13,8	7,4	5,9	4,9	4,0	3,4
P/BV	1,9	1,4	1,2	1,1	0,9	0,7	0,6
P/Aktywa w zarządzaniu	-	-	0,17	0,10	0,07	0,05	0,04
EV/EBIT	0,74	1,75	1,04	0,81	0,66	0,54	0,45
EV/Aktywa w zarządzaniu	-	-	0,17	0,10	0,07	0,05	0,04

Źródło: BM BGŻ. *P - prognozy BM BGŻ*

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

☐ **Kupuj –** oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
☐ **Neutralnie -** oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
☐ **Sprzedaj –** oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.
Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.
Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Bank BGZ
Biuro Maklerskie

Doradztwo Inwestycyjne	telefon	adres email
Tomasz Dumała	22 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski	22 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski	22 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec	22 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie		telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42	boguslaw.baczyk@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne		strona www
bmBGZ.net	Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
eIPO.bmBGZ	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	ades	telefon		ades	telefon
Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1–go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03