Ul. Piękna 68, 00-672 Warszawa
tel. (0-prefix-22) 625-39-86, fax. (0-prefix-22) 628-33-01
e-mail: office@probatus.pl
osoba kontaktowa: Marcin Michnicki – Prezes Zarządu

"MCI Management S.A."

Raport analityczny

Wszystkie opracowania i komentarze zawarte w niniejszym raporcie są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być interpretowane inaczej. Probatus Financial Advisers nie bierze odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu.

Październik 2005

OPINIA INWESTYCYJNA – MCI Management S.A.

*fair value jednej akcji na koniec 2005 roku - **2,72** PLN*

- Wartość funduszu MCI tworzą aktywa oraz wartość firmy zarządzającej. Konserwatywne podejście do wyceny wskazuje, iż wartość samych aktywów ostrożnie szacowanych z uwzględnieniem potencjału wzrostu znajduje się powyżej lub na poziomie aktualnych notowań rynkowych. Wycenę aktywów na poziomie minimum 2,25 PLN na walor potwierdza Zarząd MCI,

- MCI jest najaktywniejszym funduszem venture capital na polskim rynku, inwestującym w najbardziej prorozwojowe i przyszłościowe spółki z branż informatycznej, internetowej i mobilnej. MCI pozostaje liderem ilościowym w zakresie inwestycji przeprowadzonych w obszarze zaawansowanych technologii w Polsce. Jest także jednym z nielicznych podmiotów, które przetrwały dekoniunkturę związaną z załamaniem się rynku po 'pęknięciu bańki internetowej',

*- Po okresie budowania portfela oraz rozwoju spółek wchodzących w jego skład, MCI weszło w etap realizacji zysków z dotychczasowej działalności. Realizowane stopy zwrotu na ostatnich transakcjach potwierdzają zdolność MCI do zarządzania pełnym cyklem inwestycyjnym (zakup **à** budowanie wartości **à** sprzedaż). Inwestycje MCI w kolejne spółki wskazują na rozpoczęcie w cyku życia MCI okresu bardziej przewidywalnego budowania wartości niż to miało miejsce w początkowym okresie jego funkcjonowania (zastępowanie zrealizowanych z zyskiem inwestycji przez nabywanie nowych spółek),*

- MCI dysponuje szybkozbywalnymi aktywami krótkoterminowymi na poziomie ok. 18 mln PLN. Wszystkie spółki portfelowe są praktycznie niezadłużone, zobowiązania MCI to około 10,5mln PLN (5 letnie obligacje na 10 mln PLN). MCI dysponuje aktywami (spółki portfelowe oraz gotówka netto) o szacowanej wartości około 77 mln PLN ,

- Płynność MCI uległa dalszej poprawie po emisji obligacji zamiennych na akcje (cena konwersji 6 PLN). Konstrukcja przeprowadzonej emisji obligacji zamiennych na akcje jest korzystna zarówno dla inwestorów (ograniczając ryzyko) jak i dla Spółki, wartość obligacji zwiększa opcja konwersji na akcje,

- Przemyślany dobór spółek umożliwia wykorzystanie efektów synergii. Portfel MCI jest dobrze zdywersyfikowany sektorowo i według stadium rozwoju spółek portfelowych. Portfel inwestycyjny MCI stanowi ponad 60% wyceny Funduszu.

- MCI posiada w swoim portfelu prawdziwą „gwiazdę" – Travelplanet.pl, która z sukcesem dokonała w lipcu 2005 IPO i potwierdziła rynkową wartość. Kolejnymi „gwiazdami" w portfelu MCI w okresie najniższych 2 lat mogą zostać Bankier.pl oraz One-2-One.

- W najbliższych latach fundusz ma szansę wyjścia z 4-6 inwestycji o łącznej wartości 60 mln PLN, hossa na rynku kapitałowym zwiększa szanse na dalszy dynamiczny wzrost portfela,

- Trend na rynkach kapitałowych oraz postęp technologiczny sprzyjają MCI,

- Konsekwentnie od 2 lat zwiększa się zaangażowanie inwestorów finansowych w akcjonariacie Spółki, ponad 14% pakiet Spółki posiadają fundusze zarządzane przez BZ WBK AIB Asset Management SA.

SPIS TREŚCI:

1. Informacje i dane ogólne o funduszu MCI 4
1.1. Historia MCI 4
1.2. Inwestycje prywatne 4
1.3. Model działania MCI 6
1.4. Portfel Inwestycyjny MCI 7
1.5. Akcjonariat 7
1.6. Obligacje zamienne na akcje 8
1.7. Program motywacyjny 8
2. Otoczenie rynkowe MCI. 9
2.1. Rynek technologiczny 9
2.2. Rynek informatyczny w Polsce. 9
2.3. Rynek internetowy w Polsce. 11
2.4. Rynek mobilny w polsce. 13
2.5. Rynek Venture Capital w Polsce 13
3. Portfel inwestycyjny MCI Management S.A. 14
3.1. Skład i struktura portfela. 14
3.2. Założenia do wyceny spółek portfelowych. 15
3.6. Podsumowanie wartości portfela. 31
3.7. Efektywność wyjść. 32
4. Strategia i plany rozwoju 33
5. Podstawowe dane i wskaźniki finansowe 34
6. Wycena MCI Management S.A. 37
6.1. Podejście do wyceny. 37
6.2. Wycena firmy zarządzającej 38
6.3. Podsumowanie wyceny MCI: 39
7. Analiza SWOT 41
8. Podsumowanie 42

1. INFORMACJE I DANE OGÓLNE O FUNDUSZU MCI

Firma:	MCI Management S.A.
Adres:	ul. Świętego Mikołaja 7
Telefon:	071 / 78 17 380, 071 / 78 17 386
Fax:	071 / 78 17 383
Adres strony internetowej:	www.mci.com.pl
Poczta elektroniczna:	rzecznik@mci.com.pl

MCI Management S.A. jest funduszem venture capital koncentrującym się w swej działalności na przedsiębiorstwach działających w branży zaawansowanych technologii informatycznych: oprogramowania, technologii internetowych i mobilnych.

Istotą działalności funduszy venture capital jest przeprowadzanie inwestycji w przedsiębiorstwa na wczesnym etapie ich rozwoju, prowadzenie działań zmierzających do wzrostu ich wartości a następnie sprzedaży ich inwestorom strategicznym lub giełdowym oraz przez wykup menedżerski. MCI dokonuje również inwestycji w firmy wymagające restrukturyzacji.

1.1. HISTORIA MCI

Fundusz MCI Management powstał w maju 1998 z inicjatywy Tomasza Czechowicza i początkowo funkcjonował jako Spółka z o.o. Pierwszą inwestycją dokonaną przez spółkę był zakup 60% akcji wrocławskiego integratora systemów CCS S.A. Jednoczesnym sukcesem został zakończony proces pozyskiwania inwestora finansowego, którym została spółka giełdowa Howell S.A. W ramach udanej oferty publicznej przeprowadzonej w grudniu 2000 roku MCI Management S.A. pozyskało 24,2 mln PLN. Od dnia 1 lutego 2001 MCI Management S.A. jest notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych.

W okresie 1999 - X 2005 Spółka dokonała 22 inwestycji i pozyskała w ramach drugiej rundy finansowania koinwestorów dla wybranych spółek portfelowych (Enterprise Investors, bmp), a także przeprowadziła 7 wyjść z inwestycji poprzez transakcje wykupu menedżerskiego, sprzedaż do inwestora strategicznego oraz pre-IPO.

1.2. INWESTYCJE PRYWATNE

Inwestycje na rynku prywatnym można podzielić na 3 kategorie:

1. Inwestycje mające na celu wsparcie przedsiębiorcy w uruchomieniu działalności, opracowaniu prototypu jego produktu, przygotowaniu do rozpoczęcia działalności i jej wsparciem w początkowym okresie życia firmy. Wsparciem tutaj służą rodzina, znajomi, inkubatory przedsiębiorczości, czy „aniołowie biznesu”[1]. Czasami spotyka się fundusze venture captial inwestujące na tym etapie. Inwestycje nie przekraczają z reguły kwoty kilkuset tysięcy PLN.
2. Finansowanie rozwoju firmy, która zdołała wprowadzić swój produkt na rynek i przekonać do niego klientów. Jest to podstawowy obszar działania funduszy venture captial, a kwota pojedynczej inwestycji zamyka się w przedziale 1-8 mln PLN,
3. Inwestycje na późniejszym etapie rozwoju przedsiębiorstw znajdują się w polu zainteresowania funduszy private equity. Inwestycje przez nie przeprowadzane polegają w dużej mierze na wykupach.

MCI Management SA koncentruje się na działaniach opisanych w pkt. 1 i 2.

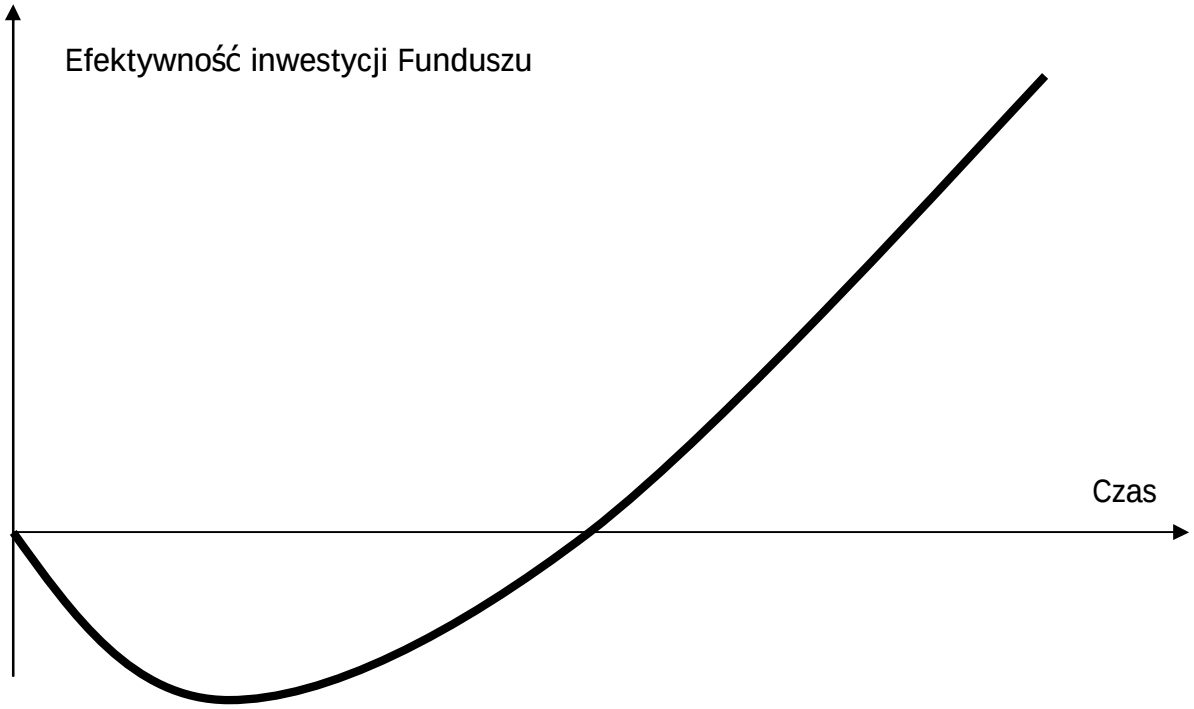
Istotnym elementem warunkującym efektywność funkcjonowania rynku inwestycji prywatnych jest dobrze rozwinięty rynek kapitałowy. Z jednej strony dostarcza on kapitału na inwestycje realizowane przez fundusz venture captial / private equity, z drugiej zaś strony generuje on popyt na „produkty” oferowane przez te fundusze, czyli spółki portfelowe. Odbywa się to w dwójnasób: po pierwsze poprzez bezpośrednią sprzedaż akcji spółek portfelowych funduszy w ofercie publicznej, po drugie spółki już notowane łatwiej mogą pozyskać kapitał na przejęcia, których celem są spółki portfelowe funduszy venture captial / private equity.

Istotna akumulacja kapitału, która się dokonuje na polskim rynku kapitałowym oraz jego coraz większa dojrzałość, przestają być ograniczeniem w rozwoju inwestycji prywatnych.

Warto też zwrócić uwagę na charakterystyczny dla inwestycji prywatnych efekt krzywej J (ang. ‘J-curve’). Na wykresie można przedstawić go następująco:

[1] Anioł biznesu – osoba, która inwestuje swoje prywatne środki w przedsięwzięcia rozwijane przez innych i wspiera ich swoją wiedzą i doświadczeniem.

Wykres: Efektywność inwestycji Funduszu VC



Źródło: MCI

Charakterystyczne dla funduszy działających na rynku inwestycji prywatnych jest to, iż początkowo wartość ich portfela jest mniejsza niż wartość pozyskanych od inwestorów środków, a dopiero w kolejnych latach zyskuje on na wartości. Zjawisko to ma dość istotne implikacje do analizy MCI.

Dojrzałość portfela inwestycyjnego oraz wyniki MCI wskazują że Fundusz przekroczył etap Break Even Point na krzywej. Efektem tego jest lepsza pozycja konkurencyjna MCI na rynku pozyskiwania kapitału na dalsze inwestycje. Potencjalni dostawcy kapitału dla VC w Polsce (instytucjonalni finansowi) bowiem nie są zainteresowani inwestycjami w podmioty które w okresie pierwszych 3-4 lat będą charakteryzować się stratami spółek portfelowych. Jeśli MCI utrzyma trwający od 2 lat trend powtarzalności zysków z wyjść z inwestycji w kolejnych latach, ma lepszą pozycje przetargową przy pozyskiwani kapitału w stosunku do nowopowstających funduszy. MCI będzie dokonywał regularnych inwestycji w nowe projekty, tak aby zachować ciągłość przewagi zysków z inwestycji nad stratami związanymi z początkowym okresem rozwoju spółek portfelowych.

1.3. MODEL DZIAŁANIA MCI

W uproszczeniu, działalność operacyjna MCI polega na 3 działaniach:

A. Zainwestowanie środków w firmy,
B. Rozwój firm i budowanie ich wartości,
C. Sprzedaż firm.

Model inwestycyjny funduszy venture capital, do których zalicza się MCI, zakłada przeprowadzenie inwestycji w przedsiębiorstwo na wczesnym etapie jego rozwoju, finansowanie i zarządzanie jego ekspansją, w drugim etapie często z inwestorem typu private equity oraz wyjście z inwestycji po osiągnięciu przez przedsiębiorstwo wymaganej przez fundusz wartości. Taki model biznesowy pozwala na uzyskanie znacznych wartości zwrotu z zaangażowanych kapitałów, jednak działalność funduszy obarczona jest wyższym ryzykiem oraz zyskami koncentrowanymi w momentach wyjść z inwestycji. Wczesna faza rozwoju spółek znajdujących się w portfelu uzasadnia preferowanie metod wycen opartych na wartości „market share" lub wycenach transakcyjnych porównywanych firm.

Fundusz MCI w przeciągu ostatnich trzech lat, pomimo niekorzystnej koniunktury wypracował z inwestycji o wartości 10 mln USD aktywa szacowane obecnie na 30 mln USD.

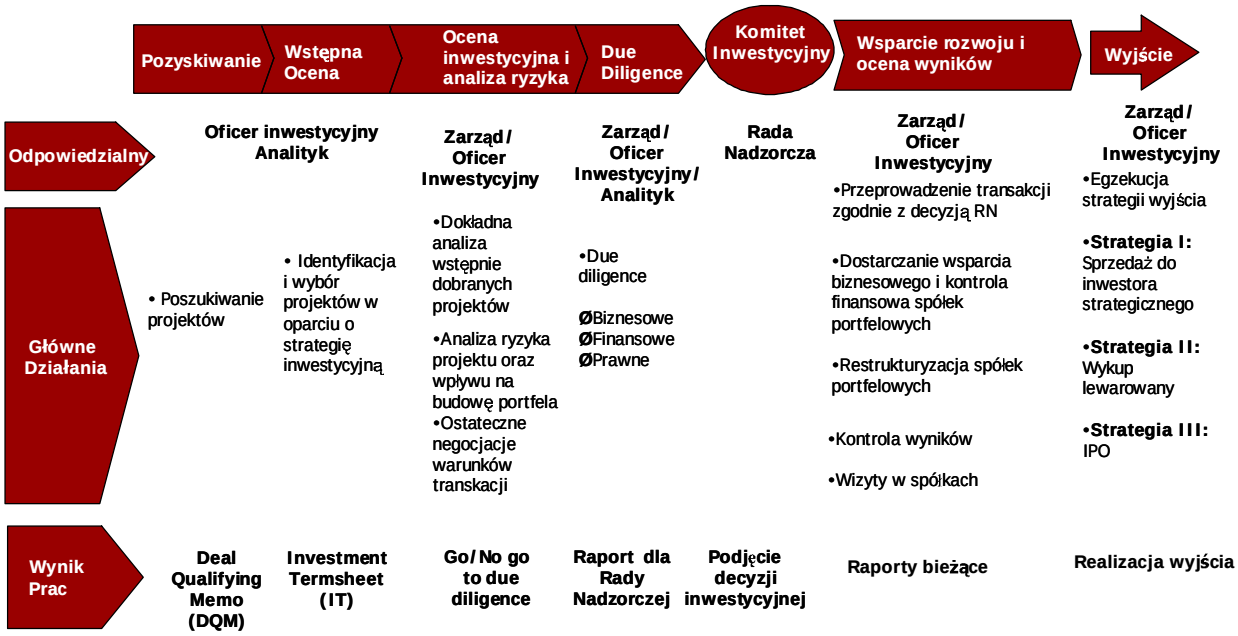
Rysunek: Model inwestycyjny MCI.

Źródło: MCI

Model inwestycyjny zakłada inwestycje w okresie tworzenia przedsięwzięcia lub na jego wczesnym etapie, a następnie aktywny nadzór właścicielski opcjonalnie połączony z pozyskaniem inwestora finansowego w celu finansowania rozwoju i ekspansji. Oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji przez MCI wynoszą 25-40% rocznie (5-10x zainwestowane pieniądze). Wyjście docelowo realizowane jest poprzez sprzedaż do inwestora strategicznego, wykup menadżerski lub IPO spółki portfelowej. Całość cyklu inwestycyjnego jest realizowana w okresie 3-7 lat.

Poniższy wykres przedstawia schemat procesu inwestycyjnego wg MCI.

Rysunek: Proces inwestycyjny MCI



Źródło: MCI

Kluczowe, z punktu widzenia MCI jak również z punktu widzenia przedsiębiorców potencjalnie zainteresowanych wsparciem MCI jest doprowadzenie do maksymalnego wzrostu wartości przedsiębiorstw będących przedmiotami inwestycji nie tylko poprzez dostarczenie niezbędnych środków finansowych na rozwój przedsiębiorstwa ale także poprzez zaangażowanie w zarządzanie oraz doradztwo na poziomie strategicznym. MCI w szczególności wspiera spółki portfelowe w zakresie:

- zarządzania finansami,
- kreowania i realizacji strategii przedsiębiorstwa,
- rozwijania relacji z kontrahentami,
- pozyskiwania i opracowania danych dotyczących rynków na których działa przedsiębiorstwo,
- pozyskiwania, doskonalenia i motywowania kadry menedżerskiej,
- tworzenia strategii marketingowej.

Poprzez sprawny proces kontroli i zarządzania MCI dąży do wzrostu wartości swoich aktywów przeprowadzając spółki od stadium wczesnego rozwoju tzw. „seed" do wyjścia z inwestycji poprzez znalezienie inwestora strategicznego lub PRE-IPO / IPO.

1.4. PORTFEL INWESTYCYJNY MCI

MCI zaangażowany jest obecnie w projekty wymienione poniżej.

Tabela: Spółki wchodzące w skład Grupy Kapitałowej MCI. (stan na koniec koniec października 2005)

Nr.	Spółka	Sektor	Model biznesowy	Data inwestycji początk	Etap rozwoju przy inwestycji	Etap rozwoju obecny	Posiad % kapitału
1	**CCS S.A.**	IT / Integracja	Integracja systemowa i serwis	listopad 99	rozwój	ekspansja/restrur.	79,44%
2	**Bankier.pl S.A.**	Internet / Ecommerce B2C	Portal i agent produkty finansowe	marzec 00	start up	ekspansja / preIPO	38,36%
3	**Travelplanet.pl S.A.**	Internet / Ecommerce B2C	Agent turystyka, bilety, hotele	grudzień 00	seed	IPO	54,09%
4	**S4E S.A.**	IT / Dystrybucja	Storage specjalista (VAD)	czerwiec 01	seed	wzrost	88,94%
5	**Biprogeo S.A.**	IT / Integracja	GIS integracja i serwis	czerwiec 01	restrukturyzacja	restrukturyzacja	70,60%
6	**One-2-One sp. z o.o.**	Mobile / B2B	Intergracja / software / marketing	kwiecień 02	start up	ekspansja / preIPO	50,85%
7	**GeoTec Sp zoo**	IT / Software	GIS softwarehouse	listopad 02	seed	rozwój	77,00%
8	**iPlay sp. z o.o.**	Internet / Ecommerce B2C	Portal muzyka / DRM Management	grudzień 03	seed	rozwój	82,70%
9	**PWM S.A.**	Internet / SPV	w trakcie zmiany modelu	maj 04	seed	seed	80,00%
10	**Technopolis Sp zoo**	IT / SPV	jtt computer / parki technologiczne	czerwiec 04	seed	seed	96,00%
11	**HotPunkt Sp zoo**	Mobile / Wireless	WiMax / WiFi operator	październik 04	seed	seed	100,00%
12	**Clix Software Sp zoo**	IT / Software	CRM softwarehouse	marzec 05	start up	rozwój	40,00%
13	**Comtica Sp zoo**	IT / Mobile	Aplikacje mobilne / portale korporacyjne	kwiecień 05	rozwój	rozwój	20,00%
14	**Hoopla Sp zoo**	Internet / Ecommerce B2C	AGD / RTV	kwiecień 05	start up	rozwój	73,33%
15	**DomZdrowia.pl Sp zoo**	Internet / Ecommerce B2C	leki OTC / produkty medyczne	październik 05	start up	rozwój	25,56%

Źródło: MCI

1.5. AKCJONARIAT

Tabela: Struktura akcjonariatu MCI Management S.A.

Akcjonariusz	Liczba akcji	% kapitału	Liczba głosów	% głosów na WZA
Czechowicz Ventures Sp. z o.o.	15 946 697	42,19	15 946 697	42,19
BZ WBK AIB TFI S.A. *	5 686 669	14,41	5 603 669	14,41
Pozostali	17 162 270	45,40	17 162 270	45,40
Razem	37 800 000	100,00	37 800 000	100,00

** liczba akcji udział procentowy uwzględnia 83 obligacje które uprawniające do konwersji na 83.000 akcji.*
Źródło: MCI (stan na koniec października 2005),

MCI Management posiada w swoim akcjonariacie instytucję finansowe, które zwiększały ostatnio swoje zaangażowanie, co potwierdza potencjalną wartość fundamentalną Spółki i perspektywy rozwoju. Szacowany udział instytucji finansowych w akcjonariacie MCI wynosi ponad 20%.
W dniu 14 lipca 2005 r. Czechowicz Ventures Sp. z o.o. dokonał transakcji zakupu 500.000 sztuk akcji MCI po cenie 2,50 PLN za sztukę w transakcji pakietowej oraz 273.595 sztuk akcji MCI po cenie 2,45 PLN za sztukę tym samym zwiększając swoje zaangażowanie w Funduszu.
W dniu 19 października 2005 r. BZ WBK AIB Asset Management SA, poinformowała o tym że w wyniku nabycia akcji, na rachunkach papierów wartościowych klientów BZ WBK AIB Asset Management SA objętych umowami o zarządzanie znajdowało się 5.603.669 akcji spółki MCI Management SA i 83 obligacje zamienne, z którymi wiąże się prawo do nabycia 83.000 akcji spółki MCI Management S.A., co stanowiło w sumie 14,41% w kapitale zakładowym spółki (w potencjalnej wysokości uwzględniającej realizację praw do nabycia akcji spółki wynikających z posiadania obligacji zamiennych).

1.6. OBLIGACJE ZAMIENNE NA AKCJE

MCI wyemitował obligacje na okaziciela serii A o wartości nominalnej 6.000 PLN każda, zamiennych na akcje zwykłe na okaziciela Serii F, cena konwersji wynosi 6 PLN.
Konstrukcja emisji obligacji jest bardzo korzystna dla ich nabywców jak i Emitenta. Obligacje są oprocentowane według zmiennej stopy procentowej WIBOR 6M powiększonej o premię 3,5% w skali roku ustaloną na pierwszy dzień okresu odsetkowego. Działalność MCI charakteryzuje wyższe ryzyko, którego pozbawione są obligacje. Jednocześnie inwestorzy, w przypadku wyjścia MCI z sukcesem z inwestycji portfelowych, mają szansę zrealizować zysk związany z wzrostem kursu ponad 6 PLN. Prawdopodobieństwo aprecjacji kursu w najbliższych pięciu latach ponad cenę konwersji jest prawdopodobne w przypadku skumulowania rentownych wyjść z inwestycji. Ewentualna konwersja obligacji na akcje pozwoliłaby spółce poprawić wskaźniki zadłużenia oraz poprawiłaby płynność.

1.7. PROGRAM MOTYWACYJNY

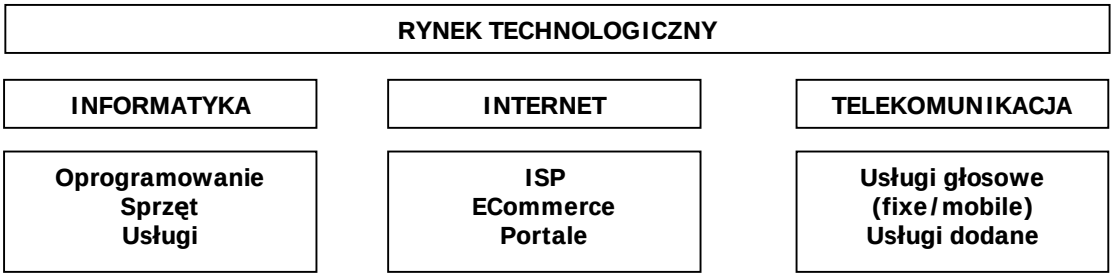
MCI posiada względnie niskie koszty stałe i osobowe, wynagrodzenie na kierowniczych stanowiskach jest ściśle uzależnione od osiąganych wyników. Fundusz MCI przeprowadził program motywacyjny (wielkość programu została zmniejszona z 3,2 do 2,2 mln akcji MCI), w którym wynagrodzenie kadry zarządzającej będzie w całości uzależnione tylko od jednego parametru - notowań walorów MCI. Premiowane będzie trwałe przekroczenie przez kurs rynkowy wartości 3, 4,50 i 6 PLN w kolejnych latach. Przez trwałe przekroczenie poziomów cenowych rozumiane jest osiągnięcie tych wartości przez kwartalną średnią kroczącą.
Koszty stałe związane z zarządzaniem funduszem nie przekraczają 2 % szacowanej wartości aktywów co potwierdza efektywność działania funduszu. Przeciętne koszty zarządzania dla tego typu Funduszy są na poziomie przekraczającym 3-4 % wartości aktywów.

2. OTOCZENIE RYNKOWE MCI

2.1. RYNEK TECHNOLOGICZNY

MCI Management S.A. prowadzi działalność inwestycyjną na rynku technologicznym – i nadal będzie kontynuowała inwestycje w przedsięwzięcia informatyczne, internetowe i mobilne. W niniejszym raporcie zostały zaprezentowane kluczowe wnioski z analizy otoczenia MCI, mające naszym zdaniem istotny wpływ na ocenę i perspektywy rozwoju Funduszu.

Rysunek: Rynek technologiczny i kluczowe segmenty rynkowe.



Źródło: MCI.

2.2. RYNEK INFORMATYCZNY W POLSCE

Ogólna sytuacja rynku informatycznego w Polsce jest pochodną sytuacji makroekonomicznej w kraju oraz ogólnoświatowych trendów w teleinformatyce. Istnieje wyraźna korelacja miedzy wartością i rozwojem polskiego rynku IT a wzrostem gospodarczym (PKB), co było widoczne podczas okresu zwolnienia wzrostu gospodarczego 2001-2003. Można się spodziewać, że w najbliższych latach w ślad wzrostu gospodarczego będzie utrzymywał się istotny wzrost rynku IT i będzie to wzrost szybszy od wzrostu PKB, jednak dynamika nie będzie już tak gwałtowna jak w latach 90'tych.

Tabela: Wybrane segmenty polskiego rynku informatycznego w latach 2001 - 2005. Prognoza wg EITO.

	2001	2002	2003	2004	2005 P
Serwery	354	341	343	369	399
Komputery PC	946	890	1004	1204	1291
Sprzęt biurowy	94	98	107	122	135
Urządzenia do sieci LAN	182	195	207	220	234
Usługi informatyczne	770	868	974	1095	1236
Systemy informatyczne	266	303	346	394	448
Aplikacje	277	335	375	425	485
Inne	581	610	636	701	771
Rynek informatyczny razem	**3470**	**3640**	**3992**	**4530**	**4999**
Dynamika roczna rynku		**4,90%**	**9,67%**	**13,48%**	**10,35%**

Źródło: EITO 2004, IDC, Teleinfo

Na wzrost polskiego rynku teleinformatycznego w 2003-2004 wpłynęły: dynamika PKB i eksportu, duże przetargi w administracji publicznej, a także napływ funduszy unijnych.

Struktura rynku nabiera w Polsce oznak dojrzałości - maleje udział sprzętu na rzecz oprogramowania i przede wszystkim usług. Za pozytywnym scenariuszem rozwoju rynku IT w najbliższym okresie przemawiają przede wszystkim dane o wzroście inwestycji dokonywanych przez przedsiębiorstwa, duża część tego popytu inwestycyjnego kierowana jest do branży IT. Wejście Polski do Unii Europejskiej skutkuje wzrostem liczby zamówień z sektora publicznego oraz nakładami w IT w małych i średnich przedsiębiorstwach,

wykorzystujących fundusze pomocowe UE.

Analizując potencjalny popyt na rozwiązania informatyczne należy zaznaczyć iż największy potencjał branży IT jest zakumulowany :

- w grupie średnich przedsiębiorstw, zwłaszcza w obszarze zarządzania produkcją, dystrybucją i zarządzania kontaktami z klientami,
- w firmach telekomunikacyjnych – po okresie dekoniunktury w latach 2001-2002 sektor wznowił inwestycje w informatykę,
- w sektorze finansów - firm ubezpieczeniowe, leasingowe, banki podnoszą swoją efektywność poprzez inwestycje w rozwiązania informatyczne i stały upgrade istniejących,
- w sektorze energetycznym, w świetle szerokiej prywatyzacji tego sektora w najbliższym okresie.

Segment produkcji i sprzedaży sprzętu komputerowego.

W tym segmencie występują przede wszystkim producenci, dystrybutorzy oraz resellerzy sprzętu IT. Od dłuższego czasu na rynku widoczny trend malejącego udziału sprzętu w strukturze inwestycji na rzecz oprogramowania i usług. Do głównych graczy na rynku dystrybutorów należą: TechData, Action, AB, ABCData, Veracomp. Na rynku producentów liderami są NTT oraz Optimus. W naszej ocenie ten segment rynku IT ze względu na przede wszystkim niskie marże oraz wymagania kapitałowe jest najmniej atrakcyjny pod kontem inwestycyjnym. Najbardziej interesującym zarówno z punku widzenia dynamiki wzrostu przychodów jak i osiąganej marży, jest obecnie dystrybucja produktów niszowych (np. network, storage) umożliwiających jednoczesną sprzedaż oprogramowania i usług towarzyszących. Przykładem takiej strategii jest S4E – spółka portfelowa MCI, dystrybutor z wartością dodaną rozwiązań storage, który systematycznie od 3 lat poprawia swoją pozycje na rynku i osiąga atrakcyjną rentowność.

Jeszcze w 2002 roku JTT S.A. będąca w portfelu MCI Management S.A. została największym polskim producentem komputerów. W 2003 roku w skutek kłopotów z dostępnością kapitału obrotowego, niskiej rentowności działalności operacyjnej oraz przedłużającym się procesem zwrotu nadpłaconego podatku VAT Spółka złożyła wniosek o upadłość. MCI W 2004 rok MCI odsprzedało pakiet akcji JTT do spółki zależnej Technopolis Sp zoo i poprzez ten podmiot uczestniczy w procesie upadłościowym JTT.

Segment oprogramowania.

Oprogramowanie stanowi obok niektórych usług najbardziej rentowny segment rynku IT. Wartość segmentu systematycznie rośnie i nadal cechuje się największą dynamiką wzrostową. O atrakcyjności oprogramowania świadczy również wysoka rentowność i relatywnie stabilny popyt w porównaniu do sprzętu IT i usług. Szczególnie stabilnie zachowuje się rynek oprogramowania dla małych i średnich firm, który dobrze przeczekał spowolnienie gospodarcze i konkurencję zachodnich producentów. Spora grupa firm z tego sektora notuje kilkunastoprocentowy wzrost.

W portfelu MCI Management S.A. znajdują się producenci i dystrybutorzy oprogramowania: GeoTec Sp z o.o.– produkcja oprogramowania GIS; Process4E S.A. –oprogramowanie CRM (Clix Software), S4E S.A. – dystrybucja oprogramowania do back up i archiwizacji; CCS – produkcja i dystrybucja oprogramowania dla struktur wielooddziałowych.

Segment usług informatycznych.

Usługi IT są najbardziej rentowną działalnością w obszarze rynku informatycznego. Na rozwiniętych rynkach usługi IT stanowią około 35-40% całego rynku IT. Trwałą tendencją na rynkach światowych jest zmniejszenie udziału usług związanych ze sprzętem na rzecz usług związanych z oprogramowaniem.

W tym segmencie można wyróżnić takie główne typy usług:

- ü Usługi integracji systemów IT i aplikacji,
- ü Usługi doradcze / consulting,
- ü Usługi serwisowe.

Integracja (sprzętowa i aplikacyjna) stanowi główny rozdaj usług IT na rynku. Szybko zmieniające w ostatnich latach wymagania biznesowe sprawiły, że praktycznie żadna firma nie korzysta dziś z jednego systemu informatycznego. Zamiast dążyć do rozbudowy funkcjonalności istniejących systemów, co jest bardzo kosztowne, przedsiębiorstwa wolą wdrażać systemy wycinkowe i integrować je z istniejącymi rozwiązaniami. Do wzrostu zainteresowania integracją systemów przyczyniają się fuzje przedsiębiorstw. Popyt generuje także wzrost znaczenia wymiany danych z otoczeniem.

Widocznym trendem rynkowym jest specjalizacja – zarówno po klientach jak i kompetencjach technologicznych. Wzrost konkurencyjności powoduje, iż niemożliwym staje się posiadanie dogłębnej wiedzy o każdym z sektorów, w którym operuje spółka. Dlatego większość firm integratorskich rozpoczęło koncentracje własnych działań w tych sektorach, w których mają największe doświadczenie lub w obszarach kompetencyjnych związanych z wybranymi rozwiązaniami.

Graczy w tym segmencie rynku IT można podzielić na kilka podstawowych grup. Pierwszą stanowią największe polskie firmy giełdowe IT: Prokom z Softbankiem, ComputerLand oraz SterProjekt. Podmioty te zbudowały silne grupy kapitałowe, przejmując bądź zakładając spółki, o komplementarnym profilu działalności. Spółki z omawianej grupy świadczą bardzo szeroki wachlarz usług z zakresu IT, od doradztwa, poprzez projektowanie systemów informatycznych i internetowych, aż po integrację systemową i aplikacyjną. Oferują zarówno swoje własne rozwiązania systemowe i aplikacyjne, jak i największych światowych graczy w tym zakresie.

Drugą grupę stanowią kilkadziesiąt firm integracyjnych o średniej wielkości działających lokalnie, którzy specjalizują się w tworzeniu systemów i sieci komputerowych i z reguły sprzedaż i integracja hardware'u stanowi gros ich przychodów. Tutaj lista jest zdecydowanie dłuższa: ComArch, Comp, CSS, MCX, Sprint, Emax, Talex, Qumak-Sekom i inni. Do integratorów IT należą spółki portfelowe MCI – CCS (specjalizacja w dystrybucji i handlu) oraz Biprogeo (specjalizacja w rozwiązaniach GIS).

Działające w Polsce firmy serwisowe można podzielić na trzy grupy:

- Wyspecjalizowane działy międzynarodowych producentów sprzętu (HPCompaq, IBM, FSC), oferują one najbardziej wyrafinowane usługi serwisowe, obejmujące najczęściej wyłącznie zaawansowane rozwiązania.
- Firmy, mające po kilkanaście rozrzuconych oddziałów w całej Polsce (CSS, Prokom, ComputerLand, Ster-Projekt, CCS i inne). Podpisują one porozumienia ze stosunkowo dużą grupą dostawców produktów w zakresie usług gwarancyjnych, jednak coraz częściej starają się oferować bardziej zaawansowane usługi,
- Małe firmy, często powiązani z dystrybutorami sprzętu. Dzięki utrzymywaniu niskich kosztów mali usługodawcy mogą zaoferować niskie ceny.

Na rynku istnieje nadal niewielka grupa firm zajmujących się wyłącznie lub przede wszystkim świadczeniem usług doradczych w zakresie strategii informatyzacji i prowadzenia projektów informatycznych. Nie rozwija się one na tyle dynamicznie, by stworzyć obok dystrybutorów, producentów oprogramowania czy dostawców sprzętu znaczącą grupę firm informatycznych o wspólnym mianowniku. Z wyjątkiem kilku większych firm jak Infovide, są to firmy kilku- lub najwyżej kilkunastu osobowe, oferujące przede wszystkim przeprowadzenie analizy potrzeb informatycznych i organizacyjnych firmy klienta, przygotowanie specyfikacji przetargowej na rozwiązanie informatycznie, analizy i oceny ofert, szkolenia z zakresu prowadzenia projektów, monitoring projektu i zarządzanie jakością wdrożenia projektu czy odpowiednie procedury zakupowe. W tym segmencie rynku jako niezależny konsultant aktywnie działa Process4E S.A., spółka portfelowa MCI Management S.A. Jednocześnie należy podkreślić że wszystkie spółki informatyczne z portfela MCI Management S.A. mają w swojej ofercie usługi consultingowe dostosowane do nisz rynkowych w których prowadzą działalność.

Podsumowując można stwierdzić, że głównymi czynnikami mającymi wpływ na rozwój rynku IT w najbliższych latach będą:

- wzrost wykorzystania technologii informatycznych w zarządzaniu przedsiębiorstwami,
- rozwój infrastruktury teleinformatycznej, rozwój internetu,
- popyt ze strony sektora publicznego (reformy i informatyzacja),
- silny rozwój sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

2.3. RYNEK INTERNETOWY W POLSCE

Liczba internautów w Polsce rośnie bardzo dynamicznie. Ponad 8 milionów Polaków deklaruje korzystanie z Internetu, z czego ok. 6 milionów twierdzi, że korzysta z tego medium regularnie. Prognozuje się, że w roku 2005 Polska osiągnie stopień nasycenia w Internecie zbliżony do średnioeuropejskiego poziomu penetracji (30%) z 2001 roku, a docelowa penetracja 50% populacji w roku 2008 jest zbliżona do poziomu jaki ma osiągnąć Europa Zachodnia w roku 2005. W porównaniu do innych krajów regionu Polska pozostaje w tyle. Podczas gdy całkowita liczba użytkowników jest najwyższa, to penetracja procentowa jest nadal niska.

Cały rynek internetowy można podzielić wg kryterium generowanych strumieni przychodów.

Tabela. Podział rynku internetowego

Rynki	Modele
Rynek reklamy on line	Portale horyzontalne / portale tematyczne/ wyszuiwarki
Rynek e-commerce B2C	Sklepy / Aukcje
Rynek e-commerce B2B	Giełdy B2B / sklepy korporacyjne
Rynek infrastruktury / ISP	Operatorzy telekomunikacyjni / niezależni ISP
Rynek hostingu	Usługi dodane do ISP / Data Center
Rynek web solution/aplication	sofwar house / integratorzy aplikacyji
Rynek webdesign / e-marketing	Agencje reklamowo – marketingowe / firmy graficzne
Rynek bezpieczeństwa / certyfikacja	Usługi dodane / podmioty wyspecjalizowane

Źródło: MCI

Poniżej przedstawiono krótkie informacje dotyczące rozwoju rynku reklamy internetowej i rynku e-commerce, tj. w obszarach działalności spółek portfelowych MCI Management S.A.

Rynek ISP.

Wartość całego rynku ISP szacowana jest na ponad 200 mln EUR, duża dynamika wzrostu jest oczekiwana w segmencie dostępu szerokopasmowego i radiowego. Na rynku tym istnieje bardzo dużo lokalnych ISP świadczących usługi dostępowe oraz kilku dostawców ogólnopolskich lub regionalnych. Obecnie ISP konkurują z TPSA przede wszystkim jakością połączeń (np. gwarantowana prędkość przesyłu), a nie ceną. Należy się jednak spodziewać, że wzrost konkurencji na rynku telekomunikacyjnym wymusi na TPSA poprawę jakości świadczonych usług co dodatkowo pogorszy pozycję konkurencyjną prywatnych ISP w Polsce. Zdecydowaną przewagę nad TPSA ma konkurencja w obsłudze bardziej wymagających klientów biznesowych (łącza o gwarantowanym poziomie dostępności, obudowane dodatkowymi usługami np. z zakresu bezpieczeństwa). TP S.A. realizuje szeroko zakrojoną ekspansje z dostępem szerokopasmowym ADSL - NEOSTRADA. Szacowana liczba użytkowników usługi NEOSTRADA obecnie wynosi około 500 tys.

Wi-Fi jest postrzegane na razie tylko jako uzupełnienie usługowego portfolio największych graczy telekomunikacyjnych, pojawia się coraz więcej lokalizacji, w których można uzyskać dostęp do Internetu za pomocą laptopa wyposażonego w kartę Wi-Fi. Obecnie liczba hot spotów w Polsce wynosi około 300. Głównymi graczami na tym rynku są operatorzy GSM. Dużą barierą rozwoju rynku mogą być koszty budowy infrastruktury hot spotów. MCI obecnie pracuje nad wejściem na rynek WiFi poprzez spółkę zależną HotPunkt, który w założeniu będzie konsolidatorem niezależnych sieci hot spotów.

Rynek reklamy internetowej.

Na rynku reklamy internetowej działają przede wszystkim portale i wortale. Ze względu na zakres tematyczny dzieli się portale na: horyzontalne – o szerokim zakresie tematów, wertykalne (tzw. vortale) – ukierunkowane tematycznie (np.: finansowe, informatyczne, medyczne itp.). Zbyt duża liczba graczy w stosunku do wielkości rynku w 2000-2001 wymusiła konieczność konsolidacji rynku portali internetowych przez upadki. Bieżąca sytuacja portali to nadal dużym stopniu uzależnienie przychodów od rynku reklamy online oraz aktywny rozwój alternatywnych strumieni przychodów. W poszukiwaniu alternatywnych przychodów i kosztowych efektywności portale konsolidują się operacyjnie z firmami telekomunikacyjnymi i medialnymi. Liderami w tym segmencie są: Onet.pl, Wp.pl, Interia.pl oraz gazeta.pl.

Szanse na dochodowość mają również małe i niszowe wortale o niskich kosztach własnych, perspektywistyczne wortale finansowe z racji wydatków instytucji finansowych na reklamę i product placement oraz wortale skupiające usługi e-commerce dla wybranych branż np turystyka, akcesoria i sprzęt komputerowy i multimedialny, książki, muzyka itd.

W roku 2004 szacowane wydatki reklamowe w Internecie wyniosły ok. 75 mln PLN. Oznacza to wzrost o ponad 60% w stosunku do 2003. Oczekiwana jest średnioroczna dynamika wzrostu rynku 2005-2007 na poziomie 25% rocznie minimum. Dominującą pozycję na polskim rynku mają portale: Onet, Wirtualna Polska, Gazeta.pl oraz Interia – kontrolują 75% rynku reklamowego w Internecie.

Rynek e-commerce.

Najważniejszymi segmentami e-commerce są:

- Business-to-business B2B (firma-firma): dotyczy transakcji handlowych, w tym międzynarodowych, często, ale nie zawsze zawieranych z pominięciem pośredników,
- Business-to-consumer B2C (firma-konsument): obejmuje wszelkie formy sprzedaży detalicznej realizowane zarówno przez producentów, jak też pośredników w formie elektronicznych sklepów czy supermarketów i sieci sprzedaży bezpośredniej, niekiedy z pominięciem hurtowni i pośredników.

Uważamy, że osiągnięcie w średnim okresie udziału 1% w całym rynku handlu detalicznego przez e-commerce jest całkiem realne. Optymistyczny i bardziej długoterminowy scenariusz prowadzi do ponad 3% udziału. Ze względu na wysoki udział artykułów spożywczych oraz paliw w wartości rynku osiągnięcie wyższego udziału elektronicznego kanału dystrybucji w dającej się przewidzieć perspektywie jest mało prawdopodobne. Drugim znaczącym segmentem jest elektroniczna sprzedaż usług detalicznych, zwłaszcza świadczenie usług finansowych przez internet oraz pośrednictwo w usługach związanych z turystyką. Tutaj realne jest szybkie osiągnięcie dużo wyższych udziałów w rynku i przychodów, prawdopodobnie przy dużo wyższych marżach.

Największym powodzeniem wśród polskich internautów dokonujących zakupów w sieci w roku 2004 cieszyły się:

- Usługi turystyczne (bilety lotnicze, wycieczki),
- Książki, płyty CD i DVD,
- Multimedia,
- Produkty finansowo-bankowe,

- Usługi IT (hosting, konta e-mail i www),
- Oprogramowanie,

Transakcje dokonywane podczas zakupów przez Internet są autoryzowane w odpowiednich centrach autoryzacyjnych. Centra te prowadzą autoryzację on-line, tzn. w czasie rzeczywistym oraz rozliczają transakcje przeprowadzane przy użyciu kart płatniczych. Największym centrum autoryzacyjnym dla sklepów internetowych w Polsce jest eCard S.A.

W ciągu 2004 roku internauci zapłacili kartami kredytowymi i płatniczymi w polskich sklepach i serwisach internetowych za towary lub usługi o łącznej wartości ponad 250 mln PLN Szacowana liczba sklepów internetowych wynosi około 650. Jeśli założyć, że kartą opłacanych jest w Polsce w ujęciu wartościowym około 25 proc. internetowych zakupów (większość płatności regulowana jest za zaliczeniem pocztowym lub przelewem bankowym), można wyliczyć, że cały internetowy detal w tym okresie w Polsce może osiągać wartość od 750 mln PLN do 1 mld PLN (dla porównania - ubiegłoroczną wartość tego rynku eCard szacował na ponad 250 mln PLN).

Ciekawym przykładem popularności wykorzystania internetu są usługi bankowości internetowej. Na rynku dużą liczbę użytkowników zdobyły internetowe banki: mBank, Inteligo (przejęty przez PKO BP). Dodatkowo większość banków tradycyjnych uruchomiły możliwość dostępu do kont bankowych przez internet.

Na cieszącym się popularnością rynku aukcji internetowych absolutnym liderem jest Allegro, z ponad 2 mln użytkowników i obrotami aukcji szacowanymi na ponad 800 mln PLN rocznie. Inne serwisy aukcyjne bądź przestały funkcjonować, bądź zajmują nisze rynkowe.

Na rynku B2B rozpoczęło funkcjonowanie kilka podmiotów, których zadaniem jest stworzenie platformy wymiany handlowej między firmami. Dwie funkcjonujące platformy ogólnego zastosowania to Xtrade oraz MarketPlanet. Kolejną grupę stanowią platformy dedykowane konkretnym branżom. Są to platformy rozwijane najczęściej przez przedstawicieli danej branży i traktowane są jako inwestycje strategiczne, które powinny przynieść korzyści w dłuższym okresie czasu.

Na rynku e-commerce aktywnie działają Travelplanet.pl, Bankier.pl, IPlay.pl oraz DomZdrowia.pl - spółki portfelowe MCI Management S.A.

2.4. RYNEK MOBILNY W POLSCE

Rozwój rynku handlu mobilnego wyznaczany jest w głównej mierze przez poziom penetracji telefonii komórkowej, który w Polsce jest stosunkowo niski w porównaniu z innymi państwami regionu środkowoeuropejskiego. Polski rynek mobilny charakteryzuje się dużym potencjałem i powinien być atrakcyjny dla usługodawców i reklamodawców choćby ze względu na grupy społeczne. Na koniec 2004 roku liczba użytkowników telefonii komórkowej szacowana jest na około 22 mln użytkowników – daje to penetracje na poziomie ponad 60%.

Głównych graczy rynku mobilnym można sklasyfikować następująco:

- ü Operatorzy telefonii komórkowej
- ü Agregatorzy i dostawcy usług i treści
- ü Dostawcy sprzętu i aplikacji mobilnych

Dynamiczny rozwój rynku treści mobilnych i usług mobilnych opiera się o zalety Premium SMS. Wartość rynku (w ujęciu SMS) głosowań, dzwonków, tapet i innych produktów służących do tunningu aparatów komórkowych jest szacowana na około 150 mln PLN w 2004 roku. Przewidywany średni wzrost rynku w kolejnych latach min. 25% rocznie. Kolejnym segmentem który wspomaga wzrost rynku jest popularność innych form rozrywki mobilnej (np. gry JAVA).

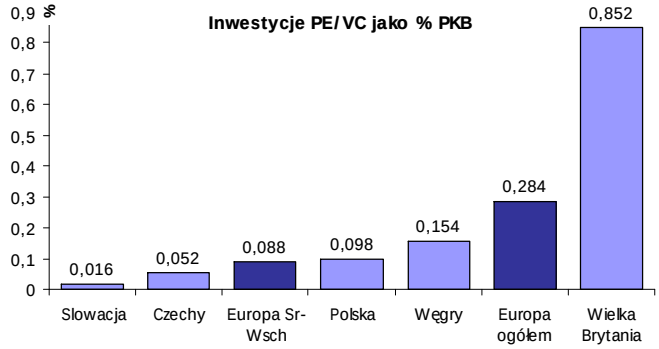
Również obserwuje się dynamiczny rozwój mobilnych usług dodanych dla klientów biznesowych i indywidualnych (GPRS). Idzie to w korelacji z rozwojem rynku aplikacji mobilnych dla biznesu i wzrostem wykorzystywania narzędzi mobilnych wspomagających bieżące zarządzanie w przedsiębiorstwach (M2C, M2B, M2M).

Wskazany rynek technologii mobilnych ze względu na duże możliwości wzrostu wartości jest obszarem szczególnego zainteresowania MCI. W portfelu MCI Management znajduje się integrator rozwiązań mobilnych oraz dostawca usług marketingu mobilnego One-2-One Sp z o.o.

2.5. RYNEK VENTURE CAPITAL W POLSCE

W Polsce rynek venture capital ciągle znajduje się w wczesnym stadium rozwoju a jego znaczenie w finansowaniu przedsięwzięć gospodarczych jest nadal niewielkie w porównaniu z rynkami rozwiniętymi.

Wykres: Inwestycje PE/VC w stosunku do PKB w wybranych krajach europejskich w 2003 roku.



Źródło: EVCA CEE Success Stories

Załamanie koniunktury w latach 2001 – 2002 tym bardziej dotknął podmioty działające w tej branży w Polsce oraz wymusił modyfikacje ich strategii inwestycyjnych. Stały się one znacznie bardziej ostrożne i wymagające w stosunku do przedsięwzięć, w które się angażują, a inwestycje przeprowadzają po wnikliwej ocenie przedstawionych biznesplanów. Dokonywane inwestycje muszą być poparte rozległym know-how partnerów, a jeszcze lepiej - latami badań i doświadczeń. Dodatkową przyczyną modyfikacji sposobów działania funduszy inwestycyjnych podwyższonego ryzyka (venture capital i private equity) było ograniczenie w latach 2001-2003 możliwości wyjścia z inwestycji. Mniej aktywni stali się także inwestorzy finansowi oraz wielkie korporacje, które do tej pory chętnie inwestowały wolne środki finansowe w innowacyjne przedsięwzięcia.

Według szacunków MCI w portfelach VC działających w Polsce obecnie znajduje się około 25 spółek technologicznych, natomiast w portfelach PE około 15 podmiotów. Szacunkowa łączna wartość udziałów VC/PE w spółkach technologicznych w Polsce wynosi około 100 mln EUR.

W 2004-2005 roku nowe projekty funduszy VC w segmencie TMT zostały przeprowadzone przez: MCI (4 w 2004+4 w 2005), BB CAPITAL (3), INTEL (1 w 2004 + 2 w 2005). Natomiast wyjścia w 2004/2005 roku przeprowadziły:

- ATI -> BETACOM (IPO)
- MCI -> TRAVELPLANET (pre IPO/IPO), PROCESS4E, CK ADAX
- PBK -> BIGVENT
- EI -> COMP RZESZÓW (IPO)
- BRE/IIF -> BILLBIRD
- RENESSAINCE -> TECHMEX (IPO)
- PI -> WP

Tabela: Najbardziej aktywni Fundusze VC w Polsce.

	Intel Capital	**BMP AG / CEEV**	**3TS Venture Partners**	**BBI Capital**	**MCI Management**
Lokalizacja	Warszawa	Warszawa	Praga, Budapeszt, Warszawa	Poznań, Warszawa	Wroclaw, Praga, Warszawa
Zespół	1	3	9	8	9
Rozmiar inwestycji	$200,000 +	Do €5MM	€1.5 - €6.5MM	€1.0-€5.0MM	€0.1 - €5.0MM
Sektory	Telecom, Internet, IT, Biotech	IT, Internet, Media, Telecom, Biotech	Services, Telecoms, Internet, IT, Elektronika,	Media, IT, Mobile	IT, Internet, Mobile
Portfel w Polsce	2	2	0	8	15

Źródło: PSIK, MCI

Należy również oczekiwać iż jako następstwo atrakcyjnych wyjść z inwestycji w 2004 roku w 2005 roku zaktywizują swoją działalność również Internet Investment Fund oraz ATI.

Z wszystkich wskazanych powyżej funduszy venture capital i private equity najbardziej aktywny, pod względem inwestycji w przedsięwzięcia technologiczne, jest MCI Management S.A., który aktywnie prowadzi działania monitoringu rynku technologicznego w celu poszukiwania potencjalnych możliwości inwestycyjnych oraz posiada jak do tej pory największą liczbę podmiotów gospodarczych w swoim portfelu. MCI jest liderem pod względem ilości inwestycji w Europie Centralnej.

W okresie 2005-2006 należy oczekiwać iż liczba i wartość nowych inwestycji VC w Polsce będzie rosnąć. Nie oczekujemy istotnej zmiany liczby graczy na tym rynku – fundusze które przetrwały i działają obecnie w pełni wystarczą aby zrealizować najbardziej atrakcyjne projekty na rynku oraz wchłonąć dostępny kapitał od inwestorów. Nastąpi wraz z dalszą poprawą kondycją branży internetowej powrót zainteresowania inwestycjami VC w przedsięwzięcia internetowe. Najbardziej atrakcyjnym obszarem nowych inwestycji powinna zostać branża mobilna. Można również oczekiwać pojawienia się pierwsze inwestycji w segmencie biotechnologii. Jeśli chodzi o możliwości wyjścia to przeważać będzie sprzedaż do inwestorów strategicznych, a dla najbardziej atrakcyjnych spółek będą podejmowane próby wprowadzenia na giełdę. MCI oczekuje, iż w najbliższych 3 latach pojawi się strategia gospodarcza Państwa wspierająca rozwój branży Venture Capital / Seed Capital w Polsce.

3. PORTFEL INWESTYCYJNY MCI MANAGEMENT S.A.

3.1. SKŁAD I STRUKTURA PORTFELA

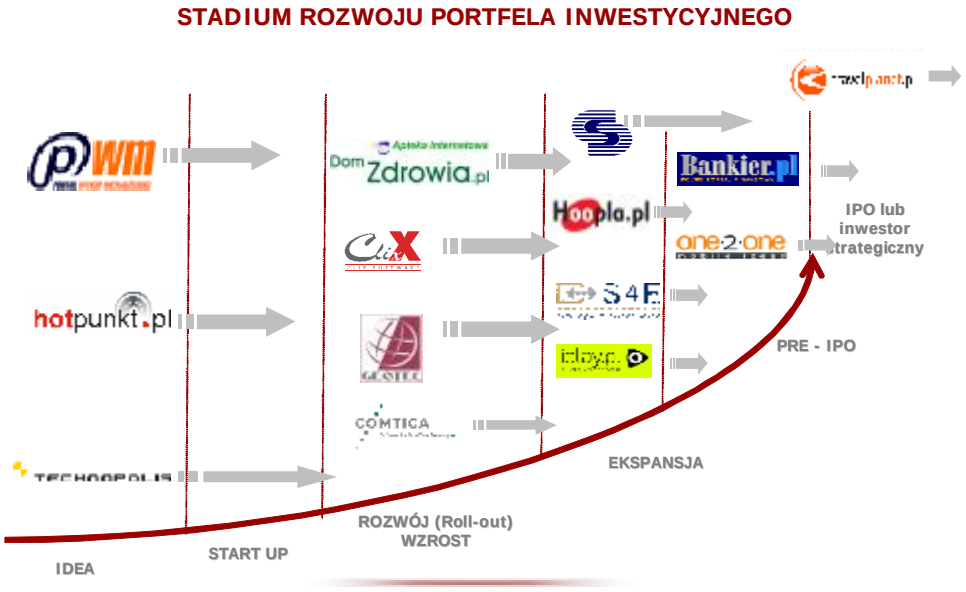
W okresie 1999 – X 2005 MCI dokonało 22 inwestycji, a także przeprowadziła 7 wyjść z inwestycji poprzez transakcje mbo/mbi, sprzedaż do inwestora strategicznego lub pre IPO. Obecnie portfel inwestycyjny MCI składa się z 15 spółek. Strukturę portfela można analizować pod kątem: sektora w których działają spółki; stadium rozwoju spółek; istotności w wycenie portfela.

Tabela: Spółki portfelowe MCI (stan na koniec października 2005).

Nr.	Spółka	Sektor	Model biznesowy	Data inwestycji początk	Etap rozwoju przy inwestycji	Etap rozwoju obecny	Posiad % kapitału
1	**CCS S.A.**	IT / Integracja	Integracja systemowa i serwis	listopad 99	rozwój	ekspansja/restrur.	79,44%
2	**Bankier.pl S.A.**	Internet / Ecommerce B2C	Portal i agent produkty finansowe	marzec 00	start up	ekspansja / preIPO	38,36%
3	**Travelplanet.pl S.A.**	Internet / Ecommerce B2C	Agent turystyka, bilety, hotele	grudzień 00	seed	IPO	54,09%
4	**S4E S.A.**	IT / Dystrybucja	Storage specjalista (VAD)	czerwiec 01	seed	wzrost	88,94%
5	**Biprogeo S.A.**	IT / Integracja	GIS integracja i serwis	czerwiec 01	restrukturyzacja	restrukturyzacja	70,60%
6	**One-2-One sp. z o.o.**	Mobile / B2B	Intergracja / software / marketing	kwiecień 02	start up	ekspansja / preIPO	50,85%
7	**GeoTec Sp zoo**	IT / Software	GIS softwarehouse	listopad 02	seed	rozwój	77,00%
8	**iPlay sp. z o.o.**	Internet / Ecommerce B2C	Portal muzyka / DRM Management	grudzień 03	seed	rozwój	82,70%
9	**PWM S.A.**	Internet / SPV	w trakcie zmiany modelu	maj 04	seed	seed	80,00%
10	**Technopolis Sp zoo**	IT / SPV	jtt computer / parki technologiczne	czerwiec 04	seed	seed	96,00%
11	**HotPunkt Sp zoo**	Mobile / Wireless	WiMax / WiFi operator	październik 04	seed	seed	100,00%
12	**Clix Software Sp zoo**	IT / Software	CRM softwarehouse	marzec 05	start up	rozwój	40,00%
13	**Comtica Sp zoo**	IT / Mobile	Aplikacje mobilne / portale korporacyjne	kwiecień 05	rozwój	rozwój	20,00%
14	**Hoopla Sp zoo**	Internet / Ecommerce B2C	AGD / RTV	kwiecień 05	start up	rozwój	73,33%
15	**DomZdrowia.pl Sp zoo**	Internet / Ecommerce B2C	leki OTC / produkty medyczne	październik 05	start up	rozwój	25,56%

Źródło: MCI

Rysunek : Stadium rozwoju portfela inwestycyjnego (stan na koniec października 2005)



Źródło: MCI

Portfel MCI jest zdywersyfikowany zarówno po sektorach jak i po stadium rozwoju spółek, oznacza to mniejsze ryzyko inwestycyjne portfela. Z polityki inwestycyjnej MCI wynika że Fundusz nadal zamierza dywersyfikować ekspozycje inwestycyjne w celu ograniczania ryzyka zarówno po sektorach jak po etapach rozwoju spółek. W dalszej części raportu dokonujemy krótkiego przeglądu spółek portfelowych wraz z ich wyceną.

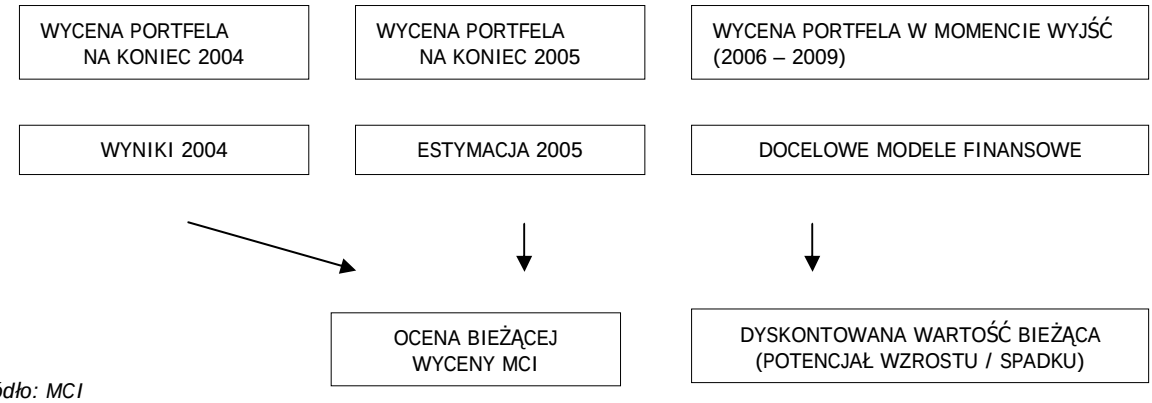
3.2. ZAŁOŻENIA DO WYCENY SPÓŁEK PORTFELOWYCH

Ze względu na dużą ilość spółek portfelowych o różnych modelach biznesowych działających w różnych segmentach rynku zdecydowaliśmy nie przeprowadzać wycen spółek portfelowych metodą DCF. Sporządzenie dobrego modelu finansowego dla każdej ze spółek portfelowych z uwzględnieniem możliwych scenariuszy rozwoju spółki oraz z uwzględnieniu specyfiki branżowej byłoby obarczone zbyt wielkim ryzykiem niedokładności.
Kluczowe założenia do przeprowadzenia wycen zostały zaprezentowane w korelacji do stadium rozwoju spółek.

Rozwój przedsiębiorstwa	idea / seed	start up	rozwój	wzrost	ekspansja	preIPO / IPO	dojrzałość
CHARAKTERYSTYKA OPERACYJNA							
Produkt	Idea / concept	Prototyp	pierwsza partia	masowość	dywersyfikacja	nowe produkty i rynki	kontynuacja
Historia operacyjna	brak	brak, <1 rok	>1 rok	około 3 lat	>3 lat	> 3 lat	> 5 lat
Przychody (dynamika)	brak	znikome	duża powtarzalnośc przychodów	ponadprzeciętny wzrost (100%CAGR)	wzrost ponad wzrost rynku (ponad 50% CAGR)	wzrost ponad wzrost rynku (do 25% CAGR)	stabilizacja / zrównoważony wzrost (rynek)
Rentowność	brak	ujemna na wszystkich poziomach	ujemna na wszystkich poziomach, blisko BEP	BEP, dodatnia rentownośc operacyjna EBITDA	dodatnią rentowność EBIT, EBITDA, rent. netto może być ujemna	dodatnia na poziomie EBITDA/EBIT, dodatni FCF	dodatnia na wszystkich poziomach, osiągnięcie docelowej rentowności
Cash flow	brak	ujemny	ujemny, blisko 0	słaby cash flow pozytywny, szybko poprawiający się	pozytywny cash flow opracyjny, mocno poprawiający się	mocne pozytywne cash flow	docelowy pozytywny cash flow, cash cow
Porównywalne spółki	brak lub bardzo mało	brak lub bardzo mało	mało	mało	dużo	dużo	bardzo dużo lub tylko kilku
Źródło wartości	management / idea / future growth	management / future growth	management /potencjał wzrostu	management, dynamika i potencjał wzrostu, klienci	pozycja na rynku, masa krytyczna, posiadane aktywa, potencjał wzrostu, organizacja, klienci	pozycja na rynku, wyniki, perspektywy kontynuacji wzrostu, organizacja, klienci	wyniki, udział w rynku, posiadane aktywa, organizacja, bariery wejścia
Management	wizjonerzy	wizjonerzy / przedsiębiorcy	przedsiębiorcy	przedsiębiorcy / organizacja scentralizowana	profesjonaliści /organizacja decentralizowana	profesjonaliści /organizacja decentralizowana	organizacja korporacyjna
Inwestorzy	BA / rodzina	VC/BA	VC/BA	VC	VC/PE	PE/Finansowi	finansowi
PREFEROWANE METODY WYCENY							
Invested Capital	+	+	+	+/-			
Relative deals (M&A, exits)			+	+	+	+	+
Relative (stock market)							
EV/S, EV/Margin (P/S)		+/-	+	+	+	+	+/-
EV/Specials (TTV, client, ...)			+	+	+	+	+/-
EV/EBITDA (EV/EBIT)				+	+	+	+
P/E, P/EBIT(1-T)					+/-	+	+
DCF							
3 stage (scenarios)		+/-	+	+			
2 stage					+	+	
stable							+
WNIOSKI	Invested Capital (IC)	IC, forward EV/S	IC, EV/S, EV/Special	EV/S, EV/Special, EV/EBITDA, DCF	EV/S, EV/Special, EV/EBITDA, DCF	EV/EBITDA, EV/S, EV/Special, P/E, DCF	DCF, P/E, EV/EBITDA
PORTFEL							
* restrukturyzacja	PWM		GeoTec	S4E	CCS *	Travelplanet.pl	
	Technopolis		iPlay	Biprogeo *	Bankier.pl		
	HotPunkt		Clix Software		One-2-One		
			Comtica				
			Hoopla				
			DomZdrowia.pl				

Przyjęty model wyceny dla spółek po etapie start up opiera się na wycenie wskaźnikami rynkowymi wyników spółek oraz wskazanie możliwej wyceny w momencie wyjścia w oparciu o docelowy model finansowy spółki. Spółki na bardzo wczesnych etapach rozwoju (start up / seed) lub na etapie restrukturyzacji wyceniamy po koszcie inwestycji, jednocześnie wskazując na możliwy potencjał wzrostu wartości. Podobnie wyceniam nowe inwestycje dokonane w okresie ostatnich 12 miesięcy.

Rysunek: Proponowany model wyceny



Źródło: MCI

Do wyceny spółek przyjęliśmy trzy podstawowe wskaźniki rynkowe oparte na sprzedaży, marży oraz EBITDA. Proponowany przez nas poziomy EV/S, EV/Margin oraz EV/EBITDA odpowiada wycenie podobnych modeli w najbliższym okresie na rynkach kapitałowych i zakłada krzywą w której im większy % marżowości sprzedaży tym większy zakładany wskaźnik do wyceny.
W tej analizie braliśmy pod uwagę zarówno trendy rynków kapitałowych Polski jak i rozwiniętych krajów. Zaproponowane przez nas wskaźniki rynkowe do wyceny, są niższe od notowań porównywalnych modeli biznesowych z uwagi na:
- dyskonto za brak płynności spółki niepublicznej,
- dyskonta z tytułu braku gwarancji bardzo dobrej koniunktury na giełdzie przy wyjściu MCI ze spółek.

Uzyskane z analizy trendów rynkowych przedziały wartości wskaźników zostały skonfrontowane z wskaźnikami które miały miejsce w transakcjach M&A. Uważamy że takie podejście mimo tego że jest bardzo konserwatywne, zwłaszcza w odniesieniu do spółek o wysokiej dynamice wzrostu, jest uzasadnione.
Uważamy iż proponowany model wyceny, który jest oparty na prostych założeniach, daje możliwość szybkiej oceny i weryfikacji potencjału wzrostu lub spadku wartości MCI w przyszłości. W miarę realizacji planów wyników spółek portfelowych można szybko dokonać weryfikacji wyceny portfela, co przy holdingowej strukturze jest bardzo istotne.

Zastosowane wskaźniki do wycen oraz uzyskane prognozowane wyceny są zastosowane przy założeniu utrzymaniu lub kontynuacji wzrostowego trendu wycen spółek informatycznych oraz technologicznych w przyszłości.

Wyceny wybranych spółek publicznych w sektorze IT:

iG,Notoria,Relac	EV/Margin			EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005
PROKOM	3,5	2,8	3,3	1,2	0,9	1,1	8,4	6,8	7,3	14,1	11,5	11,7	64,5	72,8	25,6
SOFTBANK	5,2	4,6	6,2	1,3	1,1	1,4	9,6	8,1	8,9	12,7	10,4	10,6	20,1	17,2	13,1
COMPLAND	2,8	2,2	2,3	0,9	0,7	0,8	8,8	7,0	7,7	13,4	10,7	11,9	53,3	43,3	44,3
EMAX	5,3	5,2	5,4	1,0	0,9	0,9	7,8	7,1	7,9	12,0	10,1	11,5	36,6	24,5	25,7
COMARCH	5,3	5,1	8,0	1,2	1,1	1,6	14,7	14,7	24,5	22,1	23,8	40,5	28,2	30,3	34,9
COMPRZESZ	10,3	9,2	8,3	3,2	3,0	3,0	17,5	14,8	14,0	20,9	17,2	16,1	29,4	25,8	24,0
SPIN	16,1	8,2	6,0	4,6	2,7	1,7	20,4	12,0	10,0	34,5	18,1	14,9	73,2	34,2	30,0
ATM	3,1	3,2	3,4	1,2	1,2	1,3	10,4	13,1	12,2	19,6	31,8	24,3	15,0	21,8	20,5
BETACOM	1,6	2,1	2,8	0,2	0,2	0,3	4,4	4,5	4,8	5,7	5,6	5,6	12,8	10,6	9,4
COMP	2,0	3,0	2,9	1,0	1,5	1,4	5,5	7,9	7,7	7,6	10,8	10,3	- 47,3	17,8	14,0
CSS	1,8	1,7	1,7	0,4	0,3	0,3	6,1	9,5	8,8	9,2	22,5	17,0	13,0	22,8	99,3
SIMPLE	1,2	2,1	2,5	0,5	0,8	1,0	3,1	5,4	5,8	8,3	28,6	21,4	12,7	129,8	30,8
TALEX	1,4	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	3,2	1,0	0,2	12,8	- 4,3	1,4	35,1	- 106,5	33,8
MACROSOFT	2,1	2,0	1,7	1,1	1,0	0,8	4,4	4,3	3,5	7,4	8,2	6,7	11,5	13,8	11,5
Mean	**4,4**	**3,7**	**3,9**	**1,3**	**1,1**	**1,1**	**8,9**	**8,3**	**8,8**	**14,3**	**14,6**	**14,6**	**25,6**	**25,6**	**29,8**
Median	**3,0**	**2,9**	**3,1**	**1,0**	**1,0**	**1,1**	**8,1**	**7,5**	**7,8**	**12,7**	**11,1**	**11,8**	**24,1**	**23,7**	**25,6**

źródło: obliczenia własne, dane - KPWiG, Notoria, Relacje Inwestorskie (strony www).

Wyceny wybranych spółek publicznych w sektorze Internet:

iG,Notoria,Relac	EV/Margin			EV/S			EV/EBITDA		
	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005
GRUPAONET	10,9	10,1	9,6	5,3	5,3	5,5	27,9	24,1	20,1
INTERIA.PL	4,1	4,0	3,9	2,3	2,3	2,4	97,2	43,5	20,5
Travelplanet.pl		27,1	22,9		7,2	4,2	NA	NA	NA
Mean	**7,5**	**13,7**	**12,2**	**3,8**	**4,9**	**4,0**	**62,6**	**33,8**	**20,3**

źródło: obliczenia własne, dane - KPWiG, Notoria, Relacje Inwestorskie (strony www).

Zaproponowane wskaźniki wyceny dla spółek portfelowych MCI.

	EV/S	EV/Margin	EV/EBITDA	EV/EBIT
IT integracja i usługi	**1,00**	**3,70**	**8,00**	**14,00**
Internet portals and ecommerce	**4,00**	**12,00**	**20,00**	**NA**
Internet ecommerce	**4,00**	**12,00**	**20,00**	**NA**
Mobile	**3,00**	**9,00**	**15,00**	**NA**

Z uwagi na brak notowanych typowych spółek mobilnych przyjęto wskaźniki ze spółek internetowych przy dostosowaniu dyskonta 25%.

Computer Communication Systems S.A.	Integracja systemowa i opieka systemowa
Udział MCI	79,44%
Faza rozwoju spółki portfelowej:	Ekspansja / Restrukturyzacja
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Rozwój
Inwestycje netto MCI (bez Czechowicz Ventures Sp zoo)	9.600 tys. PLN
Siedziba:	50-265 Wrocław, ul. Bema 15
WWW	www.ccs.pl

Computer Communication Systems S.A. (CCS) jest średniej wielkości ogólnopolskim integratorem systemowym, prowadzącym działalność w zakresie doradztwa informatycznego, projektowania i realizacji kompleksowych rozwiązań informatycznych. Głównymi obszarami w jakich działa CCS S.A. są integracja systemów, opieka systemowa, systemy komunikacyjne oraz monitoring i bezpieczeństwo. Wśród klientów CCS S.A. znajdują się przede wszystkim przedsiębiorstwa o rozbudowanej strukturze organizacyjnej działające w dystrybucji, przemyśle, usługach, bankowości a także jednostki administracji centralnej.

Cele strategiczne firmy:

- Osiągnięcie rentowności EBIDTA na poziomie 4% w 2007,
- Osiągnięcie pozycji 2 w sprzedaży usług w sektorze Handel i Dystrybucja w perspektywie 3 lat,
- Osiągnięcie pozycji w pierwszej 10 w sprzedaży usług w sektorze PRZEMYSŁ w perspektywie 3 lat,

SWOT:

MOCNE STRONY:

- Silna pozycja w sektorze handlu i dystrybucji,
- Kompletna oferta produktowa i usługowa,
- Rozwinięta sieć serwisowa.

SLABE STRONY:

- Ograniczone zasoby gotówkowe,
- Wysoka koncentracja sprzedaży,
- Brak Strategicznego Partnera,
- Niezadawalająca rentowność sprzedaży.

SZANSE:

- Międzynarodowy inwestor strategiczny,
- Nowe - innowacyjne produkty,
- Wzrost rynku usług związany z wejściem do Unii.

ZAGROŻENIE:

- Konsolidacja rynku,
- Wejście międzynarodowych integratorów,
- Starzenie się produktów.

Spółka w 2005 roku zamierza skoncentrować się na poprawie jakości przychodów i rentowności operacyjnej poprzez optymalizacje kosztów. Z informacji uzyskanych od MCI wynika, iż po słabszych od oczekiwanych wynikach za 2004 Spółki, Fundusz wraz z Zarządem Spółki wdraża program optymalizacji kosztów operacyjnych mający na celu poprawę efektywności sprzedaży. Spółka szuka źródeł poprawy rentowności sprzedaży poprzez rozbudowę oferty oprogramowania i usług, oraz przeprowadza dopasowanie wielkości kosztów operacyjnych do bieżącej skali działalności. Średniookresowa prognoza zakłada osiągnięcie 60 mln PLN przychodów ze sprzedaży w roku 2006 przy EBITDA na poziomie 2-2,5 mln PLN i 70 mln PLN przychodów ze sprzedaży w roku 2007 przy EBITDA na poziomie 2,5-3,0 mln PLN.

W ramach prowadzonego obecnie programu naprawczego w IH 2005 zostały dokonane zmiany struktury organizacyjnej oraz wprowadzono nowe osoby do Zarządu Spółki. Obecnie Spółka kończy proces optymalizacji struktury kosztowej.

CCS	2 004	2005 E	exit (2007)
Sprzedaż	67 498 970	40 651 064	50 000 000
Margin	9 045 745	7 579 449	10 000 000
EBITDA	1 445 807	875 373	1 500 000
EBIT	927 604	301 716	1 000 000
NE	250 854	1 433	700 000
Dlug netto	2 367 029	3 065 062	2 000 000
Value			
EV/S	67 498 970	40 651 064	50 000 000
EV/Margin	33 469 256	28 043 962	37 000 000
EV/EBITDA	11 566 455	7 002 984	12 000 000
EV/EBIT	12 986 454	4 224 021	14 000 000
srednia	31 380 283	19 980 508	28 250 000
dyskonto 30%	21 966 198	13 986 355	19 775 000
wycena (po dlug netto)	19 599 169	**10 921 294**	17 775 000
koszt kapitału 15%			**13 440 454**
udziały MCI		**8 675 706**	10 676 887

Po wynikach 2004 i planach na 2005 uważamy że obecna wartość fundamentalna CCS oscyluje w granicach 10-15 mln PLN. Do wyceny portfela przyjmujemy wartość CCS na koniec 2005 roku na poziomie 11 mln PLN (8,7 mln pakiet MCI), z potencjałem wzrostu wartości do poziomu ponad 17 mln PLN przy założeniu odbudowy wyników w latach 2006-2007.

Po koszcie inwestycji bezpośrednich netto MCI w spółkę wycena całej spółki wynosi 14,6 mln PLN (9,6 mln PLN za pakiet MCI).

Strategia wyjścia MCI: Sprzedaż do inwestora strategicznego 2006-2007, lub konsolidacja poprzez M&A i IPO 2007-2008.

Wartość możliwa do uzyskania ze sprzedaży całej spółki w roku 2007 za ponad 20 mln PLN.

S4E S.A.	Dystrybucja storage i usługi
Udział MCI	88,94%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Wzrost
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Seed
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	3 719 700 PLN
Siedziba:	30-415 Kraków, ul. Wadowicka 8w
www	www.s4e.pl

S4E prowadzi dystrybucję z wartością dodaną zaawansowanych rozwiązań do składowania, archiwizacji, ochrony i bezpieczeństwa danych. Spółka rozpoczęła działalność operacyjną w drugiej połowie 2001 roku. Obecnie główne elementy oferty Spółki to: macierze dyskowe i oprogramowanie EMC, inteligentne biblioteki taśmowe ADIC, oprogramowanie do zarządzania środowiskiem storage LEGATO Software. Ponieważ S4E nie prowadzi sprzedaży bezpośredniej, Spółka kładzie istotny nacisk na rozwój kanału Partnerskiego. Odbiorcami produktów i usług S4E S.A. są średnie i duże podmioty z różnych sektorów gospodarki. Potencjał generowania wartości przez S4E jest pochodną: pozycji Vendora i jego rozwiązań na rynku, jakości kanału w którym działa S4E oraz kompetencji sprzedażowych i technologicznych zespołu S4E.

Cele strategiczne Spółki w latach 2005 - 2007 to:

- Osiągnięcie w 2006 roku EBITDA w granicach 1 mln PLN;
- Osiągnięcie pozycji lidera na rynku dystrybucji zaawansowanych rozwiązań pamięci masowych dla średnich przedsiębiorstw poprzez związanie się z liderami na rynku dostawców oraz współpracę z integratorami;
- Posiadanie 4 – 5 atrakcyjnych linii produktowych generujących średnio około 1 mln USD obrotu rocznie.

SWOT:

MOCNE STRONY:

- Dobry portfel produktów i usług storage;
- Kontrakt na dystrybucje LEGATO w CEE;
- Dobra dywersyfikacja odbiorców;
- Uporządkowany kanał sprzedaży;
- Wysoka rentowność.

SLABE STRONY:

- Konkurencyjność cenowa oferty EMC;
- Niewystarczająca rozpoznawalność marki;
- Duża sezonowość sprzedaży;
- Niewystarczająca dywersyfikacja dostawców.

SZANSE:

- Zwiększenie dynamiki wzrostu rynku IT i popyt na rozwiązania storage;
- Nowe linie produktowe synergiczne do aktualnych produktów , kompetencji i klientów;
- Rozwój usług dodanych i serwisu.

ZAGROŻENIE:

- Budowa własnych kompetencji integratorów;
- Konkurencja cenowa Dell, HP, Veritas, IBM, HDS;

Spółka po pierwszych 1,5 roku działalności na rynku notowała straty operacyjne, było to związane ze startem i okresem budowy portfela produktów i usług oraz budową kanału sprzedaży. Już w 4Q 2002 roku spółka osiągnęła BEP i w okresie 2003-2004 zanotowała bardzo dobre wyniki. W 2004 roku spółka rozpoczęła część inwestycji związanych z poszerzaniem usług storage. Średnio okresowa prognoza zakłada wzrost obrotów do poziomu 5 mln EUR oraz 1 mln PLN EBITDA.

W II kwartale 2005 zwiększyło się zaangażowanie managementu Spółki w akcjonariacie, w wyniku programu opcji menedżerskich ponad 10% akcji obecnie znajduję się w rękach kadry zarządzającej Spółki.

S4E	2 004	2005 E	exit (2007)
Sprzedaż	14 433 814	14 880 000	20 000 000
Margin	2 399 589	2 280 000	3 000 000
EBITDA	404 776	387 844	900 000
EBIT	337 871	291 337	800 000
NE	448 894	173 876	560 000
Dlug netto	- 1 984 489	- 1 009 367	- 1 500 000
Value			
EV/S	14 433 814	14 880 000	20 000 000
EV/Margin	8 878 479	8 436 000	11 100 000
EV/EBITDA	3 238 206	3 102 751	7 200 000
EV/EBIT	4 730 200	4 078 721	11 200 000
srednia	7 820 175	7 624 368	12 375 000
dyskonto 30%	5 474 122	5 337 058	8 662 500
wycena (po dlug netto)	7 458 611	**6 346 425**	10 162 500
koszt kapitału 15%			**7 684 310**
udziały MCI		**5 644 622**	6 834 560

Po wynikach 2004 roku i planach na 2005 uważamy że aktualna wartość fundamentalna S4E jest na poziomie 8-7 mln PLN, z potencjałem wzrostu wartości do poziomu około 10 mln PLN w latach 2006-2007.

Po koszcie inwestycji bezpośrednich netto MCI w spółkę wycena całej spółki wynosi 4,3 mln PLN (3,7 mln PLN za pakiet MCI).

Strategia wyjścia MCI: Sprzedaż do inwestora strategicznego 2006-2007, lub konsolidacja poprzez M&A i IPO 2007-2008. Wartość możliwa do uzyskania ze sprzedaży całej spółki w roku 2006/2007 wynosi około 10 mln PLN (9 mln PLN za pakiet MCI).

Biprogeo S.A.	Integracja GIS
Udział MCI	70,60%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Restrukturyzacja
Faza rozwoju spółki przy inwestycji pierwotnej	Restrukturyzacja
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	1.330 tys. PLN
Siedziba:	ul. Kaszubska 8, 50-214 Wrocław
WWW	www.biprogeo.com.pl

Firma zajmuje się integracją rozwiązań z zakresu Geograficznych Systemów Informacji (GIS) oraz Systemów Informacji o Terenie (SIP). W ofercie Biprogeo znajdują się usługi związane z wyborem i implementacją systemów GIS/SIT i CAD/CAM, specjalistyczny konsulting w zakresie stosowanych technologii i szkolenia dotyczące oprogramowania, zagadnień geoinformatycznych oraz usługi pozyskiwania danych i tworzenia zasobów numerycznych.
Biprogeo działa przede wszystkim na rynkach: administracji państwowej i samorządowej, instytucji branżowych (zasoby wodne, parki narodowe) oraz przedsiębiorstw przemysłowych.

Strategicznym celem firmy na rok 2005 jest zajęcie silnej pozycji na rynku integratorów rozwiązań geoinformatycznych (własnych i obcych) dla przedsiębiorstw branżowych oraz jednostek budżetowych na terenie południowo-zachodniej Polski, przy utrzymaniu dotychczasowych klientów spoza tego regionu oraz wykorzystaniu zewnętrznych projektantów, wykonawców i dostawców.

Wycena i strategia wyjścia MCI:
Obecnie MCI prowadzi rozmowy z potencjalnym nabywcą Spółki. Wycena udziałów w Spółce w księgach MCI wynosi 250 tys. PLN.

Technopolis Sp. z o.o.	Parki technologiczne
Udział MCI	96,00%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Seed
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Seed
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	48 tys. PLN
Siedziba:	ul. Kościuszki 33/4, 50-011 Wrocław

Technopolis Sp. z o.o. jest podmiotem powołanym dla realizacji inwestycji w parki technologiczne. Technopolis w momencie powstania przejął od MCI Management S.A. pakiet akcji JTT Computer S.A. W 2004 roku została ogłoszona upadłość z możliwością zawarcia układu JTT Computer S.A. MCI poprzez Technopolis stara się o przejęcie majątku JTT Computer S.A. w modelu transakcji lewarowanej. Na bazie nieruchomości JTT MCI zamierzał rozpocząć realizacje projektu powstania parku technologicznego. Przedsięwzięcie zakłada koinwestycje w istniejące parki technologiczne w Polsce oraz budowę nowych.

Należy zaznaczyć iż Fundusz obecnie ocenia negatywnie możliwość uzyskania dodatkowych przychodów z tytułu upadłości likwidacyjnej JTT Computer S.A.. Jednakże są prowadzone prace mające na celu prowadzenie procesu odszkodawczego od Skarbu Państwa w związku z nieprawidłowymi działaniami Skarbu Państwa w stosunku do JTT Computer S.A. które przyczyniły się do upadłości JTT.

Na obecnym etapie rozwoju przedsięwzięcia (faza przygotowania inwestycji i rozpoznania możliwości inwestycyjnych), a przynajmniej do momentu rozstrzygnięcia upadłości JTT, trudno jednoznacznie przesądzić o szansach budowy parku technologicznego. Dlatego też wyceniamy spółkę po koszcie inwestycji. Jakiekolwiek przeszacowanie inwestycji będzie możliwe w momencie podania przez MCI szczegółów przedsięwzięcia i planów.

Atrakcyjność projektu inwestycji w parki technologiczne wynika z możliwości współfinansowania kosztów przedsięwzięcia w ramach funduszy unijnych (na 80% wartości tego typu inwestycji można uzyskać dotacje).

Geo Technologies Sp. z o.o	Oprogramowanie GIS
Udział MCI	77,00%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Rozwój
Faza rozwoju przy inwestycji pierwotnej	Seed
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	95 tys. PLN
Siedziba:	Rynek 48, 50-116 Wrocław
WWW	www.geotec.pl

Firma GeoTechnologies jest producentem oprogramowania dla organów administracji samorządowej (głównie na szczeblu miast/gmin i powiatów), w wydziałach związanych z GIS/SIT, oraz dla wszystkich innych podmiotów gospodarczych potrzebujących wykorzystania i usprawnienia przepływu tego typu informacji. W szczególności, oznacza to m.in. aplikacje związane z prowadzeniem katastru nieruchomości oraz prowadzeniem planów zagospodarowania przestrzennego.
Priorytety spółki w roku 2005 to wdrożenie systemu Oskar w kolejnych powiatach na terenie Dolnego Śląska, sprzedaż oprogramowania dla około 15% urzędów miast i gmin w południowo – zachodniej Polsce, oraz stworzenie i wdrożenie w wybranych starostwach powiatowych systemu do zarządzania mapami sieci uzbrojenia technicznego.

SWOT

MOCNE STRONY:
- Kompetencje technologiczne zespołu;
- Prawa do produktów oraz własne produkty;
- Konkurencyjność cenowa i produktowa;
- Umowy serwisowe z klientem;
- Komplementarność portfela produktów.

SLABE STRONY:
- Słaba ogólnopolska rozpoznawalność;
- Brak skończonych dużych własnych produktów/projektów ;
- Brak globalnego partnera w zakresie software.

SZANSE:
- Wzrost nakładów na IT w sektorze publicznym;
- Zapotrzebowanie na mapy numeryczne;
- Uzyskanie referencji niezbędnych do przetargów;
- Zmian prawa geodezyjnego.

ZAGROŻENIE:
- Budowa własnych kompetencji przez integratorów;
- Wzrost konkurencji po wejściu do UE.

Spółka powstała w 4Q 2002 roku i w okresie pierwszych 8 kwartałów przeszła od etapu start up do etapu rozwoju. Wyniki spółki świadczą o dużej efektywności inwestycji MCI, kosztem 100 tys. PLN początkowej inwestycji zostało zbudowane w krótkim okresie przedsiębiorstwo o znacznie większej wartości. Plany spółki zakładają kontynuację przyjętej strategii wzrostu i ekspansji rynkowej, co powinno przyczynić się do wzrostu obrotów w 2007 roku do poziomu 2,5-3 mln PLN przy 15% EBITDA.

GeoTec	2 004	2005 E	exit (2007)
Sprzedaż	1 041 790	1 476 224	2 000 000
Margin	821 699	1 195 554	1 700 000
EBITDA	107 787	187 316	425 000
EBIT	18 470	167 310	375 000
NE	10 938	133 213	262 500
Dlug netto	- 157 827	11 107	- 250 000
Value			
EV/S	1 041 790	1 476 224	2 000 000
EV/Margin	3 040 287	4 423 550	6 290 000
EV/EBITDA	862 299	1 498 528	3 400 000
EV/EBIT	258 581	2 342 340	5 250 000
srednia	1 300 739	2 435 160	4 235 000
dyskonto 30%	910 517	1 704 612	2 964 500
wycena (po dlug netto)	1 068 344	**1 693 505**	3 214 500
koszt kapitału 15%			**2 430 624**
udziały MCI		**1 303 999**	1 871 580

Szacujemy bieżącą wartość spółki na poziomie 1,7 mln PLN, z potencjałem wzrostu wartości do poziomu ponad 3 mln PLN w latach 2006-2007.

Po koszcie inwestycji bezpośrednich netto MCI w spółkę wycena całej spółki wynosi 127 tys. PLN. Strategia wyjścia MCI: Sprzedaż do inwestora strategicznego 2006-2007. Wartość możliwa do uzyskania ze sprzedaży całej spółki przy założeniu realizacji planów spółki w roku 2006/2007 wynosi około 3 mln PLN (2,5 mln PLN za pakiet MCI).

Clix Software Sp zoo.	CRM
Udział MCI	40,00%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Rozwój
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Start up
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	263 tys. PLN
Siedziba:	ul. Postępu 15, 02-676 Warszawa
WWW	www.clix-software.com

Firma Clix Software Sp. z o.o. rozpoczęła działalność we wrześniu 2004 roku wprowadzając na rynek produkt o nazwie „OKAY CRM". Już w pierwszym kwartale swojej działalności zdobył on ok. 15% udziału w rynku pod względem ilości sprzedanych licencji tego typu systemów w Polsce. Clix Software Sp. z o.o. planuje osiągnąć rentowność w 2006 r. – drugim pełnym roku działalności.
Przedmiotem działalności Clix Software Sp. z o.o. jest tworzenie i sprzedaż oprogramowania CRM (Customer Relationship Management) dla małych i średnich przedsiębiorstw. Pierwszy produkt w ofercie firmy to „pudełkowy CRM" o nazwie „OKAY CRM". Jest to niezwykle łatwe w obsłudze narzędzie do zarządzania kontaktami z klientami. Jego zaletą jest niska cena zakupu, instalacja i konfiguracja nie wymaga kosztownych usług wdrożeniowych. Produkt mimo, że adresowany jest do sektora MSP, posiada bardzo szeroką funkcjonalność. W opinii spółki, OKAY CRM pozwala zaoszczędzić średnio ¼ czasu pracowników działów marketingu i sprzedaży, a inwestycja w OKAY CRM dla małej firmy zwraca się w przeciągu 1 – 2 miesięcy.

W komunikacie Zarząd MCI Management S.A. podał informacje, że w dniu 3 marca 2005 r. zawarł umowę kupna 567 udziałów (56,70%) spółki Clix Software Sp. z o.o. od swojej spółki zależnej Process4E SA za kwotę 0,67 PLN Cena zakupu nie odzwierciedla wartości rynkowej spółki - jest ona uzasadniona listem intencyjnym podpisanym z potencjalnym inwestorem strategicznym Process4E SA. Według kosztorysu projektu wartość CLIX wynosi około 600 tys. PLN, zatem realna wartość pakietu MCI wynosi 400 tys. PLN. W 2Q odbyło się dokapitalizowanie spółki w wysokości 650 tys. PLN, w którym MCI Management S.A. częściowo partycypowało. Wielkość inwestycji MCI Management S.A. w Clix Software Sp. z o.o. wynosi 263 tys. PLN - 40% udziałów w spółce. Środki z dofinansowania zostaną przeznaczone przede wszystkim na rozwój spółki, jej ekspansję rynkową, promocję produktów oraz pokrycie zobowiązań związanych z zakupem licencji oprogramowania CRM.

Clix	2 004	2005 E	exit (2008)
Sprzedaż		580 732	3 000 000
Margin		549 843	2 100 000
EBITDA		- 109 126	735 000
EBIT		- 187 126	635 000
NE		- 187 126	444 500
Dlug netto		- 182 462	- 350 000
Value			
EV/S		580 732	3 000 000
EV/Margin		2 034 417	7 770 000
EV/EBITDA			5 880 000
EV/EBIT			8 890 000
srednia		1 307 575	6 385 000
dyskonto 30%		915 302	4 469 500
wycena (po dlug netto)		**1 097 765**	4 819 500
koszt kapitału 15%			**3 168 899**
udziały MCI		**439 106**	**1 267 560**

Szacujemy bieżącą wartość spółki na poziomie ponad 1 mln PLN, z potencjałem wzrostu wartości do poziomu ponad 4,5 mln PLN w latach 2007-2008.

Po koszcie inwestycji bezpośrednich netto MCI w spółkę wycena całej spółki wynosi 263 tys. PLN. Strategia wyjścia MCI: Sprzedaż do inwestora strategicznego 2008. Wartość możliwa do uzyskania ze sprzedaży całej spółki przy założeniu realizacji planów spółki w wynosi około 5 mln PLN (2 mln PLN za pakiet MCI).

Bankier.pl S.A.	Portal finansowy / e-commerce B2C produktów finansowych
Udział MCI	38,36%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Ekspansja / preIPO
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Start up
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	2 916 tys. PLN
Siedziba:	ul. Świdnicka 13, 50-066 Wrocław
www	www.bankier.pl

Portal finansowy oferujący klientom indywidualnymi i biznesowym produkty oraz usługi za pośrednictwem Internetu. Bankier.pl wykorzystuje innowacyjne technologie komunikacyjne i pozycję na rynku informacji gospodarczo- finansowych w celu wsparcia działań marketingowych i sprzedażowych instytucji finansowych. Buduje opinię niezależnego, wiarygodnego doradcy i brokera usług finansowych. Działa przy pomocy zindywidualizowanych oraz personalizowanych narzędzi komunikacji bezpośredniej z użytkownikiem a także wspiera sektor finansowy w budowaniu trwałych relacji z klientami. Przychody Bankier.pl uzyskuje z dystrybucji produktów finansowych oraz reklamy. Do najważniejszych partnerów biznesowych firmy należą: Reuters, WGPW, Infor, BRE Bank, Profit, BusinessWeek Polska, Saxo Bank, PAI, ISB, IAR. Należy podkreślić, że portal ma jedną z najsilniejszych pozycji na swoim rynku działalności, posiada silną i rozpoznawalną markę oraz wysoko rozwiniętą współpracę z dostawcami usług finansowych i mediami. Inwestorem wiodącym Bankier.pl jest Fundusz bmp AG.

Plany strategiczne na najbliższy okres tego podmiotu obejmują:

- wzrost przychodów z dystrybucji produktów finansowych. Wprowadzenie skuteczniejszych i bardziej zaawansowanych metod sprzedaży produktów e-commerce.
- dynamiczny rozwój współpracy z instytucjami finansowymi.
- dalszy rozwój portalu i wzrost liczby czytelników do ponad 1 mln osób.
- umacnianie pozycji na rynku reklamy internetowej skierowanej do osób o średnich i wysokich dochodach mieszkających w dużych miastach

SWOT

MOCNE STRONY:

- Pozycja lidera na rynku;
- Silna i rozpoznawalna marka;
- Współpraca dostawcami produktów finansowych i media;
- Unikalne narzędzia wyszukiwania i contentu;
- Zaplecze technologiczne.

SLABE STRONY:

- Kanał off-line na etapie start up
- Ograniczone fundusze na agresywny rozwój;
- Zmiany w kadrze menedżerskiej.

SZANSE:

- Rozwój kanału off-line;
- Wzrost rynku e-commerce produktów finansowych;
- Dalszy wzrost rynku reklamowego
- IPO.

ZAGROŻENIE:

- Ryzyko szybkiego wzrostu;
- Pogorszenie pozycji konkurencyjnej;
- Zmniejszenie marż z produktów finansowych.

Bankier	2 004	2005 E	exit (2007)
Sprzedaż	3 298 838	7 902 696	15 000 000
Margin	2 480 534	5 502 696	10 500 000
EBITDA	357 175	607 519	3 150 000
EBIT	205 085	436 469	2 850 000
NE	205 085	436 469	1 995 000
Dlug netto	- 424 044	- 534 864	- 1 000 000
Value			
EV/S	13 195 352	31 610 784	60 000 000
EV/Margin	24 805 340	55 026 960	105 000 000
EV/EBITDA	7 143 500	12 150 382	63 000 000
srednia	15 048 064	32 929 375	76 000 000
dyskonto 30%	10 533 645	23 050 563	53 200 000
wycena (po dlug netto)	10 957 689	23 585 427	54 200 000
koszt kapitału 15%			40 982 987
udziały MCI		**9 047 602**	**15 721 477**

Wyniki za 2004 nie odzwierciedlają jeszcze potencjału wartości portalu. Sądzimy że obecna wartość Bankier wynosi co najmniej 20 mln PLN z potencjałem wzrostu do ponad 25 mln PLN na koniec roku. Przy założeniu realizacji strategii rozwoju sieci off-line wartość portalu może znacznie wzrosnąć. Nie jest wykluczone że w okresie najbliższych 2 lat Spółka wejdzie na WGPW.

Po koszcie inwestycji bezpośrednich netto MCI w spółkę wycena całej spółki wynosi 7,6 mln PLN. Natomiast wycena dyrektorska MCI: przedział 13-25 mln PLN za całą spółkę (5-10 mln PLN za pakiet MCI).

Strategia wyjścia MCI: IPO w 2006-2007. Wartość możliwa do uzyskania ze sprzedaży całej spółki w roku 2006/2007 wynosi od 30 do 60 mln PLN (do 10 – 20 mln PLN za pakiet MCI).

Travelplanet.pl S.A.	e-commerce produktów turystycznych i biletów
Udział MCI	54,09%
Faza rozwoju spółki portfelowej	IPO
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Seed
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	- 3 007 tys. PLN (nadwyżka dezinwestycji, rentowne wyjście)
Siedziba:	ul. Świdnicka 13, 50-066 Wrocław
WWW	www.travelplanet.pl

Travelplanet.pl SA jest największym w Polsce internetowym biurem podróży, świadczącym swoje usługi poprzez Internet, call center i Punkty Obsługi Klienta w centrach handlowych. Podstawowa działalność firmy polega na dystrybucji zagranicznych ofert turystycznych. Spółka konsoliduje oferty około 30 największych touroperatorów działających na polskim rynku i sprzedaje je w jednym miejscu pod jedną marką. Travelplanet.pl pełni funkcje multiagenta, który za pomocą bezpośrednich kanałów sprzedaży dociera do klientów detalicznych i klientów instytucjonalnych. Spółka od lipca 2005 notowana na WGPW. Oferowane i sprzedawane produkty, towary i usługi obejmują:

- Pakiety turystyczne - pakiety turystyczne największych i najbardziej renomowanych touroperatorów. Przychody ze sprzedaży pakietów turystycznych Spółka uzyskuje z prowizji, która jest negocjowana indywidualnie z każdym z touroperatorów i wynosi średnio ok. 10% wartości sprzedanych produktów.
- Bilety lotnicze - Spółka oferuje bilety na ponad 2.000.000 połączeń lotniczych, do wszystkich części świata. Sprzedaż biletów lotniczych jest prowadzona przez Travelplanet.pl pod marką Aero.pl istniejącą na polskim rynku od roku 1999.
- Rezerwacje hoteli - poprzez serwis Hotele24.pl Spółka umożliwia wyszukanie, rezerwację online, dokonanie płatności oraz potwierdzenia rezerwacji miejsc w ponad 500 hotelach w Polsce oraz w kilkudziesięciu tysiącach hoteli za granicą.
- Turystyczne bony płatnicze Turystyczne bony płatnicze TravelPass to produkt dla klientów korporacyjnych. TravelPass jest narzędziem pozwalającym firmom na rozbudowanie systemów motywacyjnych dla pracowników.

Travelplanet.pl korzysta z trzech komplementarnych kanałów – Internetu, telefonu i kanał off-line (sieć 3 POKów). Spółka przygotowuje kolejne Punkty Obsługi Klienta w największych miastach w Polsce. Inwestycje te są realizowane ze środków pozyskanych z IPO przeprowadzonego w lipcu 2005 (6,6 mln PLN). Strategia finansowa spółki zakłada reinwestycje zysków ze sprzedaży w zdobywaniu większego udziału w rynku przy jednoczesnym utrzymaniu rentowności netto na poziomie 0+.

SWOT

MOCNE STRONY:
- Pozycja lidera na rynku;
- Współpraca z liderami na rynku touroperatorów;
- Sprawdzony model sprzedaży przez call center;
- Cykl konwersji gotówki.
- Przeprowadzony z sukcesem IPO

SŁABE STRONY:
Niewystarczająca organizacja wewnętrzna Spółki;
- Ograniczone fundusze na marketing;
- Niewystarczająca rozpoznawalność marki;
- Duża sezonowość sprzedaży.

SZANSE:
- Zmiana przyzwyczajeń konsumenckich;
- Wzrost zamożności społeczeństwa / rozwój rynku;
- Nowe kategorie produktów;
- Alianse z globalnymi liderami;

ZAGROŻENIE:
- Upadki polski touroperatorów – dostawców;
- Negatywne zmiany w prawie (VAT);
- Wejście globalnych graczy na rynek / nowych konkurentów.

Naszym zdaniem wyniki za 2004 rok potwierdzają wartość spółki wynikającej z transakcji preIPO z połowy 2004 roku. Udana publiczna emisja akcji na WGPW przeprowadzona w lipcu 2005 przez Spółkę zweryfikowała wycenę na poziomie ponad 38 mln PLN post money. Bieżąca wycena Travelplanet na WGPW wynosi około 38-40 mln PLN. Uważamy że wycena giełdowa odzwierciedla obecną wartość fundamentalną Spółki, jeśli spółka zrealizuje plany ekspansji w kanale off-line oraz uzyska oczekiwany poziomy obrotów wartość Spółki może dalej dynamicznie rosnąć.

Travelplanet	exit (2007)
TTV	100 000 000
Sprzedaż	20 000 000
Margin	12 000 000
EBITDA	4 800 000
EBIT	3 800 000
NE	2 660 000
Dlug netto	- 5 000 000
Value	
EV/S	80 000 000
EV/Margin	120 000 000
EV/EBITDA	96 000 000
srednia	98 666 667
wycena (po dlug netto)	103 666 667
koszt kapitału 15%	**78 386 894**
udziały MCI	**57 481 109**

W kolejnych latach w miarę wzrostu masy krytycznej Spółki poprzez rozbudowę oferty produktowej, zwiększenie dotarcia do klientów poprzez POKi oraz poprzez akwizycje w regionie CEE można oczekiwać wzrostu wartości Travelplanet.pl do poziomu 70-90 mln PLN.

Strategia wyjścia MCI: IPO w 2005, sprzedaż na giełdzie 2006-2008 do inwestorów finansowych oraz strategicznego.

Iplay.pl Sp. z o.o.	B2C e-commerce muzyka
Udział MCI	82,70%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Rozwój
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Seed
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	300 tys. PLN
WWW	www.iplay.pl
Siedziba:	Rynek 48, 50-116 Wrocław

Iplay, to muzyczny portal ecommerce, uzyskujący przychody ze sprzedaży muzyki w postaci elektronicznej poprzez Internet. Na przełomie II i III kw. 2004 roku spółka uruchomiła nową wersję serwisu. Nowy serwis umożliwia użytkownikom nie tylko odsłuchiwanie utworów, ale także ich zapis na dysk jak również nagrywanie utworów na płyty audio i urządzenia przenośne.
Podpisano już nowe umowy umożliwiające sprzedaż utworów kilkudziesięciu wytwórni płytowych z Polski i z zagranicy. Utwory udostępnione są w formacie wma – zabezpieczone przy wykorzystaniu technologii Microsoft Digital Rights Management, która skutecznie chroni utwory przed nielegalnym i nieautoryzowanym kopiowaniem. Serwis jest notowany na liście międzynarodowej organizacji pro-music.org promującej legalne muzyczne serwisy internetowe. W kwietniu 2005 roku Spółka rozpoczęła sprzedaż muzyki z katalogów czołowych wytwórni płytowych (ponad 200 tys. utworów). Iplay jako jedyny dotychczas podpisał bezpośrednie umowy z SonyBMG oraz Warner Music w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Celem Spółki jest pozyskanie kolejnych bibliotek od tzw. majors, rozwój oferty (produkty mobilne), rozwój kanałów sprzedaży i programów partnerskich. Obecnie Spółka negocjuje kontrakty z kolejnymi czołowymi wytwórniami na dostawę plików muzycznych. Należy zaznaczyć również iż Iplay.pl został wybrany jako partner promocyjno sprzedażowy dla marki PEPSI. Uzyskiwane przez Spółki wyniki w 2004 i 1Q 2005 nie stanowią odzwierciedlenia potencjału spółki. Spółka przy restrykcyjnej polityce kosztowej zanotowała w pierwszym roku działalności stratę ponad 80 tys. PLN.

SWOT

MOCNE STRONY:
- Efekt pierwszego wejścia na rynek ;
- Pozycja lidera na rynku;
- Kontrakty z SonyBMG i Warner
- Alians promocyjny z PEPSI
- Alians z wp.pl

SLABE STRONY:
- Model biznesowy w organizacji;
- Wysokie koszty pozyskania produktu;
- Niewystarczająca organizacja wewnętrzna Spółki.

SZANSE:
- Zmiana przyzwyczajeń konsumentów w stronę kanału online;
- Wzrost penetracji Internetu.
- Muzyczny kontent mobilny.

ZAGROŻENIE:
- Wejście do kanału online silnych konkurentów i bezpośrednia sprzedaż wydawców;
- Etap rozwoju rynku
- Piractwo

Na obecnym etapie rozwoju przedsięwzięcia (faza pozyskiwania produktu do sprzedaży) wyceniamy IPLAY po koszcie inwestycji, czyli 350 tys. PLN za całą Spółkę. Należy zaznaczyć iż po podpisaniu kontraktów z dostawcami muzyki w Spółce w maju 2005 roku została przeprowadzona II runda inwestycyjna na 270 tys. PLN. Po okresie pozyskania produktów będzie możliwe przeszacowanie wyceny Spółki w górę. Potencjał wartości naszym zdaniem to zajęcie 20-30% udziału w rynku muzyki online (do 5 % udziału w całym rynku muzycznym) w okresie 5 lat. Uważamy iż w długim okresie Iplay.pl może powtórzyć sukces Travelplanet.pl oraz Bankier.pl.

iPlay	2 004	2005 E	exit (2008)
Sprzedaż		611 956	4 000 000
Margin		114 901	600 000
EBITDA		54 025	240 000
EBIT		50 320	210 000
NE		50 320	147 000
Dlug netto		211 833	- 200 000
Value			
EV/S		2 447 824	16 000 000
EV/Margin		1 149 010	6 000 000
EV/EBITDA		1 080 503	4 800 000
srednia		1 559 112	8 933 333
dyskonto 30%		1 091 379	6 253 333
wycena (po dlug netto)		**879 546**	6 453 333
koszt kapitału 15%			**4 243 171**
udziały MCI		**727 408**	**3 509 217**

Wartość Spółki na koniec 2005 roku szacujemy na około 0,9 mln PLN. Uważamy że w ciągu następnych 3 lat wartość Iplay.pl powinna mieścić się w przedziale 6-9 mln PLN. Nie jest wykluczony skokowy wzrost wartości Spółki związany z rozwojem oferty kontentu mobilnego.

PWM S.A.	SPV
Udział MCI	80,00%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Seed
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Seed
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	400 tys. PLN
Siedziba:	Ul. Św. Mikołaja 7, 50-116 Wrocław

Po zakończeniu konfliktu właścicielskiego w wp.pl , trwają pracę nad zmianą celu działania spółki. Najprawdopodobniej PWM posłuży jako wehikuł inwestycyjny dla kolejnych inwestycji MCI.

Wyceniamy PWM po koszcie inwestycji – 500 tys. PLN (400 tys. PLN za udział MCI).

HotPunkt Sp. z o.o	Operator sieci WiMAX
Udział MCI	100,00%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Seed
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Seed
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	60 tys. PLN
WWW	www.hotpunkt.pl
Siedziba:	ul. Astronomów 3 01-450 Warszawa

Celem projektu jest uruchamianie punktów z bezprzewodowym szerokopasmowym dostępem do Internetu w technologii WiMax, których głównymi atutami są: mobilność, łatwość wdrożenia, skalowalność czyli brak problemów przy ich modernizacji, przebudowie i zestawianiu oraz niskie koszty, które w przypadku niektórych zastosowań są znacznie atrakcyjniejsze od tradycyjnych sieci przewodowych. Celem Spółki jest konsolidacja rynku niezależnych operatorów WiMAX w przyszłości. W tym celu HotPunkt aktywnie poszukuje istniejących partnerów do zakupu częstotliwości. Nie jest wykluczone że Fundusz zdecyduje się na koinwestycje z innym funduszem w celu realizacji złożonej strategii.

Hoopla.pl Sp. z o.o.	B2C e-commerce RTV/AGD
Udział MCI	73,33%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Rozwój
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Start up
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	350 tys. PLN
WWW	www.hoopla.pl
Siedziba:	Ul. Grzybowska 37A, 00-855 Warszawa

1 czerwca 2005 r. fundusz inwestycyjny MCI Management S.A. zawarł z Hoopla.pl Sp. z o.o. umowę, na mocy której zainwestuje w Hoopla.pl Sp. z o.o. w ciągu 2 lat kwotę do 1,2 mln PLN Pozyskane środki Hoopla.pl przeznaczy na dalszy rozwój oferty oraz zintensyfikowanie sprzedaży w Polsce.

Po realizacji wszystkich rund inwestycyjnych szacowany udział MCI w kapitale zakładowym spółki wyniesie 85%. Umowa inwestycyjna przewiduje objęcie przez MCI Management S.A. w ramach inwestycji początkowej nowej emisji udziałów za kwotę 800 tys. PLN. Umowa inwestycyjna daje MCI Management S.A. prawo przeprowadzenia kolejnej rundy inwestycyjnej w latach 2006-2007. Wielkość inwestycji w kolejnych rundach będzie skorelowana z zapotrzebowaniem spółki na dodatkowy kapitał i będzie oparta o bieżące wyniki spółki.

Hoopla.pl jest sklepem internetowym wyspecjalizowanym w sprzedaży elektroniki użytkowej oraz sprzętu komputerowego. W przeciwieństwie do popularnych w kraju sklepów internetowych np.: merlin.pl, stereo.pl można się w nim zaopatrzyć w rozmaite urządzenia począwszy od dużych produktów takich jak lodówki, kuchenki, pralki, telewizory, aż po przenośne komputery i odtwarzacze mp3. Hoopla.pl będzie przekonywać klientów, że za pośrednictwem Internetu mogą kupić nie tylko małe przedmioty, ale również produkty większe, które dotychczas kupowali w specjalistycznych sklepach RTV, AGD. Hasło sklepu „Duża rzecz" ma na celu nie tylko odniesienie do oferowanego asortymentu, ale również do zmiany przyzwyczajeń konsumentów w Polsce. Podstawowym powodem do odwiedzin Hoopla.pl, oprócz oszczędności czasu i możliwości wyboru spośród szerokiej gamy produktów, jest cena niższa o 10-15% niż w tradycyjnych sklepach i o kilka procent poniżej pojawiających się podobnych ofert w Internecie. Zintegrowany ze sklepem system obliczania kosztów transportu powoduje, że klient nie jest zaskakiwany kosztami wysyłki naliczonymi według uznania po złożeniu zamówienia (jak to ma miejsce w niektórych sklepach internetowych). Zapłatę za zamówiony towar można uiścić wybierając pomiędzy przelewem, kartą kredytową, usługą „Płacę z Inteligo" i najbardziej popularną płatnością kurierowi przy odbiorze zamówienia. W najbliższym czasie sklep będzie poszerzał asortyment o marki mniej popularne, lecz ze względu na cenę i jakość warte rozważenia zasadności ich zakupu. Celem strategicznym spółki jest osiągnięcie pozycji lidera w sprzedaży urządzeń RTV, AGD w Polsce w okresie od trzech do pięciu lat.

Hoopla	2 004	2005 E	exit (2009)
Sprzedaż		2 126 403	30 000 000
Margin		74 843	1 500 000
EBITDA		- 533 866	525 000
EBIT		- 570 366	425 000
NE		- 534 560	297 500
Dlug netto		- 169 623	- 500 000
Value			
EV/S		8 505 613	120 000 000
EV/Margin		748 431	15 000 000
EV/EBITDA			10 500 000
srednia		4 627 022	48 500 000
dyskonto 30%		3 238 915	33 950 000
wycena (po dlug netto)		**3 408 538**	34 450 000
koszt kapitału 15%			**19 696 899**
udziały MCI		**2 499 481**	**14 443 736**

Wycena na koniec 2005 roku jest szacowana na poziomie 3,5 mln PLN. Biorąc pod uwagę docelowe operacyjne parametry modelu sprzedaży wartość spółki w latach 2008-2009 powinna oscylować na poziomie 30 mln PLN.

One–2–One Sp. z o.o	Rozwiązania mobilne i marketing
Udział MCI	50,85%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Ekspansja/preIPO
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Start up
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	536 tys. PLN
Siedziba:	ul. Jarochowskiego 8/4, 60-235 Poznań
WWW	www.one-2-one.com.pl

One-2-One jest developerem oraz integratorem aplikacji oraz rozwiązań mobilnych (produktów konwergentnych) dla sektora mediów (Radio, Prasa, Internet, Telewizja) i sektora marketingu o ugruntowanej pozycji rynkowej. Dodatkowo grupa One-2-One osiąga dochody poza działalnością podstawową poprzez agregacje i sprzedaż contentu mobilnego (produkty i usługi contentowe - kanał pośredni poprzez partnerów oraz własny kanał internetowy – supersms.pl) oraz poprzez świadczenie usług marketingu mobilnego za pomocą podmiotu zależnego MobiJoy! (w marcu br. Spółka przejęła kontrolę kapitałową nad MobiJoy!). Również One-2-One zaprezentowało w IH 2005 rozwiązania uwierzytelniania i autoryzacji poprzez telefony komórkowe. Spółka obecnie przygotowuje II rundę finansowania i prowadzi rozmowy z koinwestorami. Aplikacje / rozwiązania mobilne oraz usługi dostarczane przez One-2-One mieszczą się w szerokim spektrum usług dodanych w telefonii komórkowej, których końcowymi konsumentami są użytkownicy indywidualni. Dwie zasadnicze grupy produktów One-2-One:

- Produkty podstawowe (contentowe i komunikacyjne) - produkty i usługi związane z wolumenowym ruchem messagingowym (SMS / MMS), a także proste usługi contentowe, takie jak logosy, dzwonki, tapety i gry Java.
- Produkty konwergentne – aplikacje i rozwiązania mobilne o dużej wartości dodanej. Ta grupa produktów obejmuje m.in. zaawansowane systemy komunikacyjne przeznaczone dla mediów, takie jak system zarządzania relacjami z odbiorcami mediów (seria One'X), systemy i aplikacje o charakterze infotainment (Sport reporter) oraz produkowane na indywidualne potrzeby klientów rozwiązania mobile marketingowe.

SWOT:

MOCNE STRONY:

- Doświadczony zespół;
- Wysoka jakość świadczonych usług;
- Pozytywna sytuacja finansowa przedsiębiorstwa; pełna integracja technologiczna z operatorami;
- Kontrola operacyjna nad MobiJoy!

SLABE STRONY:

- Brak środków finansowych na skokowe rozszerzenie skali działalności;
- Brak szerokiej oferty contentu mobilnego;
- Brak dostępu do projektów masowych organizowanych przez operatorów GSM.

SZANSE:

- Wzrost liczby telefonów komórkowych;
- Wzrost zainteresowania technologią SMS z punktu widzenia klientów korporacyjnych i indywidualnych;
- Konsolidacja rynku.

ZAGROŻENIE:

- Silna walka konkurencyjna;
- Polityka operatorów ograniczająca rozwój rynku;
- Ograniczenia dostawców contentu;
- Skracanie cyklu życia technologii.

One-2-One	2 004	2005 E	exit (2007)
Sprzedaż	4 448 119	9 673 341	20 000 000
Margin	1 156 440	3 389 171	7 000 000
EBITDA	308 229	943 756	2 450 000
EBIT	285 986	880 259	2 300 000
NE	221 041	675 486	1 610 000
Dlug netto	- 375 091	- 416 135	- 1 500 000
Value			
EV/S	13 344 358	29 020 024	60 000 000
EV/Margin	8 673 303	25 418 780	52 500 000
EV/EBITDA	4 623 430	14 156 337	36 750 000
srednia	8 880 364	22 865 047	49 750 000
dyskonto 30%	6 216 254	16 005 533	34 825 000
wycena (po dlug netto)	6 591 346	**16 421 668**	36 325 000
koszt kapitału 15%			**27 466 919**
udziały MCI		**8 351 190**	**18 472 970**

Po wynikach 2004 roku i planach na 2005 uważamy, że wartość fundamentalna One-2-One jest na poziomie ponad 16 mln PLN. Przy założeniu realizacji planów za 2006-2007 rok oraz uwzględniając wartość MobiJoy! potencjał wzrostu wartości jest szacowany na około 35-45 mln PLN w okresie 2007-2008.

Po koszcie inwestycji bezpośrednich netto MCI w spółkę wycena całej spółki wynosi 1 054 tys. PLN.

Strategia wyjścia MCI: IPO w 2006 roku. Wartość możliwa do uzyskania pre-money w IPO to około 20 mln PLN.

Comtica Sp. z o.o	Rozwiązania mobilne
Udział MCI w kapitale zakładowym	20,00%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Rozwój
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Rozwój
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	500 tys. PLN
WWW	www.comtica.pl
Siedziba:	ul. Nossola 10, Warszawa

11 kwietnia 2005 r. MCI Management S.A. ogłosiło inwestycje w Comtica Sp. z o.o. Umowa inwestycyjna przewiduje objęcie przez MCI Management S.A. w ramach inwestycji początkowej nowej emisji udziałów za kwotę 500 tys PLN za 20% udziałów. Celem MCI Management S.A. jest zainwestowanie 2,5 mln PLN w udziały Comtica Sp. z o.o. w ciągu 3 lat. Po realizacji wszystkich rund inwestycyjnych szacowany udział MCI w kapitale zakładowym spółki może przekroczyć 40%. Umowa inwestycyjna daje prawo MCI Management S.A. przeprowadzenia kolejnych rund inwestycyjnych w latach 2006-2007: druga runda zakłada bezpośrednie doinwestowanie spółki, a trzecia runda umożliwia MCI częściowy wykup dotychczasowego inwestora branżowego spółki. Wielkość inwestycji w kolejnych rundach będzie skorelowana z zapotrzebowaniem spółki na dodatkowy kapitał i będzie oparta o bieżące wyniki spółki.
Comtica Sp. z o.o. jest developerem oraz integratorem dedykowanych rozwiązań, opartych na technologiach mobilnych oraz informatyczno – internetowych. Spółka koncentruje się na usprawnianiu procesów biznesowych w średnich i dużych podmiotach gospodarczych oraz na rozwiązaniach multimedialnych integrujących zawartość audiowizualną, technologie mobilne oraz interaktywne formaty telewizyjne. Spółka powstała w 2000 roku. Od początku działalności rozwój spółki jest związany z rozwojem kompetencji w obszarze portali korporacyjnych oraz rozwiązań mobilnych. Spółka posiada bogata listę referencyjną klientów oraz projektów. W 2003 roku Comtica została wyróżniona nagrodą Złoty Bit za najlepszy produkt obiegu informacji oraz została zakwalifikowana przez Lockheed Martin do programu offsetowego. Od roku 2004 spółka z sukcesem rozpoczęła rozwój oferty produktowej na rynek interaktywnej telewizji – multiscreen.tv. Multiscreen.tv jest platformą technologiczną do zarządzania interaktywną rozrywką w TV, telefonach komórkowych i w Internecie. Spółka posiada referencyjne wdrożenia platformy w Polsce (4Fun.TV) i zagranicą (Kiss.TV). Za rok 2004 Comtica osiągnęła 2 227 tys PLN przychodów z tytułu sprzedaży własnych rozwiązań i usług.
Celem strategicznym spółki jest umocnienie pozycji jako dostawca dedykowanych rozwiązań portali korporacyjnych w Polsce oraz stanie się jednym z głównych graczy na rynku dostawców rozwiązań dla telewizji interaktywnych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Kapitał pozyskany od Funduszu zostanie przeznaczony na dalszy rozwój oferty produktowej spółki oraz na finansowanie rozwoju sprzedaży w Polsce oraz zagranicą.
MCI Management będzie pełnił rolę mniejszościowego inwestora finansowego aktywnie wspierającego rozwój spółki. Zaangażowanie MCI w Comtica jest wynikiem realizacji strategii Funduszu zakładającej zwiększenie ekspozycji inwestycji w obszarze rozwiązań i usług mobilnych.

Comtica	2 004	2005 E	exit (2009)
Sprzedaż		1 800 000	5 000 000
Margin		1 500 000	4 000 000
EBITDA		165 000	1 200 000
EBIT		5 000	1 100 000
NE		1	770 000
Dlug netto		350 000	- 500 000
Value			
EV/S		1 800 000	5 000 000
EV/Margin		5 550 000	14 800 000
EV/EBITDA			9 600 000
EV/EBIT			15 400 000
srednia		3 675 000	11 200 000
dyskonto 30%		2 572 500	7 840 000
wycena (po dlug netto)		**2 222 500**	8 340 000
koszt kapitału 15%			**4 768 422**
udziały MCI		**444 500**	953 684

Wyceniamy spółkę po koszcie wejścia MCI – 2,5 mln PLN. Celem MCI jest doprowadzenie wzrostu wartości w najbliższych trzech latach do około 8 mln PLN.

DomZdrowia.pl Sp. z o.o	Apteka internetowa
Udział MCI w kapitale zakładowym	25,56%
Faza rozwoju spółki portfelowej	Rozwój
Faza rozwoju przy inwestycji początkowej	Rozwój
Inwestycje netto (inwestycje i dezinwestycje)	515 tys. PLN
WWW	www.domzdrowia.pl
Siedziba:	ul. Galicyjska 42, Zielonki (Kraków)

W dniu 5 października 2005 r. MCI Management S.A. podpisał umowę inwestycyjną z operatorem serwisu www.domzdrowia.pl .

Zgodnie z umową celem MCI Management S.A. jest zainwestowanie ponad 2,5 mln zł w udziały DomZdrowia.pl Sp. z o.o. (wcześniej Mito Sp. z o.o.) w ciągu 3 lat. Po realizacji wszystkich rund inwestycyjnych szacowany udział MCI w kapitale zakładowym Spółki przekroczy 50%. MCI Management S.A. w pierwszej rundzie inwestycyjnej objęło 25,56% nowych udziałów za kwotę 515 tys. zł. Umowa inwestycyjna daje prawo MCI Management S.A. przeprowadzenia częściowego wykupu pozostałych udziałowców DomZdrowia.pl Sp. z o.o. po roku 2007. Po wykonaniu prawa częściowego wykupu udział MCI w Spółce winien wynosić powyżej 50%. Wartość wykupu będzie skorelowana z bieżącymi wynikami Spółki.

DomZdrowia.pl Sp. z o.o. od lipca 2004 roku jest operatorem witryny internetowej www.domzdrowia.pl i działa w oparciu o punkt apteczny. Model biznesowy zakłada prowadzenie apteki e-commerce B2C, dlatego też Spółka jeszcze w październiku b.r. zmieni nazwę na Domzdrowia.pl Sp z o.o. Serwis internetowy domzdrowia.pl służy do prezentacji szerokiego asortymentu leków OTC oraz produktów medycznych. Podstawowym celem przedsięwzięcia jest umożliwienie klientom indywidualnym złożenia zamówienia w punkcie aptecznym przez Internet, odbiór zamówienia następuje za pośrednictwem kuriera lub poczty na zlecenie klienta. Oczywiste zalety dla klientów z korzystania z serwisu domzdrowa.pl to przede wszystkim dostęp do znacznie tańszych produktów leczniczych wydawanych bez recepty oraz innych produktów medycznych w porównaniu z aptekami tradycyjnymi, prywatność i bezpieczeństwo klienta, zdecydowana większa swoboda wyboru produktu oraz szeroki wybór możliwości zapłaty za zamówienie. Serwis gwarantuje realizacje zamówienia w ciągu maksimum 3 dni roboczych. Priorytetem DomZdrowia.pl jest świadczenie usług i obsługi klientów na najwyższym możliwym poziomie, dlatego też spółka posiada wysoko wykwalifikowaną kadrę farmaceutyczną która zawsze służy poradą dla klientów przez telefon lub Internet. Obecni wspólnicy Spółki, bezpośrednio zaangażowani w zarządzanie Spółką, posiadają wieloletnie doświadczenie biznesowe w branży farmaceutycznej oraz medycznej. Zarząd Spółki jest zaangażowany w aktywne wspieranie zmian legislacyjnych polskiego prawa farmaceutycznego zgodnego z dyrektywami UE.

Celem strategicznym spółki jest kontynuacja dynamicznego wzrostu obrotów i utrzymanie pozycji zdecydowanego lidera branży zamówień leków OTC za pomocą Internetu w Polsce. Wg zakładanych prognoz Spółki oraz na podstawie obserwacji rozwoju rynków e-commerce w Europie i USA, kanał internetowy może osiągnąć w perspektywie kolejnych 5 lat co najmniej 5% udział w całym rynku leków OTC. Spółka zakłada pozyskiwanie klientów bezpośrednio przez własną stronę www oraz we współpracy z partnerami – wybranymi portalami.

DomZdrowia	2005 E	exit (2009)
Sprzedaż	2 062 370	20 000 000
Margin	325 027	3 000 000
EBITDA	- 1 000 976	1 050 000
EBIT	- 1 032 476	950 000
NE	- 1 032 476	665 000
Dlug netto	212 000	- 750 000
Value		
EV/S	8 249 481	80 000 000
EV/Margin	3 250 270	30 000 000
EV/EBITDA		21 000 000
srednia	5 749 875	43 666 667
dyskonto 30%	4 024 913	30 566 667
wycena (po dlug netto)	**3 812 913**	31 316 667
koszt kapitału 15%		**17 905 406**
udziały MCI	**974 622**	**4 576 817**

Wycena na koniec 2005 roku jest szacowana na poziomie ponad 3,5 mln PLN. Biorąc pod uwagę docelowe operacyjne parametry modelu sprzedaży wartość spółki w latach 2008-2009 powinna oscylować na poziomie 30 mln PLN.

3.6. PODSUMOWANIE WARTOŚCI PORTFELA.

Tabela : Podsumowanie wyceny spółek portfelowych

	SPÓŁKA PORTFELOWA			UDZIAŁY W SPÓŁCE		
	Wycena bieżąca (2005)	Wycena - exit po koszcie kapitału (2005)	Posiad % kapitału	Wycena bieżąca (2005)	Wycena - exit po koszcie kapitału (2005)	Potencjał wzrostu wartości 2005
CCS S.A.	10 921	13 440	79,44%	8 676	10 677	23,07%
Bankier.pl S.A.	23 585	40 983	38,36%	9 048	15 721	73,76%
Travelplanet.pl S.A.	39 800	78 387	54,09%	21 529	42 402	96,95%
S4E S.A.	6 346	7 684	88,94%	5 645	6 835	21,08%
Biprogeo S.A.	354	354	70,60%	250	250	0,00%
One-2-One sp. z o.o.	16 422	27 467	50,85%	8 351	13 968	67,26%
GeoTec Sp zoo	1 694	2 431	77,00%	1 304	1 872	43,53%
iPlay sp. z o.o.	880	4 243	82,70%	727	3 509	382,43%
PWM S.A.	500	500	80,00%	400	400	0,00%
Technopolis Sp zoo	50	50	96,00%	48	48	0,00%
HotPunkt Sp zoo	62	62	100,00%	62	62	0,00%
Clix Software Sp zoo	1 098	3 169	40,00%	439	1 268	188,67%
Comtica Sp zoo	2 223	4 768	20,00%	445	954	114,55%
Hoopla Sp zoo	3 409	19 697	73,33%	2 499	14 444	477,87%
DomZdrowia.pl Sp zoo	3 813	17 905	25,56%	975	4 577	369,60%
IT	22 686	31 897		16 806	21 902	30,32%
Internet	71 986	161 715		35 178	81 054	130,41%
Mobile	16 483	27 529		8 413	14 030	66,77%
Razem	**111 155**	**221 141**		**60 397**	**116 986**	**93,7%**
Razem portfel na akcje				**1,60**	**3,09**	
Gotówka oraz należności krótkoterminowe*			(3Q2005)	17 410	17 410	
Zobowiązania i rezerwy krótkoterminowe			(3Q2005)	768	768	
Gotówka netto				**16 642**	**16 642**	
Gotówka netto na akcje				**0,44**	**0,44**	
Wartość firmy zarządzającej				**25 697**	**25 697**	
Wartość firmy zarządzającej na akcje				**0,68**	**0,68**	
RAZEM WARTOŚĆ MCI				**102 736**	**159 325**	
RAZEM WARTOŚĆ MCI NA AKCJE				**2,72**	**4,21**	
ilość akcji				37 800	37 800	

Źródło: obliczenia własne

Obecna wycena udziałów MCI w spółkach portfelowych szacowana na około 60 mln PLN – 1,60 PLN na akcje. Daje to stosunek wyceny bieżącej do kosztu inwestycji na poziomie 1,3. Wartość udziałów MCI w spółkach zgodnie z naszymi szacunkami reprezentuje około 60% wartości MCI, pozostałe wartości to wartość gotówki netto oraz wartość firmy zarządzającej.

Wycena udziałów MCI w spółkach portfelowych prognozowana na koniec 2005 w oparciu o potencjał wzrostu przy realizacji założonych wyjść wynosi około 116 mln PLN (3,09 PLN na akcje). Oznacza ponad prawie 95% potencjał wzrostu w oparciu o istniejący portfel. Największy potencjał wzrostu oparty jest o spółki internetowo-ecommercowe.

3.7. EFEKTYWNOŚĆ WYJŚĆ.

Poniżej zostały zaprezentowane wyjścia z inwestycji MCI.

Tabela: Wyjścia z inwestycji MCI.

spółka	Inwestycje w tys. PLN	Wyjście w tys. PLN	zysk/strata	Wyjście	rok inwestycji	rok wyjścia
CCS *	3210	5054	1844	EI + dywidenda	1999-2000	2000-2001
EXPERTIA	3 987	250	-3737	trade sell	2000	2003
POLAND.COM	8 814	5 122	-3692	Trade sell / MBO	2000	2002
SYNERGY	500	250	-250	MBO	2001	2003
CUBETEAM	1 010	10	-1000	MBO	2000	2002
TRAVELPLANET	697 **	5 800	5103	preIPO	2000-2001	2004
PROCESS4E	1 666	4 900	3234	trade sell	2000	2005
CK ADAX	43	119	76	trade sell	2004	2005
Razem	**19 927**	**21 505**	**1 578**			

*inwestycja w CCS przez MCI Sp z oo w 1999 roku, wyjście jako sprzedaż do Enterprise Investors oraz dywidenda w latach 2000-2001.

** wartość księgowa pakietu 25% sprzedanego w IPO

Źródło: MCI

Dotychczasowe inwestycje z których MCI przeprowadziło wyjścia przyniosły Funduszowi zysk na poziomie 1 578 tys PLN. Zanotowanie nadwyżki wyjść nad kosztami inwestycji było możliwe przede wszystkim udanym dezinwestycjom MCI w ostatnim okresie – preIPO Travelplanet do inwestorów finansowych oraz Sprzedaż Process4E do Update Software AG. Nadwyżka oznacza że fundusz nie tylko poprzez wyniki spółek portfelowych ale i z bezpośredniej działalności inwestycyjnej przekroczył Break Even Point na krzywej życia Funduszu.

Należy pozytywnie określić te wyniki ponieważ:

a) najgorsze inwestycje wypadają z portfela Funduszu w ciągu 3 lat od rozpoczęcia inwestycji,

b) wynik nie uwzględnia wpływu Poland.com na wzrost wyceny MCI przy IPO w 2001 roku,

c) straty na inwestycjach były notowany w okresie mocnej dekoniunktury w sektorach technologicznych,

d) fundusz ciągle posiada wartość portfela na poziomie 65 mln PLN przy koszcie inwestycji około 22 mln PLN,

e) fundusz wkracza w fazę przeprowadzania wyjść,

MCI nadrobiło straty z mało udanych inwestycji w projekty Poland.com, Expertia, Cubeteam i Synergy.

Uwzględniając dotychczasowe przeprowadzone wyjścia oraz wartość obecnego portfela MCI przy łącznych nakładach na inwestycje równych około 42 mln PLN zbudowało wartość portfela wraz z wyjściami na poziomie około 86,5 mln PLN przy obecnych poziomach wyceny. Oznacza to potencjalny nadwyżkę wartości nad kosztami inwestycji na poziomie około 44,5 mln PLN.

Przy założeniu że okres życia Funduszu stanowi 8-10 lat oraz że MCI do roku 2009 wyjdzie z inwestycji dokonanych przed 2005 rokiem to potencjalne wyniki MCI powinny być zbliżone do następujących parametrów (bez uwzględnienia kosztów zarządzania):

- koszt inwestycji około 45 mln PLN
- łącznie wyjścia z inwestycji 130 - 150 mln PLN
- zysk z inwestycji 85-105 mln PLN
- średni zysk na 1 rok życia funduszu 10-13 mln PLN.
- stopa zwrotu IRR 20-35%

Strategicznym celem MCI na lata 2005-2007 jest przeprowadzenie minimum trzech wyjść z inwestycji dokonanych w latach 2000-2003. Fundusz zamierza zrealizować średnio 35% IRR z zainwestowanego kapitału.

4. STRATEGIA I PLANY ROZWOJU

MCI w najbliższych latach planuje kontynuować działalność jako fundusz venture capital skoncentrowany na inwestycjach w branży zaawansowanych technologii.

Preferowane obszary nowych inwestycji w sektorze internetowym:

1. Portale wertykalne (lewarowanie doświadczeń Bankier.pl),
2. E-commerce B2C (lewarowanie doświadczeń Travelplanet.pl),
3. Unikalne technologie,
4. Special opportunity.

Preferowane obszary nowych inwestycji w sektorze informatycznym:

1. Wykupy menadżerskie i restrukturyzacje,
2. Niszowe technologie (aplikacje/systemy).

Preferowane obszary nowych inwestycji w sektorze mobilnym:

1. Content,
2. Entertaiment,
3. Rozwiązania dla biznesu.
4. Automatyzacja (M2M),
5. Wireless,
6. Unikalne technologie.

Dominującym obszarem nowych inwestycji będzie Internet oraz Mobile.

Rynkami aktywności inwestycyjnej MCI są Polska, Czechy oraz Słowacja. MCI oczekuje że docelowo około 30% inwestycji będzie przeprowadzane poza rynkiem polskim. W latach 2005-2006 Fundusz planuje dokonać minimum 1 inwestycji w Czechach. W ocenie Zarządu obecny strumień (pipe line) nowych projektów w Funduszu pozwala zrealizować 5-10 projektów inwestycyjnych w okresie 2005-2006 o łącznej wartości 10-20 mln PLN. Fundusz planuje również dokonać dokapitalizowania obecnych spółek portfelowych łącznie na około 5 mln PLN (One2One, HotPunkt, Iplay, Technopolis).

W celu zintensyfikowania działań inwestycyjnych MCI rozpoczął starania o stworzenie drugiego funduszu TechVenture 2.0 (druga połowa 2006 r.). Ponadto MCI Management S.A. zamierza środki uzyskane po zakończeniu inwestycji bieżących inwestować w nowe projekty o dużym potencjale wzrostu wartości. Zamiarem MCI jest rozszerzenie geograficznego obszaru działania na inne rynki Europy Wschodniej i Środkowej – oprócz Czech i Słowacji, także na Rumunię i Ukrainę. Strategia inwestycyjna funduszu koncentrowałaby jego działania na dynamicznie rozwijającej się branży rozwiązań mobilnych (inwestycje w przedsięwzięcia na wczesnym etapie rozwoju) przy jednoczesnej aktywności na innych bardziej dojrzałych sektorach. W tym drugim przypadku fundusz dokonywałby inwestycji w późniejszych stadiach rozwoju przedsiębiorstwa (roll-out).

Strategicznym celem MCI na lata 2005-2007 jest przeprowadzenie minimum 3 wyjść z inwestycji dokonanych w latach 2000-2003. Fundusz zamierza zrealizować średnio 35% IRR z zainwestowanego kapitału.

MCI prognozuje osiągnięcie w latach 2005-2010 następujących celów operacyjnych:

- Lider w Europie Centralnej i Wschodniej w obszarze inwestycji w sektorze TMT,
- Wzrost zysku netto i wartości aktywów 15-25% rocznie,
- Koszty zarządzania MCI około 2 mln PLN rocznie nie więcej jednak niż 2.5% wartości aktywów,
- Nowe inwestycje : 2-5 nowych projektów rocznie,
- Docelowa dywersyfikacja portfela w celu ograniczenia ryzyka: stały portfel około 20 spółek – 15% start up, 35% rozwój, 50% ekspansja/preIPO,
- Docelowa dywersyfikacja geograficzna: Polska 70%, Czechy/Słowacja 20%, pozostałe (Rumunia, Ukraina) 10%.

We własnych działaniach MCI Management SA nie planuje dokonywać zdecydowanych zmian. Spółka nadal będzie dążyła do doskonalenia procesów nadzoru właścicielskiego i pozyskiwała wartościową kadrę zarządzającą. Nadzór właścicielski na wczesnych etapach rozwoju MCI stanowi główną przewagą konkurencyjną w odniesieniu do innych funduszy.

5. PODSTAWOWE DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Tabela : Skonsolidowany bilans MCI Management S.A. za I półrocze 2005. [tys. PLN]

	30 czerwca 2005 PLN'000	31 grudnia 2004 PLN'000	30 czerwca 2004 PLN'000
Aktywa trwałe			
Wartości niematerialne	1 233	559	415
Rzeczowe aktywa trwałe	2 642	2 485	1 943
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych konsolidowanych metodą praw własności	6 350	3 140	3 014
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 118	2 061	1 659
Należności handlowe oraz pozostałe należności	474	2 737	2 804
Inne aktywa finansowe	549	805	858
	13 366	11 787	10 693
Aktywa obrotowe			
Zapasy	1 084	698	802
Należności handlowe oraz pozostałe należności	20 820	18 024	19 400
Inne aktywa finansowe	8 058	7 942	400
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5 384	7 299	8 757
	35 346	33 963	29 359
Aktywa razem	**48 712**	**45 750**	**40 052**
Kapitał własny			
Kapitał podstawowy	37 800	37 800	37 800
Kapitał zapasowy	22 165	22 450	22 450
Pozostałe kapitały rezerwowe	2 335	1 774	752
Udziały (akcje) własne	-	-	(1 000)
Zysk (strata) z lat ubiegłych	(47 910)	(48 352)	(48 352)
Zysk netto okresu obrotowego	2 186	340	2 330
Kapitały przypadające akcjonariuszom podmiotu dominującego	16 576	14 012	13 980
Udziały akcjonariuszy mniejszościowych	2 689	3 905	3 297
Razem kapitały własne	19 265	17 917	17 277
Zobowiązanie długoterminowe			
Pożyczki i kredyty bankowe	141	166	-
Obligacje zamienne na akcje	10 084	9 959	-
Zobowiązanie z tytułu odroczonego podatku dochodowego	609	63	12
Rezerwy długoterminowe	25	53	53
Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu finansowego	382	328	326
	11 241	10 569	391
Zobowiązania krótkoterminowe			
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania	17 760	16 523	20 385
Zobowiązanie z tyt. podatku dochodowego	-	15	-
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu finansowego	280	234	303
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	166	492	1 696
	18 206	17 264	22 384
Pasywa razem	**48 712**	**45 750**	**40 052**

Źródło: MCI

Tabela : Skonsolidowany rachunek zysków i strat MCI Management S.A. za I półrocze 2005. [tys PLN]

	od 01 stycznia 2005 do 30 czerwca 2005 PLN'000	**od 01 stycznia 2004 do 30 czerwca 2004 PLN'000**
Działalność kontynuowana		
Przychody ze sprzedaży	26 435	58 961
Koszt własny sprzedaży	(20 602)	(51 454)
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	**5 833**	**7 507**
Koszty sprzedaży	(580)	(1 195)
Koszty ogólnego zarządu	(8 035)	(9 090)
Pozostałe przychody operacyjne	243	313
Pozostałe koszty operacyjne	(350)	(1 200)
Udział w zyskach jednostek objętych konsolidacją metodą praw własności	-	30
Zysk na sprzedaży części lub całości udziałów jednostek zależnych	2 693	8 547
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji	3 439	(850)
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	**3 243**	**4 062**
Koszty finansowe - netto	(778)	(847)
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	**2 465**	**3 215**
Podatek dochodowy	(535)	(1 177)
Zysk mniejszości	256	292
Zysk (strata) netto	**2 186**	**2 330**
Zysk (strata) na jedną akcję		
Zwykły	0,06	0,06
Rozwodniony	0,06	0,06

Źródło: MCI

Tabela : Skonsolidowane przepływy pieniężne MCI Management S.A. za I półrocze 2005. [tys. PLN]

	od 01 stycznia 2005 do 30 czerwca 2005 PLN'000	od 01 stycznia 2004 do 30 czerwca 2004 PLN'000
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej		
Wpływy pieniężne z działalności operacyjnej	(1 211)	252
Odsetki zapłacone	37	199
Podatek dochodowy zapłacony	(53)	(5)
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	(1 227)	446
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej		
Odsetki otrzymane	171	636
Wpływy ze sprzedaży krótkoterminowych papierów wartościowych	10 902	-
Wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży	21	-
Wpływy ze sprzedaży podmiotu zależnego	1 049	3 298
Inne wpływy z aktywów finansowych	1 074	-
Wpływy ze sprzedaży majątku trwałego	-	59
Wydatki na zakup majątku trwałego	(655)	(451)
Wydatki na zakup akcji i udziałów w podmiotach stowarzyszonych	(763)	-
Zakup krótkoterminowych papierów wartościowych	(10 360)	-
Inne wpływy i wydatki inwestycyjne	(1 013)	(708)
Zakup podmiotu zależnego	(230)	-
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	196	2 834
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej		
Spłata pożyczek	(346)	(170)
Spłata zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	(180)	(116)
Odsetki	(47)	-
Wpływy z emisji kapitału zakładowego	350	518
Odsetki zapłacone od obligacji	(371)	-
Zaciągnięcie/spłata kredytów bankowych	-	(857)
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	(594)	(625)
Zwiększenie /(zmniejszenie) netto środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	**(1 625)**	**2 655**
Saldo otwarcia środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	7 009	6 102
Zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych	-	-
Saldo zamknięcia środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	5 384	8 757

Źródło: MCI

Komentarz do skonsolidowanego sprawozdania MCI:
W I półroczu 2005 roku Grupa Kapitałowa MCI Management SA wypracowała przychody ze sprzedaży na poziomie ponad 26 mln zł. Ostateczny skonsolidowany wynik netto Grupy w I półroczu 2005 roku wynosi 2,19 mln zł i jest porównywalny z bardzo dobrym wynikiem za I półrocze 2004 roku (2,33 mln zł – udane transakcje sprzedaży części akcji spółek Travelplanet.pl SA i CCS SA). Ważnym czynnikiem determinującym wyniki finansowe w I półroczu 2005 r. są transakcje kapitałowe MCI Management S.A. – sprzedaż wszystkich udziałów i akcji w spółkach CK Adax i Process4E. Tą ostatnią spółkę fundusz MCI sprzedał zagranicznemu inwestorowi strategicznemu, firmie Update Software AG, posiadającej wiodącą pozycję na europejskim rynku dostawców CRM.

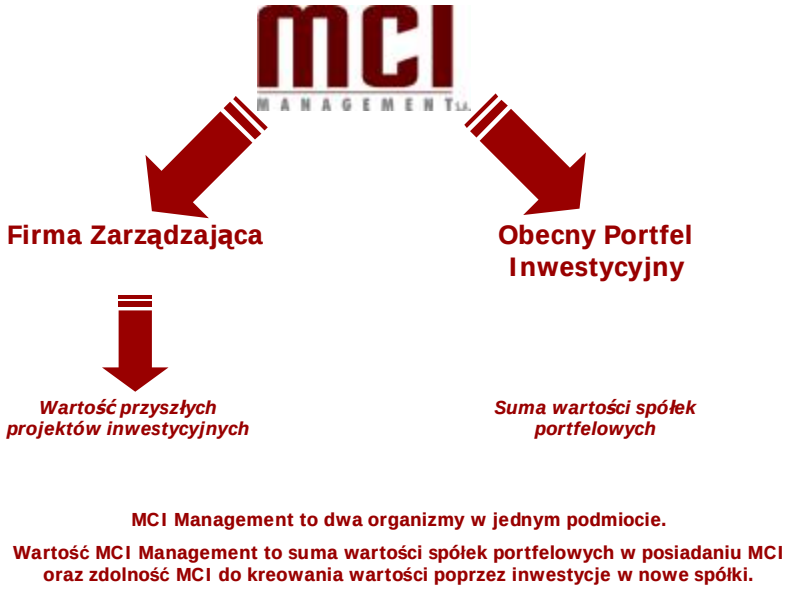
Sytuacja finansowa MCI Management SA i większości spółek jest stabilna. Grupa Kapitałowa posiada 35,3 mln zł aktywów obrotowych (w tym 5,38 mln zł gotówki) przy 29,45 mln zł zobowiązań i rezerw. Jednostkowo MCI Management SA posiada ok. 19,2 mln zł w gotówce, płynnych instrumentach finansowych, należnościach i pożyczkach krótkoterminowych przy całkowitych zobowiązaniach (wliczając wyemitowane obligacje zamienne na akcje) i rezerwach na zobowiązania na poziomie 14,26 mln zł (z czego 13,47 mln zł to zobowiązania długoterminowe). Działalność spółki jest zbilansowana.

6. WYCENA MCI MANAGEMENT S.A.

6.1. PODEJŚCIE DO WYCENY.

Wartość MCI tworzą aktywa czyli aktualny portfel inwestycyjny oraz wartość przyszła aktualnych inwestycji będących w fazie „start-up". Przyszła wartość obecnego i planowanego portfela inwestycyjnego tworzy wartość firmy zarządzającej.

Rysunek: Składniki wartości MCI



Źródło: MCI

6.2. WYCENA FIRMY ZARZĄDZAJĄCEJ

Wartość funduszu MCI to suma wartości spółek wchodzących w skład portfela oraz wartość samej firmy zarządzającej. Wartość firmy zarządzającej stanowi zdolność pomnażania aktywów, znacznie przekraczająca przeciętne rezultaty innych funduszy. Można to także ująć nieco inaczej, wskazując iż wartość MCI to dwa składniki: wartość bieżących projektów oraz wartość bieżąca przyszłych projektów inwestycyjnych, w tym wzrost wartości istniejących projektów. Wartość portfela MCI to dochód, jaki spółce udało się wygenerować z pozyskanych od inwestorów środków. W poniższej tabeli przedstawiono daty i kwoty pozyskanego kapitału przez MCI:

Tabela: Kapitał pozyskany przez MCI

Data	Kwota
lip 99	-100 000
lis 99	-12 500 000
kwi 00	-3 550 000
gru 00	-22 800 000
gru 00	-1 400 000
RAZEM	**40 350 000**

Źródło: MCI

Spółka pozyskała zatem od inwestorów łącznie 40 mln PLN. Zgodnie z naszymi szacunkami, wartość bieżąca portfela inwestycyjnego MCI kształtuje się na poziomie ponad 60 mln PLN, MCI wypracował ponadto 16,5 mln PLN gotówki. Oznacza to, iż średniorocznie MCI pomnażał wartość portfela w okresie dekoniunktury o 15 %. Przyjmując założenie, że MCI będzie w przyszłości osiągać wyniki nie gorsze niż do tej pory (a zważywszy na dość duże straty w pierwszych latach funkcjonowania, oraz postępującą krzywą uczenia wydaje się to być założeniem konserwatywnym) oraz że majątek pomnażany stanowią aktywa i środki pieniężne, uznaliśmy iż MCI, poprzez przyszłe, nieznane jeszcze projekty, pomnażać będzie wartość o 15 %rocznie (netto po uwzględnieniu kosztów funkcjonowania spółki). Dyskontując prognozowany wzrost aktywów MCI w najbliższych pięciu latach uzyskujemy wartość bieżącą 0,88 PLN na walor (wartość ta jest pomniejszona o konieczną spłatę zobowiązań wraz z odsetkami).

Z drugiej strony budując model oparty o zdolności generowania zwrotu z inwestycji można wyjść na wartość firmy zarządzającej niejako z modelu DCF. Poniżej został zaprezentowany model w założeniu o istniejący portfel MCI. Założona stopa zwrotu minimalna MCI to 15% IRR rocznie. Koszt kapitału 11-15% rocznie. Okres życia obecnego portfela 5 lat, czyli do 2010 roku. Model nie uwzględnia nowych inwestycji i reinwestycji z wyjść z obecnego portfela. Należy oczekiwać że reinwestycje i nowe inwestycje będą odbywały się po co najmniej zaprezentowanych konserwatywnych stopach zwrotu.

Zmiany wartości portfela traktowane jako potencjalny Cash flow. Do przepływów zostały uwzględnione koszty zarządzania jako 2% wartości portfela kosztów stałych i 3% wartości portfela kosztów zmiennych (program motywacyjny, koszty transakcyjne). W przepływach nie uwzględnione przychody MCI z tytułu nadzoru właścicielskiego portfela (monitoring fee).

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	suma 5 lat
wartośc portfela	60 147	69 169	79 545	91 476	105 198	120 977	120 977
wartość portfela na akcje	1,59	1,83	2,10	2,42	2,78	3,20	
zwrot z portfela	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
zmiana wartości portfela		9 022	10 375	11 932	13 721	15 780	60 830
Management costs	5% -	3 458 -	3 977 -	4 574 -	5 260 -	6 049	
Szacowany cash flow		5 564	6 398	7 358	8 462	9 731	37 512
Koszt kapitału		14,0%	12,7%	12,7%	11,4%	11,4%	
	1,000	0,877	0,778	0,690	0,620	0,556	
DCF		4 880	4 978	5 080	5 242	5 411	25 591
MCI (firma zarządzająca)	**25 591**						
MCI (firma zarządzająca) na akcje	0,68						

Z przedstawionego modelu wynika że wartość MCI jako firmy zarządzającej wynosi około 25,6 mln PLN (0,68 PLN na akcje).

Wartość firmy zarządzającej jest ściśle skorelowana z możliwością osiągania stop zwrotu ponad koszt kapitału.

zwrot z inwestycji	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%
wartość firmy zarządzającej	11 072	**24 882**	41 171	60 266
wartość firmy zarządzającej	0,293	0,658	1,089	1,594

Uważamy że dotychczasowa historia inwestycyjna MCI broni wartość 25 mln PLN jako wartość spółki zarządzającej. Należy zaznaczyć iż zakładana stopa zwrotu przy rozpoznaniu projektów inwestycyjnych i przy realizacji wynosi powyżej 25%. W dużym stopniu realizacja powyżej 15% IRR zależy od trafności inwestycyjnej zespołu inwestycyjnego MCI i właściwego nadzoru właścicielskiego.
Statystyka innych funduszy które osiągnęły sukces wskazuje, że kluczowym elementem realizacji ponadprzeciętnej stopy zwrotu jest posiadanie w portfelu gwiazd. Obecną gwiazdą MCI jest Travelplanet.pl, mocnymi kandydatami na kolejne gwiazdy – Bankier.pl i One-2-One. Gwiazdami w kolejnych 5 latach mogą zostać Iplay.pl, Hoopla.pl, DomZdrowia.pl.

Wycena firmy zarządzającej do wyceny MCI – 25 591 tys. PLN (0,68 PLN na akcje)

6.3. PODSUMOWANIE WYCENY MCI:

Tabela: Podsumowanie wyceny MCI.

	SPÓŁKA PORTFELOWA			UDZIAŁY W SPÓŁCE		
	Wycena bieżąca (2005)	Wycena - exit po koszcie kapitału (2005)	Posiad % kapitału	Wycena bieżąca (2005)	Wycena - exit po koszcie kapitału (2005)	Potencjał wzrostu wartości 2005
CCS S.A.	10 921	13 440	79,44%	8 676	10 677	23,07%
Bankier.pl S.A.	23 585	40 983	38,36%	9 048	15 721	73,76%
Travelplanet.pl S.A.	39 800	78 387	54,09%	21 529	42 402	96,95%
S4E S.A.	6 346	7 684	88,94%	5 645	6 835	21,08%
Biprogeo S.A.	354	354	70,60%	250	250	0,00%
One-2-One sp. z o.o.	16 422	27 467	50,85%	8 351	13 968	67,26%
GeoTec Sp zoo	1 694	2 431	77,00%	1 304	1 872	43,53%
iPlay sp. z o.o.	880	4 243	82,70%	727	3 509	382,43%
PWM S.A.	500	500	80,00%	400	400	0,00%
Technopolis Sp zoo	50	50	96,00%	48	48	0,00%
HotPunkt Sp zoo	62	62	100,00%	62	62	0,00%
Clix Software Sp zoo	1 098	3 169	40,00%	439	1 268	188,67%
Comtica Sp zoo	2 223	4 768	20,00%	445	954	114,55%
Hoopla Sp zoo	3 409	19 697	73,33%	2 499	14 444	477,87%
DomZdrowia.pl Sp zoo	3 813	17 905	25,56%	975	4 577	369,60%
IT	22 686	31 897		16 806	21 902	30,32%
Internet	71 986	161 715		35 178	81 054	130,41%
Mobile	16 483	27 529		8 413	14 030	66,77%
Razem	**111 155**	**221 141**		**60 397**	**116 986**	**93,7%**
Razem portfel na akcje				**1,60**	**3,09**	
Gotówka oraz należności krótkoterminowe*			(3Q2005)	17 410	17 410	
Zobowiązania i rezerwy krótkoterminowe			(3Q2005)	768	768	
Gotówka netto				**16 642**	**16 642**	
Gotówka netto na akcje				**0,44**	**0,44**	
Wartość firmy zarządzającej				**25 697**	**25 697**	
Wartość firmy zarządzającej na akcje				**0,68**	**0,68**	
RAZEM WARTOŚĆ MCI				**102 736**	**159 325**	
RAZEM WARTOŚĆ MCI NA AKCJE				**2,72**	**4,21**	
ilość akcji				37 800	37 800	

Wycena udziałów MCI Travelplanet.pl S.A. na koniec 2005 po wycenie z WGPW z października 2005.
Gotówka netto w oparciu o jednostkowe sprawozdanie MCI za III kwartał 2005
Źródło: obliczenia własne

Wycena udziałów w spółkach portfelowych, gotówki netto oraz wartości firmy zarządzającej na koniec 2005 wynosi ponad 102 mln PLN - 2,72 PLN na akcje. Wg wyceny na koniec 2005 roku 60 % wartości jest reprezentowane przez portfel, 16% wartości – gotówka netto, 25 % - wartość firmy zarządzającej. Jeśli chodzi o obecną strukturę wartości MCI to około 3/4 wartości obecnego portfela MCI jest reprezentowane przez CCS, Bankier.pl, One-2-One oraz Travelplanet.pl.
Potencjał wzrostu wartości MCI w oparciu o istniejący portfel oceniamy do około 158 mln PLN (4,21 PLN na akcje) – założenie realizacji wyjść z portfela po założonych wycenach i parametrach operacyjnych spółek portfelowych. Wycena prognozowana nie uwzględnia potencjału wzrostu wartości poprzez nowe inwestycje MCI

Wycena dyrektorska MCI wskazuje przedział wartości Funduszu 85-135 mln PLN (2,25-3,57 PLN na akcje). Naszym zdaniem wycena dyrektorska właściwie odzwierciedla przedział wartości fundamentalnej MCI.

Uwzględniając powyższe dane MCI uznajemy, iż prognozowana wycena walorów MCI na koniec 2005 roku znajduje się na poziomie **2,72 PLN** na akcje.

7. ANALIZA SWOT

Szanse
- Nowy fundusz - TECHVENTURES 2.0,
- Wyjścia z inwestycji (sprzedaż do inwestora strategicznego oraz IPO)
- Inwestycje internet/mobile,
- Ekspansja regionalna.

Zagrożenia
- Ryzyko rozwoju portfela,
- Ryzyko nowych inwestycji,
- Ryzyko pogorszenia się koniunktury gospodarczej i inwestycyjnej,
- Ryzyko płynności portfela inwestycyjnego.

Mocne strony
- Wizerunek lidera na rynku,
- Dobra struktura portfela,
- Efektywność inwestycyjna,
- Efektywność organizacyjna,
- Pipeline nowych inwestycji**,**
- Nadzór właścicielski.
- Sukces IPO Travelplanet.pl

Słabe strony
- Mała kapitalizacja na giełdzie,
- Relatywnie małe projekty inwestycyjne,
- Jednoosobowy Zarząd,
- Egzekucja nowych inwestycji.

8. PODSUMOWANIE

MCI Management S.A jest funduszem typu Venture Capital notowanym na WGPW od grudnia 2000 roku. Fundusz specjalizuje się w inwestycjach na wczesnych etapach rozwoju w przedsięwzięcia w sektorach IT/Internet/Mobile.

MCI jest jednym z nielicznych Funduszy VC który przetrwał dekoniunkturę po okresie boom'u internetowego, po kilku nieudanych inwestycjach odrobił straty poprzez wyjścia z innych projektów oraz wrócił na ścieżkę wzrostu. Fundusz jako podmiot inwestycyjny przekroczył Break Even Point na krzywej zysków i strat z działalności inwestycyjnej. MCI jest jednym z najbardziej aktywnych Funduszy w Polsce i liderem pod względem przeprowadzonych nowych inwestycji w Polsce oraz w regionie CEE. Na rynku polskim MCI konkuruje o dostęp do nowych projektów inwestycyjnych z BMP AG, BB Capital, Intel Capital, 3TS. Konkurencja z tymi podmiotami często przekłada się na współprace przy kolejnych rundach finansowania projektów.

Rynki na których działa MCI Management oraz jej spółki portfelowe odznaczają się wysoką dynamiką wzrostu. Dobre perspektywy rozwoju branży internetowej i mobilnej stwarzają możliwości do realizacji atrakcyjnych inwestycji. MCI w strategii inwestycyjnej koncentruje się przede wszystkim na sektorach internetowym i mobilnym. Doświadczenia w realizacji wczesnych etapów rozwoju są wykorzystywane przez Fundusz przy ekspansji działalności inwestycyjnej na rynki Czech i Słowacji.

Po zamknięciu kilku nierentownych inwestycji MCI w latach 2001-2003, Fundusz odrobił straty oraz obecnie posiada atrakcyjny portfel o wartości 65 mln PLN. Portfel jest zdywersyfikowany sektorowo i po stadium rozwoju spółek. Największymi spółkami w portfelu MCI są Travelplanet.pl oraz CCS. MCI planuje przeprowadzić około 10 nowych inwestycji w latach 2005-2006.

O sukcesie MCI, podobnie jak w przypadku innych funduszy, przesądzą „gwiazdy" portfela. Praktycznie każdy fundusz VC ma nietrafione inwestycje (zazwyczaj około 30% portfela), jednak nie każdy VC posiada w portfelu „gwiazdę" która jest w stanie pokryć nieudane inwestycje. Właśnie posiadanie „gwiazdy" formatu Travelplanet.pl będzie głównym źródłem sukcesu MCI w najbliższym okresie. MCI już zarobiło na tej spółce dwukrotność zainwestowanego kapitału oraz ciągle posiada ponad 54% spółki notowanej od lipca na WGPW. Sukces IPO Travelplanet.pl (emisja 6,6 mln PLN, 80% redukcji w zapisach, debiut akcji 24% ponad cenę emisyjną, udział inwestorów finansowych w ofercie) potwierdza dobre fundamenty Spółki. Ważne jest również to że w portfelu MCI są kolejni kandydaci na „gwiazdy" – Bankier.pl oraz One-2-One, które prawdopodobnie też będą zmierzać na WGPW w okresie najbliższych 2 lat.

Najważniejszym czynnikiem weryfikującym efektywność Funduszu jest wyjście z inwestycji. Średni okres życia spółki w portfelu to około 4-6 lat. Średnie okres obecnego portfela MCI to około 3,8 lata – oznacza to że Fundusz wkroczył w fazę wychodzenia z inwestycji. W ostatnim okresie MCI przeprowadził 3 atrakcyjnych wyjścia z inwestycji: preIPO Travelplanet.pl S.A., Process4E S.A., CK Adax Sp zoo. Wyjście te łącznie dały MCI zysk na inwestycjach w wysokości ponad 8,5 mln PLN.

Źródłem poprawy jakości MCI po okresie dekoniunktury była koncentracja nad nadzorem właścicielskim portfela inwestycyjnego.

Fundusz w ostatnich trzech latach poprawił wyniki finansowe zarówno jednostkowe firmy zarządzającej jak i spółek portfelowych. Na uwagę zasługuje znaczny wzrost przychodów Grupy MCI oraz niski stopień zadłużenia aktywów. Mimo wzrostu kosztów zarządzania w 2004 roku MCI zwiększa zyski netto. Zyski z wyjść z inwestycji po okresie budowy portfela noszą charakter powtarzalny. Słabą stroną jest zanotowanie przez Grupę MCI straty operacyjnej w 2004 roku. Po wyjściu z Process4E w marcu 2005 MCI znacznie zbliżyła się do

realizacji prognozy wyniku jednostkowego netto na cały 2005 rok, poprawa rentowności operacyjnej na poziomie Grupy Kapitałowej jest priorytetem działań MCI w 2005 roku.

Potwierdzeniem istotnej poprawy wyników MCI było zwiększenie zaangażowania inwestorów finansowych w akcjonariacie Funduszu. Naszym zdaniem dalsze zmniejszenie udziału inwestorów indywidualnych w free float na korzyść inwestorów instytucjonalnych przyczyni się do wzrostu cen akcji do wyceny fundamentalnej.

Wycena udziałów w spółkach portfelowych, gotówki netto oraz wartości firmy zarządzającej na koniec 2005 wynosi ponad 102 mln PLN - 2,72 PLN na akcje. Wg wyceny na koniec 2005 roku 60 % wartości jest reprezentowane przez portfel, 16% wartości – gotówka netto, 25 % - wartość firmy zarządzającej. Jeśli chodzi o obecną strukturę wartości MCI to około 3/4 wartości obecnego portfela MCI jest reprezentowane przez CCS, Bankier.pl, One-2-One oraz Travelplanet.pl.
Potencjał wzrostu wartości MCI w oparciu o istniejący portfel oceniamy do około 158 mln PLN (4,21 PLN na akcje) – założenie realizacji wyjść z portfela po założonych wycenach i parametrach operacyjnych spółek portfelowych. Wycena prognozowana nie uwzględnia potencjału wzrostu wartości poprzez nowe inwestycje MCI

Wycena dyrektorska MCI wskazuje przedział wartości Funduszu 85-135 mln PLN (2,25-3,57 PLN na akcje). Naszym zdaniem wycena dyrektorska właściwie odzwierciedla przedział wartości fundamentalnej MCI.

Kluczowymi wydarzeniami mogącymi mieć istotny wpływ na wycenę MCI w okresie najbliższych 12 miesięcy są:

- bieżąca wyceną Travelplanet.pl na giełdzie będzie miała wpływ na notowania MCI
- planowane IPO Bankier.pl i One-2-One w 2006 roku
- nowe inwestycje i wyjścia.
- rozwój i wyniki spółek portfelowych (zwłaszcza Travelplanet.pl, CCS, S4E, Bankier.pl oraz One-2-One)
- Ekspansja zagraniczna MCI (Czechy, Rumunia)

Terminy specjalistyczne

Inkubatory inwestycyjne – podmioty dostarczające kapitału i wspierające przedsięwzięcia w bardzo wczesnej fazie rozwoju, nawet na etapie idei. Działalność ta wiąże się z bardzo dużym poziomem akceptacji ryzyka inwestycyjnego i wymaga wysokich kompetencji sektorowych umożliwiających wsparcie przedsięwzięcia przy przejściu z etapu idei do jego realizacji.

Venture capital – to forma finansowania projektów inwestycyjnych, znajdujących się w fazie start-up lub wczesnego rozwoju, w sektorach o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym. Fundusze venture capital działają w dwóch formach: bądź są to zamknięte niepubliczne fundusze, zawiązane na z góry oznaczony czas, działające w celu zmaksymalizowania powierzonych im przez inwestorów środków, bądź funkcjonują jako spółki publiczne, inwestując środki pozyskane z emisji akcji na giełdzie. Podstawowymi działaniami funduszy venture capital jest dostarczenie kapitału, know-how, kompetencji i relacji w celu stworzenia i wspierania tworzenia, rozwoju i restrukturyzacji przedsięwzięć gospodarczych.

Private equity – forma finansowania działalności gospodarczej ze źródeł niepublicznych, różniąca się od venture capital głównie fazą inwestycji, a co za tym idzie poziomem podejmowanego ryzyka. Fundusze private equity inwestują w spółki w fazie rozwoju i ekspansji, najczęściej gdy spółka posiada już pewną ugruntowaną pozycję rynkową i sprawdzony model biznesowy. Podejmowane ryzyko jest niższe niż w przypadku venture capital, ale jednocześnie niższe są oczekiwane zwroty z inwestycji. Konsekwencją późniejszej fazy inwestowania są również wyższe średnie wartości inwestycji. Fundusze private equity są naturalnymi partnerami dla venture capital przy drugich rundach finansowania.

Corporate ventures - odnosi się do funduszy inwestowanych przez wielkie korporacje posiadające wolne środki finansowe, które są inwestowane w innowacyjne i często komplementarne działalności w stosunku do podstawowej działalności spółki finansującej.

MBO / MBI / LBO – forma finansowania przejęcia przedsiębiorstwa lub jego części przez grupę menedżerów, bądź z wewnątrz firmy (MBO), bądź z zewnątrz (MBI), ze wsparciem środkami zewnętrznymi. Często transakcje MBO / MBI wiążą się z potrzebą restrukturyzacji działalności, w związku z tym obarczone są dość dużym ryzykiem. Są to również najczęściej duże transakcje. W statystykach rynków inwestycyjnych w krajach rozwiniętych są grupą transakcji o największej łącznej wartości.

Mezzanine Finance – sposób finansowania projektów inwestycyjnych, stanowiący formę pośrednią między finansowaniem długiem i poprzez objęcie kapitału. Występuje najczęściej w formie pożyczki o gwarantowanej stopie zwrotu i mającej pierwszeństwo przez kapitałem w przypadku niepowodzenia przedsięwzięcia, a jednocześnie daje najczęściej prawa korporacyjne porównywalne do tych, jakie mają posiadacze kapitału spółki. Często mezzanine finance połączone jest z opcją konwersji na kapitał spółki, po spełnieniu określonych warunków.

Pre-IPO finance – to forma finansowania przedsiębiorstw planujących debiut na rynku publicznym. Celem takiego posunięcia jest ewentualna poprawa wyników finansowych lub uwiarygodnienie spółki poprzez wprowadzenie do akcjonariatu silnego inwestora finansowego. Siłą rzeczy, inwestycje pre-IPO dotyczą spółek w późniejszym stadium rozwoju. Inwestor obejmuje najczęściej pakiety mniejszościowe.

Strategie wyjścia z inwestycji przez fundusze venture capital:

Oferta publiczna (IPO) – strategia polegająca na wprowadzeniu posiadanej w portfelu spółki na rynek publiczny i sprzedaż jej akcji na giełdzie. W praktyce najczęściej droga ta jest wykorzystywana do uzyskania rynkowej wyceny inwestycji i ewentualnie częściowego wyjścia. W przypadku bowiem gdy fundusz VC jest większościowym akcjonariuszem, trudno sobie wyobrazić sprzedaż całego pakietu w transakcjach giełdowych. Wadą tego rozwiązania jest wysoki koszt realizacji. W obecnej sytuacji na rynku kapitałowym, ścieżka wyjścia z inwestycji poprzez IPO została praktycznie zamknięta, szczególnie dla spółek technologicznych.

Post-IPO – strategia polegająca w pierwszej kolejności na wprowadzeniu spółki na giełdę, co wiąże się z rynkową weryfikacją jej wyceny, a następnie sprzedaż posiadanego pakietu akcji do inwestora strategicznego.

Sprzedaż do inwestora strategicznego (strategic trade sale) – forma wyjścia polegająca na sprzedaży, na rynku niepublicznym, akcji posiadanej spółki do inwestora strategicznego. Ponieważ w przypadku niepublicznej sprzedaży do inwestora strategicznego brak jest realnej wyceny rynkowej, fundusz może uzyskać wyższą cenę za swój pakiet, zwłaszcza jeżeli profil spółki korzystnie uzupełnia działalność inwestora, który jest skłonny zapłacić premię. W obecnej sytuacji rynkowej trade sale jest praktycznie jedyną możliwą opcją wyjścia z inwestycji dla funduszy.

Opracował i skompilował:

Probatus Financial Advisers Sp. z o.o.
Piękna 68, 00-672 Warszawa
Tel. (22) 625 39 86
e-mail:office@probatus.pl
osoba kontaktowa: Marcin Michnicki – Prezes Zarządu