

DnB NORD Biuro Maklerskie	Data sporządzenia 28.07.2010 r.
mci MANAGEMENT S.A.	KUPUJ 9,77 PLN
 © Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska S.A.	Dane podstawowe: Cena bieżąca (23 lipca): 6,91 PLN Kapitalizacja (w mln PLN): 359,114 mln PLN Liczba akcji: 51.970.239 Free Float: 58,43% Średnia cena 6 mc-y: 6,40 PLN Udział w indeksie WIG: 0,12% Udział w mWIG40: 0,62% Udział w WIG-PL: 0,13%

Zachowanie się kursu akcji MCI na tle indeksu WIG

Kurs aktualny	7 dni	1 m-c	3 mc-e	6 mc-e	1 rok	2 lata	5 lat	7 lat	od początku notowań
Historyczny kurs i procentowa zmiana notowań MCI oraz indeksu WIG									
6,91 PLN	6,56 PLN	6,55 PLN	6,63 PLN	5,78 PLN	4,65 PLN	6,85 PLN	2,38 PLN	0,65 PLN	8,85 PLN
zmiana	5,34%	5,50%	4,22%	19,55%	56,48%	0,88%	190,34%	963,08%	-28,08%
WIG (zmiana)	3,00%	4,82%	-1,21%	4,51%	26,13%	3,91%	45,01%	144,20%	139,72%

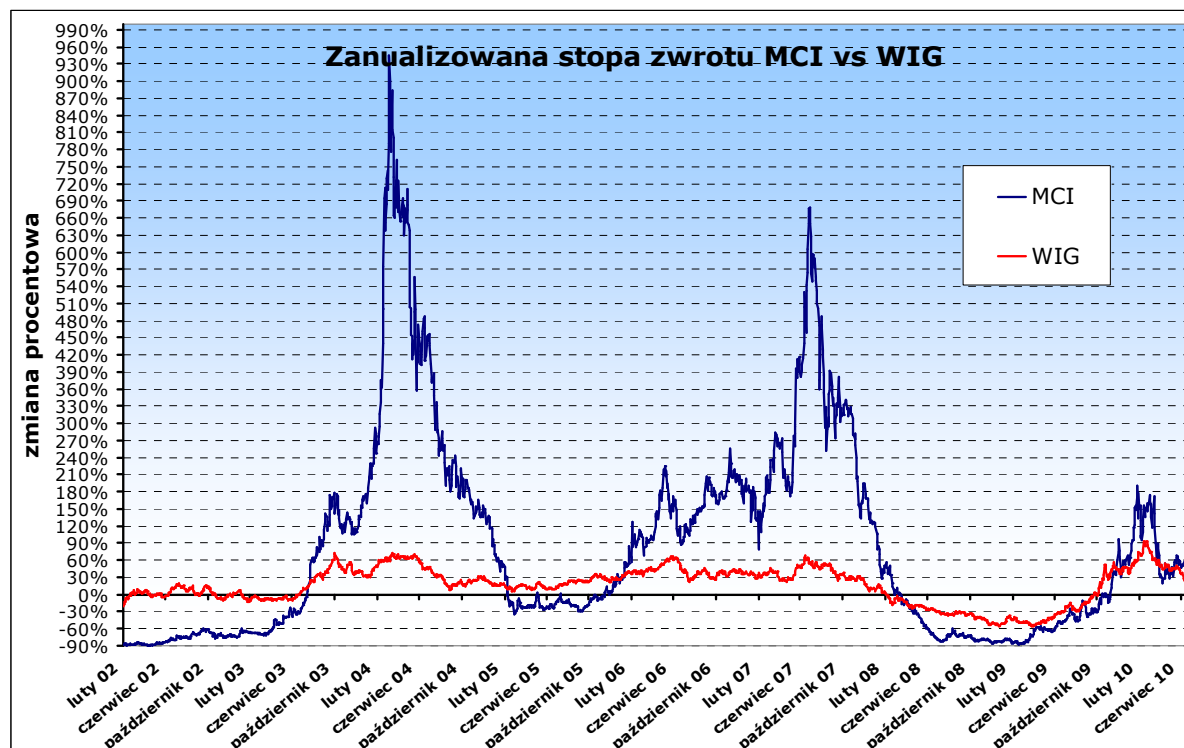
Tabela 1. Notowania MCI Management S.A. na tle rynku (wartość niezannualizowana)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z portalu bankier.pl. Stan na 23-07-2010

MCI Management S.A. jest spółką, której notowania są bardzo silnie związane z koniunkturą giełdową. Wynika to z wysokiego (agresywnego) współczynnika beta.

Informacja o powiązaniach Biura Maklerskiego DnB NORD Polska S.A. znajduje się na końcu raportu

W okresie prosperity zannualizowana stopa zwrotu z akcji MCI znacząco przekracza stopę zwrotu z szerokiego indeksu WIG. Z kolei w fazie złej koniunktury giełdowej kurs MCI istotnie traci na wartości.



Wykres 2. Zannualizowana stopa zwrotu MCI na tle indeksu WIG
Źródło: Opracowanie własne. Stan na 23-07-2010

W okresie rozpoczęcia hossy w 2003 roku, jak i w szczycie kolejnej fali wzrostowej obserwowanej w drugiej połowie 2007 roku, procentowe zmiany kursu MCI liczone rok do roku wynosiły po kilkaset procent. W okresie końcowej bessy w wyniku spadku wycen papierów wartościowych, notowania walorów MCI, w ujęciu zannualizowanym, traciły nawet ponad -80% (licząc np. 2,16 zł kurs z dnia 4 lutego 2009 r. w stosunku do kursu z dnia 4 lutego 2008 r. wynoszącego 14,23 zł). Historyczne minimum Spółki na poziomie 0,31 złotego ustanowione zostało w dniu 17 marca 2003 roku. Historyczne maksimum odnotowano 6 lipca 2007 roku na poziomie 37,64 złotego.

Rynek Private Equity Venture Capital

Analizując i oceniając MCI Management S.A. (MCI, MCI S.A., Spółka, Grupa, Grupa Kapitałowa, Emitent) lidera na polskim rynku w segmencie Venture Capital (VC) i Private Equity (PE) należy pokrótce opisać specyfikę i charakter segmentu, w którym działa. Tok rozważań powinno rozpocząć wyjaśnienie tematyki dotyczącej VC / PE.

Venture Capital to kapitały własne wnoszone na ograniczony czas przez inwestorów zewnętrznych do niewielkich, nowopowstających, działających w sektorach wysoko zaawansowanych technologii przedsiębiorstw. Podmioty te dysponują na ogół innowacyjnym produktem, metodą produkcji lub usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane i dostrzeżone jako perspektywiczne przez rynek. Fundusze typu Venture Capital działają w dwóch formach, są to zamknięte

niepubliczne fundusze, związane na z góry oznaczony czas, działające w celu zmaksymalizowania powierzonych im przez inwestorów środków, bądź funkcjonują jako spółki publiczne bądź niepubliczne, inwestując środki pozyskane z emisji akcji/udziałów. Podstawowymi działaniami funduszy Venture Capital jest dostarczenie: kapitału, know-how, kompetencji i relacji w celu stworzenia, wspierania rozwoju i restrukturyzacji przedsięwzięć gospodarczych. Z powyższego wynika również, że inwestycje Venture Capital obarczone są wysokim ryzykiem niepowodzenia inwestycji. Z drugiej strony w przypadku odniesienia sukcesu, inwestycje zapewniają znaczący przyrost zaangażowanych środków (wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż udziałów/akcji).

Natomiast Private Equity to pojęcie dużo szersze obejmujące także inwestycje średnio oraz długoterminowe na niepublicznym rynku kapitałowym. 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 stopy zwrotu 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.

Firmy działające na rynku VC / PE i pochodzące od nich fundusze uważane są za jedno z wielu dostępnych źródeł finansowania (w większości przypadków jest to jedyne źródło finansowania). Taki sposób finansowania nabiera na znaczeniu w przypadku firm, które zamierzają wprowadzić bardzo nowoczesne technologie, lecz nie mają szans na zdobycie finansowania projektów. W przypadku rynku europejskiego można wyróżnić dwa regiony. Jeden obejmuje kraje zachodnioeuropejskie – rynki wysoko rozwinięte, drugi to kraje Europy Środkowo – Wschodniej w ramach których działa MCI.

Venture Capital napływający do przedsiębiorstw może wspierać je na różnym etapie prowadzonej działalności. Wpływa to na podział funduszy Venture Capital pod względem faz inwestowania.

Faza wstępna (Seed Venture Capital) spółki na etapie zasiewu. Ten etap charakterystyczny jest dla spółek, w których przygotowuje się pierwsze prototypy produktów. Często wprowadzenie produktu na rynek poprzedzają różnego rodzaju badania. Ze względu na duże ryzyko i trudną do oceny na tym etapie szansę, fundusze Venture Capital są znikomo zainteresowane tym segmentem rynku.

Faza startu (Start Up Venture Capital), faza w której funkcjonuje przedsiębiorstwo będące na etapie wprowadzenia nowego produktu. Pomimo funkcjonującego podmiotu gospodarczego trudno określić strukturę organizacyjną, która jest rozwijana i dopracowywana. Przedsiębiorstwo będące na tym etapie rozwoju charakteryzuje się tym, że ponosi głównie wydatki, którym nie towarzyszą żadne przychody, gdyż nie została jeszcze rozpoczęta produkcja seryjna. Głównym problemem, z jakim borykają się firmy na rynku to uzyskanie kredytu bankowego, co jest związane z niemożliwością przedstawienia wymaganych zabezpieczeń. Podobnie jak poprzedni etap, również i ten jest w mniejszym kręgu zainteresowań funduszy.

Faza wczesnego rozwoju. Etap charakterystyczny dla przedsiębiorstw w pełni ukształtowanych, gdzie zakończony został etap rozwoju produktu. Firmy osiągają znikomą sprzedaż, która jednak nie ma jeszcze cech masowej sprzedaży. Przedsiębiorstwa generują w dalszym ciągu straty jednak potrzebują

funduszy na dalszy rozwój swojej działalności. Ze względu na duże ryzyko niepowodzenia, banki niechętnie udzielają kredytów na tak wczesnym etapie rozwoju przedsiębiorstwa.

Faza ekspansji. Głównym celem przedsiębiorstwa będącego na tym etapie rozwoju jest sfinansowanie wzrostu i rozwoju firmy po zakończonym sukcesem wejściu na rynek. Na tym etapie przedsiębiorstwo dysponuje kredytem bankowym, jednak w wielu przypadkach jest on niewystarczający do rozszerzenia zakresu prowadzonej działalności oraz wkroczenia na nowe rynki. Wraz z mniejszym ryzykiem prowadzenia działalności gospodarczej obserwowana jest większa skłonność funduszy V/C i P/E do finansowania dalszej działalności. Jednym z wyznaczników określających tą fazę rozwoju przedsiębiorstwa są procesy zmierzające do przekształcenia firmy w spółkę akcyjną w celu wprowadzenia na giełdę lub sprzedaży inwestorowi strategicznemu.

Faza finansowania wzrostu – wyjście z inwestycji. Jest to etap kończący inwestycje typu V/C i P/E charakteryzująca się sprzedażą akcji, udziałów na rynku. Fundusze odzyskują pomnożony kapitał, a przedsiębiorstwo trafia w ręce innych inwestorów.

Kryzys na rynkach finansowych zdecydował o tym, że uczestnicy rynku Private/Equity oraz Venture/Capital uważają, że wycena zarówno spółek publicznych, jak i niepublicznych osiągnęła lub też osiągnie atrakcyjny poziom do inwestowania. Łącząc powyższe informacje z kwotą, którą fundusze chciałyby zainwestować w regionie Europy Środkowo – Wschodniej (kilka miliardów złotych) potencjał rozwoju tego rynku jest bardzo wysoki. Z ostatniego dostępnego raportu European Private Equity & Venture Capital Association wynika, że inwestycje PE/VC w Polsce wyniosły w 2009 roku 485 mln euro. Dla porównania wartość inwestycji w 2008 roku kształtowała się na poziomie 725 mln euro, a w 2007 r. 684 mln euro – przeszło dwa razy więcej niż rok wcześniej. Inwestycje funduszy Private Equity ujęte jako procent Produktu Krajowego Brutto Polski kształtowały się na poziomie znacznie niższym niż średnia notowana zarówno w krajach Europy jak obszarze Europy Środkowo - Wschodniej. Dla porównania w krajach takich jak Szwecja, Bułgaria, Wielka Brytania udział ten kształtuje się na wyższym poziomie. Kryzys na rynkach finansowych przyczynił się do tego, że efektywność zarządzania funduszami na koniec 2009 roku zmalała w porównaniu z 2008 rokiem. Według analizy przedstawionej przez agencje Thomson Reuters i EVCA dla krajów Europy wynika, że w krótkim horyzoncie czasowym dla funduszy Private Equity i Venture Capital obserwowana jest umiarkowana poprawa sytuacji. Natomiast w długim okresie czasu, pomimo spadku, fundusze nieustannie charakteryzują się solidnymi stopami zwrotu. W jednorocznym horyzoncie czasowym wyniki nieznacznie się poprawiły. Dla inwestycji będących na etapie wykupu i refinansowania jednoroczna stopa zwrotu sięgnęła 3,5 proc., dla całego rynku Private Equity stopa zwrotu wyniosła 3,1 proc., natomiast przypadku funduszy Venture Capital obserwowany był spadek stopy zwrotu o 1,3 procent.

Z przeprowadzonej analizy wynika, również że dla całego rynku V/C i P/E pięcioroczna wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) na koniec 2009 roku wyniosła 6,1 proc. wobec 8,5 proc. rok wcześniej. Większy spadek IRR obserwowany był na etapie wykupu i refinansowania gdzie wewnętrzna stopa zwrotu zmalała z 11,1 proc. do 7,9 proc., a w przypadku funduszy Venture Capital nastąpił spadek z 1,6 proc. do 0,7 proc.

W długim horyzoncie czasowym wyniki uzyskane przez fundusze P/E i V/C pozostają w dalszym ciągu atrakcyjne ze względu na osiągniętą stopę zwrotu. Na koniec 2009 roku stopa zwrotu IRR dla funduszy Private Equity od momentu powstania wyniosła 8,8 proc., w przypadku wykupu i refinansowania kształtowała się na poziomie 11,8 proc., a dla funduszy Venture Capital kształtowała się na 1,6 proc. Dla porównania na koniec 2008 roku w podobnym badaniu stopy zwrotu kształtowały się na poziomach równych odpowiednio: 9,5 proc., 12,7 proc. oraz 1,9 proc.

Podobna statystyka przeprowadzona dla spółki MCI wygląda bardzo pozytywnie. Pomimo spowolnienia gospodarczego oraz zawirowań na światowych rynkach finansowych MCI podtrzymuje wysoką stopę zwrotu ze swoich inwestycji, co wyróżnia i plasuje w czołówce funduszy VC / PE w regionie. Na koniec 31.03.2010 roku IRR kształtowała się na poziomie 21,32 proc.

Na rynku wśród funduszy Private Equity oraz Venture Capital zarówno w całej Europie jak i regionie środkowo – wschodnim przeważają tzw. inwestycje w przedsięwzięcia w późnych fazach rozwoju. Dla Polski udział tego typu inwestycji osiągnął 80,0 proc. wszystkich realizowanych na rynku inwestycji. Inwestycje polegające na restrukturyzacji działania podmiotów nie przekraczają 0,5 proc., a inwestycje w przedsiębiorstwa będące na etapie ekspansji rynkowej kształtują się na poziomie około 19,0 proc. Analizując polski rynek z tendencjami występującymi w Europie można zauważyć, że największa różnica w wielkościach poszczególnych udziałów inwestycji między rynkiem polskim a europejskim widoczna jest w przypadku wsparcia przedsiębiorstwa na etapie wczesnego rozwoju. Wartościowo niewielka część kapitału została przeznaczona na inwestycje obejmujące finansowaniem spółki na wczesnym etapie rozwoju. Procentowo inwestycje w start – up i przedsiębiorstwa będące na etapie zasiewu łącznie nie przekroczyły 0,7 proc. wszystkich wydanych przez fundusze środków. Dla porównania, udział tego typu inwestycji w Europie wynosi około 3,5 proc. Powyższe informacje świadczą, że w Polsce zainteresowanie funduszy w firmy o krótkiej lub znikomej historii prowadzonej działalności jest mniejsze.

Niemniej w regionie Europy Środkowej i Wschodniej Polska jest liderem pod względem wartości zrealizowanych inwestycji funduszy. W ostatnim roku na skutek kryzysu na światowych rynkach finansowych wartość inwestycji skurczyła się o 33,00 proc. do 485 mln euro. Pomimo spadku względem rekordowych lat 2007 i 2008 łączna wartość inwestycji zdecydowanie przewyższa wyniki uzyskane w 2005 i 2006 roku.

Warto również podkreślić, że udział inwestycji na rynku krajowym przewyższa te, które dokonywane są w pozostałych państwach Europy Środkowo – Wschodniej. Łączna wartość inwestycji na polskim rynku PE/VC stanowi 11,0 proc. łącznej kwoty środków zainwestowanych w regionie. Krajowy rynek funduszy typu PE / VC charakteryzuje się przewagą inwestycji w firmy znajdujące się na wysokim etapie rozwoju lub dynamicznie zwiększające skalę prowadzonej działalności. Udział tej grupy inwestycji na koniec 2009 roku stanowił 23,0 procent rok wcześniej kształtował się na poziomie 11,6 proc. Wzrosty w tym segmencie odbył się kosztem inwestycji na etapie Buy-out, których udział w 2009 roku spadł do 76,4 proc. z 80,4 proc. rok wcześniej. W ostatnim roku w Polsce obserwowany był zdecydowany spadek udziału inwestycji typu Venture Capital, których udział w 2009 roku spadł do 0,6 proc. z 8,0 proc. Powyższy podział inwestycji na poszczególne segmenty jest zbieżny z tendencją obserwowaną w Europie Środkowo – Wschodniej.

Zawirowania na światowych rynkach oraz znaczne ograniczenie wzrostu gospodarczego największych światowych gospodarek odbiły się na kondycji rynków Europy Środkowo - Wschodniej. Obserwowana niepewność występująca na rynkach finansowych, ograniczenia w pozyskiwaniu finansowania nowych inwestycji zadecydowały o tym, że fundusze miały ograniczony dostęp do kredytu, z którego dotychczas chętnie dofinansowywały swoje inwestycje. W tym miejscu należy podkreślić, że finansowanie projektów inwestycyjnych długiem dochodziło do 80 proc. wartości transakcji. Obecnie sytuacja zmieniła się, co w konsekwencji może wpłynąć na to, że fundusze, które stawiały dotychczas głównie na firmy w fazie ekspansji, teraz mogą częściej interesować się przedsiębiorstwami w gorszej sytuacji, zmuszonymi do restrukturyzacji, jednocześnie bardziej skłonny do zaakceptowania niższej ceny za kontrolny pakiet udziałów w przedsiębiorstwie. Poszukiwane będą przedsiębiorstwa średniej wielkości o dobrej pozycji rynkowej, w przypadku których możliwe będą do uzyskania efekty wynikające z zrestrukturyzowanych modeli biznesowych. Poza tym, obniżone wyceny przedmiotów transakcji stwarzają dogodną okazję do przejęć i wykupów. W dalszym ciągu kluczowymi w zarządzaniu funduszami PE/VC będzie miała wpływ odpowiednio dostosowana strategia i horyzont czasowy inwestycji.

Pojawiły się także rozbieżności między wycenami dokonywanymi przez strony transakcji, które w połączeniu z problemami związanymi z pozyskaniem inwestora strategicznego zainteresowanego całościowo przedsiębiorstwem mogą utrudniać utrzymanie obserwowanego w ostatnich latach dynamicznego wzrostu wartości rynku funduszy PE/VC. Obecna sytuacja rynkowa ma również pozytywne strony. Z historycznego punktu widzenia, okresy spowolnienia gospodarczego stwarzały aktywnym uczestnikom rynku, posiadającym wolne fundusze (środki), okazję do realizacji rentownych inwestycji przy kosztach niższych niż w przypadku innych faz rozwoju gospodarczego. Uważa się, że w najbliższym czasie obserwowany będzie wzrost portfeli inwestycyjnych, których szczególna uwaga będzie kierowana na wzrost wartości poprzez poprawę działalności operacyjnej jego składników.

W najbliższych latach kluczowe dla segmentu będzie miało ożywienie w gospodarce. Począwszy od 2010 roku gospodarka polska powinna przyspieszyć. Według szacunków OECD wzrost gospodarczy Polski przyspieszy z 1,8% w ub.r. do 3,1% w 2010 r. i do 3,9% w 2011 r., co będzie zasługą głównie inwestycji infrastrukturalnych, związanych ze środkami z Unii Europejskiej i turniejem Euro 2012.

W tym okresie MCI będzie kontynuował swoją działalność związaną z Private Equity i Venture Capital. Obszarem działań pozostanie sektor innowacyjnych technologii ze szczególnym nastawieniem na: **Cloud Computing, E-Storage, Software as Service, E-commerce, Mobile Media oraz TMT (Technology, Media, Telecommunications), technologie odnawialne, technologie medyczne.**

Cloud computing (ang. "przetwarzanie w chmurze, chmury obliczeniowe") - model przetwarzania oparty na użytkowaniu usług dostarczonych przez zewnętrzne organizacje. Termin "cloud computing" związany jest z pojęciem wirtualizacji. Model "cloud computing" historycznie wiąże się z przetwarzaniem w sieci grid, gdzie wiele systemów udostępnia usługi korzystając z podłączonych zasobów, z tą różnicą, że w "cloud computing" mamy do czynienia z podążaniem zasobów za potrzebami usługobiorcy.

Rozróżnia się chmury:

- prywatne, będące częścią organizacji,
- publiczne, będące zewnętrznym, ogólnie dostępnym dostawcą (np. Amazon, Google, Microsoft, itd.).

Cloud computing oznacza wirtualną chmurę usług dostępnych dla klienta, w której ukryte są wszelkie szczegóły, których świadomość jest zbędna w korzystaniu z usługi.

Cloud computing obejmuje trzy modele:

- IAAS - Infrastructure as a Service (z ang. "infrastruktura jako usługa") - w tym przypadku usługodawca zobowiązuje się do dostarczenia infrastruktury informatycznej,
- PAAS - Platform as a Service (z ang. "platforma jako usługa") - usługodawca udostępnia całe środowisko pracy,
- SaaS - Software as a service (z ang. "oprogramowanie jako usługa") - usługodawca udostępnia oprogramowanie, użytkowane aplikacje są jedynie wynajmowane.

E-Storage – technologia informatyczna polegająca na elektronicznym gromadzeniu, przechowywaniu, współdzieleniu i udostępnianiu danych. W obecnej sytuacji rozwoju tego segmentu sprzyja powstawanie serwisów społecznościowych, rozwój technologii związanej z rynkiem nośników elektronicznych. Kierunek tego rozwoju wybrał m.in. Apple, który po udanym wprowadzeniu na rynek i-Phone, przedstawił nowy produkt i-Pad. Przyczyni to się do wzrostu zainteresowania audiobooków (w portfolio MCI znajduje się spółka działająca w tym segmencie - NetPress).

Software as a Service, oprogramowanie jako usługa SaaS jest jednym z modeli cloud computing. Obrazuje model dystrybucji oprogramowania gdzie aplikacja jest przechowywana i udostępniana przez producenta użytkownikom poprzez Internet. Eliminuje to potrzebę instalacji i uruchamiania programu na komputerze klienta. Model SaaS przerzuca obowiązki zarządzania, aktualizacji, pomocy technicznej z konsumenta na dostawcę. W efekcie użytkownik oddaje kontrolę nad oprogramowaniem dostawcy. Model SaaS zakłada najczęściej cykliczne opłaty (abonament) za dostęp do programu, staje się to dla użytkownika stałym wydatkiem, a nie jednorazowym w momencie zakupu. Z punktu widzenia dostawcy SaaS zapewnia lepszą ochronę jego własności intelektualnej, producent może we własnym zakresie udostępniać swoją aplikację, lub przekazać to zadanie wyspecjalizowanej firmie.

E-Commerce (handel elektroniczny) to rozmaite procedury wykorzystujące środki i urządzenia elektroniczne (telefon stacjonarny i komórkowy, faks, internet, telewizję) w celu zawarcia transakcji finansowej. Najbardziej popularną metodą handlu elektronicznego jest handel internetowy, gdzie występują transakcje handlowe pomiędzy sprzedającymi a kupującymi. Najbardziej powszechną formą handlu elektronicznego są sklepy internetowe. W skład e-commerce wchodzi sprzedaż towarów i usług, przyjmowanie i potwierdzanie zamówień oraz obsługa płatności bezgotówkowych. Jedną z dziedzin elektronicznego handlu jest m-commerce, stosujący mobilne urządzenia komputerowe.

TMT – (Technology, Media, Telecommunications) – ogólnie rozumiany segment nowych technologii, mediów i telekomunikacji z nastawieniem na szczególne okazje.

Historia i działalność Spółki

Historia powstania MCI sięga 1999 roku. Jest to grupa Private Equity w Europie Centralnej, zarządzająca subfunduszami MCI.TechVentures 1.0 (MCI TechVentures, MCI.TV, TV), MCI.EuroVentures 1.0 (MCI EuroVentures, MCI.EV, EV) oraz funduszami MCI.BioVentures FIZ (MCI BioVentures, MCI.BioV, MCI.BV, BV) i Helix Ventures Partners FIZ (HelixVP, HVP, Helix), Internet Ventures FIZ (InternetVentures, InternetV) (fundusz w organizacji) oraz MCI Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO (Gandalf). MCI specjalizuje się w inwestycjach w innowacyjne spółki działające w sektorach: TMT, usług finansowych, usług medycznych i lifescience/biotechnologia. MCI Management SA jest notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od 1 lutego 2001 r.

Od 1999 r. MCI Management SA i zarządzane przezeń fundusze zrealizowały 37 projektów inwestycyjnych oraz dokonały 17 pełnych wyjść i przeprowadziły częściowe transakcje wyjścia z 6 inwestycji.

Na koniec 2009 roku w okresie ostatnich 10 lat średnia roczna stopa zwrotu netto (IRR) z całego portfela zarządzanego przez MCI wyniosła 19,56%. Po pierwszym kwartale na skutek wzrostu wartości dotychczasowych inwestycji (m.in. z powodu udanych częściowych i pełnych wyjść z One 2 One i S4E) średnioroczna stopa zwrotu netto (IRR) z całego portfela MCI od początku 1999 roku do 31.03.2010 roku wzrosła do 21,32%. Wartość ta jest liczona jako średnia stopa zwrotu netto z całego portfela MCI Management S.A. w okresie 01.01.1999 – 31.03.2010 (suma pełnych i częściowych wyjść oraz wyceny księgowej portfela na dzień 31.03.2010).

Wartość aktywów pod zarządzaniem MCI wynosiła 436,3 mln zł (wycena księgowa na 31.03.2010 na podstawie skonsolidowanego raportu MCI Management S.A.).

Podstawowym celem funduszy zarządzanych przez MCI jest dokonywanie inwestycji zgodnie z ustaloną dla każdego funduszu strategią inwestycyjną, w nowotworzone lub istniejące podmioty, działające w perspektywnych branżach w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Na politykę inwestycyjną składają się: zróżnicowane działania w zakresie nadzoru właścicielskiego, wsparcie strategiczne, wsparcie w zakresie finansowania działalności. Powyższe działania mają prowadzić do stałego zwiększania wartości inwestycji w długim okresie, a w efekcie końcowym skupiają się na wyjściu z inwestycji (sprzedaż całości lub części spółki portfelowej).

Struktura Grupy Kapitałowej MCI

Struktura grupy MCI Management S.A nie jest jednorodna, ponieważ można podzielić ją na dwa odrębne segmenty generujące korzyści finansowe.

Pierwszy z nich to firma zarządzająca, która pobiera opłaty i prowizje z tytułu zarządzania funduszami inwestycyjnymi.

Drugi segment to działalność typowo inwestycyjna, której podstawowym celem jest wzrost wartości posiadanych w portfelach aktywów (spółek certyfikatów funduszy).

Konsolidacji w ramach Grupy podlegają następujące podmioty:

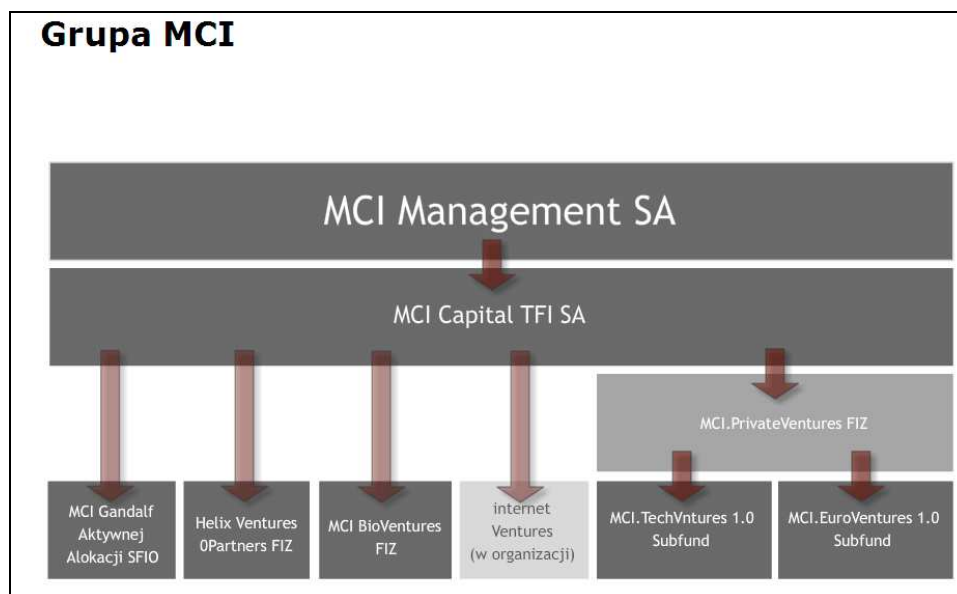
- MCI Capital TFI S.A.,
- MCI Fund Management Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
- MCI.PrivateVentures FIZ Spółka komandytowo-akcyjna (podmiot będący posiadaczem certyfikatów funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez MCI Capital TFI S.A.,
- Technopolis Sp. z o.o. w likwidacji (dokonała odkupu i sprzedaży aktywów JTT Computers S.A. w latach 2007-2008).

Segment pierwszy skupia się wokół MCI Capital TFI SA świadczącego usługi zarządzania na rzecz trzech funduszy inwestycyjnych i dwóch subfunduszy, należących lub współnależących do Grupy MCI, są nimi:

- MCI.PrivateVentures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z subfunduszami MCI.EuroVentures 1.0, MCI.TechVentures 1.0,
- MCI.BioVentures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty,
- Helix Ventures Partners Fundusz Inwestycyjny Zamknięty,
- Internet Ventures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (w organizacji)
- MCI Gandalf Aktywnej Alokacji Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty (zarządzany przez Roberta Nejmana, Dorotę Nejman oraz Dariusza Kowalskiego).

Segment drugi to działalność inwestycyjna Private Equity / Venture Capital poprzez wskazane wyżej fundusze inwestycyjne. W ramach segmentu nie występują klienci, których można uznać za wiodących. Istotna część składników Grupy MCI w ramach implementacji nowej struktury organizacyjnej została zbyta do MCI.PrivateVentures FIZ.

Struktura funduszy



Rys. 1. Struktura MCI Management S.A.

Źródło: Na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę

MCI Management posiada 100% w kapitale MCI Capital TFI S.A. Z kolei TFI zarządza Funduszami Inwestycyjnymi Zamkniętymi, gdzie właścicielami certyfikatów są klienci, w tym Grupa MCI Management S.A., która jest dominującym podmiotem w trzech funduszach. Warto zaznaczyć, że 50% Inwestorem w Helix Ventures Partners FIZ jest Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK) (pozostałe 30% posiada MCI oraz 20% certyfikatów posiada inwestor prywatny). Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku Internet Ventures FIZ (w organizacji). Docelowy udział poszczególnych inwestorów w tym ostatnim funduszu będzie wyglądał następująco: KFK 50%, MCI Management S.A. 25% i IIF S.A. 25%. Jednostki MCI Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO w 100% należą do inwestorów zewnętrznych.

100% akcjonariuszem KFK jest Bank Gospodarstwa Krajowego. Fundusz został powołany do życia 1 lipca 2005 r. na mocy Ustawy o Krajowym Funduszu Kapitałowym. KFK funkcjonuje, jako fundusz funduszy PE/VC, tzn. jako specjalistyczny wehikuł inwestycyjny, którego istotą działania jest inwestowanie w fundusze PE/VC. Może się to odbywać na drodze zasilenia kapitałów własnych funduszy lub poprzez udzielenie długoterminowego finansowania dłużnego. KFK nie inwestuje bezpośrednio w konkretne przedsiębiorstwa. Inwestycje w fundusze PE/VC są realizowane z uwzględnieniem preferencji dla inwestorów prywatnych. Środki przeznaczone na statutową działalność KFK pochodzą z budżetu państwa, funduszy strukturalnych Unii Europejskiej oraz z innych źródeł, np. od instytucji zagranicznych. Celem KFK jest zwiększenie absorpcji środków pochodzących z funduszy strukturalnych i efektywne ich spożytkowanie na rozwój polskiej przedsiębiorczości.

Oplaty i prowizje	Wartość aktywów na dzień 31.03.10 (PLN)	Poziom zaangażowania MCI	Management fee	Carry interest
MCI EuroVentures subfundusz	154.989.267	94,26%***	3%	25% powyżej 10%; HWM
MCI TechVentures subfundusz	125.916.351	97,4%	3,25%	40% powyżej 10%; HWM
MCI BioVentures FIZ	8.220.661	99,53%	3,25% *	40% powyżej 10%; HWM
Helix Ventures Partners FIZ	1.227.128 (całkowity commitment: 40 mln)	30%	opłata stała 1.800.000 PLN płatna z góry, w dwóch ratach półrocznych (przez pierwsze cztery lata; następnie 4% Wartość Aktywów Netto)**	20% powyżej 7,5% HMW
Internet Ventures FIZ	0 (całkowity commitment: 100 mln)	25%	3%	20% powyżej 6,33% p.a. / 30% po przekroczeniu 200 mln zł z uwzgl. hurdle rate 6,33% p.a.
MCI GANDALF SFIO	19.195.528	0%	stanowi oddzielne centrum przychodów i kosztów, które obecnie jest neutralne dla MCI; wg biznesplanu tak będzie przez kolejne dwa lata	Por. wyjaśnienia obok

Tabela 2. Oplaty i prowizje
Źródło: Materiały otrzymane od Spółki
* - Planowane pobieranie od lipca 2010.

*** - do tej pory pobrano ją dwa razy: w czerwcu 2009 r. (za II półrocze 2009) i w grudniu 2009 r. (za półrocze 2010 r.); z tego 38.800 PLN miesięcznie jest przekazywane na podstawie faktury do HelixVentures (Partner zarządzający Funduszem), reszta pozostaje w MCI.
*** - Pozostałe 5,74% posiada Technopolis, który podlega konsolidacji.*

Struktura aktywów

Dobór aktywów do portfeli Funduszy zróżnicowany jest ze względu na ryzyko i oczekiwaną stopę zwrotu. Sama MCI Management S.A. różnicuje inwestycje na trzy linie biznesu Private Equity/Venture Capital:

- Buyouts - MCI.EuroVentures 1.0 (subfundusz MCI.PrivateVentures FIZ) z oczekiwaną stopą zwrotu z portfela (IRR) równą 20%,
- Growth Capital - MCI.TechVentures 1.0 (subfunduszu PrivateVentures FIZ) z oczekiwaną stopą zwrotu z portfela (IRR) równą 20% - 25%,
- Early Stage - MCI.BioVentures 1.0 FIZ, Helix Ventures Partners FIZ, Internet Ventures FIZ; z oczekiwaną stopą zwrotu z portfela (IRR) równą 20% - 30%.

Struktura portfela MCI w długim horyzoncie czasowym będzie ulegała zmianom i modyfikacjom. Dotychczasowo największym zainteresowaniem cieszyły się spółki z sektora informatycznego i uważamy, że w dalszym ciągu będą one głównym zainteresowaniem funduszy.

Wycena aktywów netto (NAV) funduszy dokonywana jest przez MCI Capital TFI SA na koniec każdego kwartału. Aktywa funduszy wyceniane są według metodologii i zasad wskazanych w Polityce Rachunkowości funduszy, która bazuje na wytycznych w zakresie wycen EVCA (European Venture Capital Association) oraz powszechnie stosowanych metodach wycen aktywów publicznych i niepublicznych oraz opcji. Spółki publiczne będące w portfelach funduszy MCI wyceniane są po kursie rynkowym na dzień wyceny przy uwzględnieniu płynności wyceny ich akcji. Wyceny spółek nienotowanych na aktywnym rynku są dokonywane najczęściej metodą porównawczą oraz DCF.

Weryfikacja wyceny NAV funduszy jest dokonywana przez audytora – Ernst & Young Audit Sp. z o.o., który jednocześnie dokonuje półrocznego przeglądu oraz rocznego badania sprawozdań finansowych funduszy, które ostatecznie są publikowane na stronie www.mci.pl. Dodatkowo w procesie weryfikacji wyceny uczestniczy także depozytariusz każdego funduszu, który dokonuje niezależnej wyceny aktywów funduszy i potwierdza poprawność wyceny MCI Capital TFI SA oraz poświadcza zgodność stanu aktywów na dzień wyceny ze stanem faktycznym.

Po zakończonym procesie wyceny są one publikowane na www.mci.pl.

Podział funduszy

Obecna postać prowadzonej działalności związana jest z uzyskaniem w grudniu 2007 roku zezwolenia KNF w zakresie tworzenia i zarządzania funduszami inwestycyjnymi oraz wdrożeniem nowej struktury funkcjonowania MCI, jako podmiotu zarządzającego funduszami inwestycyjnymi aktywów niepublicznych. Rozpoczęcie procesu przenoszenia udziałów i akcji spółek portfelowych do utworzonych subfunduszy inwestycyjnych: MCI.TechVentures, MCI.EuroVentures w ramach MCI.PrivateVentures rozpoczęło się pod koniec

2007. Proces ten Spółka zakończyła w grudniu 2008 roku, a styczniu 2009 roku MCI Capital TFI uzyskał zezwolenie KNF na utworzenie zamkniętego funduszu Helix Venture Partners FIZ. W marcu 2009 roku przeniesiono aktywa z MCI.BioVentures Sp. z o.o. do MCI.BioVentures FIZ, a w maju 2009 roku swoją działalność rozpoczęły fundusze Helix Ventures Partners FIZ oraz MCI Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO. 30 czerwca 2010 r. została podpisana umowa inwestycyjna dotycząca nowego funduszu Internet Ventures FIZ.

1. MCI.TechVentures (w ramach MCI.PrivateVentures FIZ)

Subfundusz MCI.TechVentures 1.0 został utworzony z zamiarem kontynuowania dotychczasowej działalności inwestycyjnej MCI Management S.A., czyli inwestycji typu Venture Capital w sektorze nowoczesnych technologii w Polsce i na rynkach Europy Centralnej. Fundusz stawia na średniej wielkości inwestycje (1,5-5 mln EUR) w: usługi internetowe i telekomunikacyjne, usługi i technologie mobilne (B2C), media cyfrowe i e-commerce. Strategia MCI.TechVentures zakłada finansowanie wzrostu i ekspansji przedsiębiorstwa.

LP	SPÓŁKA	Liczba akcji/udziałów MCI.TechVentures 1.0	Liczba wszystkich akcji/udziałów	Posiadany % kapitału	Udział % w głosach
1	Travelplanet.pl S.A.	933 785	2 367 850	39,44%	39,44%
2	One-2-One S.A.	100 000	6 612 741	1,51%	1,51%
3	Digital Avenue SA	4 588 620	10 742 134	42,72%	42,72%
4	NaviExpert Sp. z o.o.	1 655	2 939	56,31%	56,31%
5	Telecom Media sp. z o.o.	568	724	78,45%	78,45%
6	NetPress Digital Sp. z o.o.	56 360	80 400	70,10%	70,10%
7	Domzdrowia.pl SA	2 656 700	4 547 332	58,42%	58,42%
8	Belysio Sp. z o.o.	652	1 667	39,11%	39,11%
9	INVIA.CZ a.s.	566 130	1 130 000	50,10%	50,10%
10	Biznes.net Sp. z o.o.	13 687	20 529	66,67%	66,67%
11	Intymna.pl Sp. z o.o.	960	1 960	48,98%	48,98%
12	Retail Info s.r.o.	47	300	47,00%	47,00%
13	Geewa s.r.o.	80	200	51,00%	51,00%
14	Złote Myśli Sp. z o.o.	12 566	23 000	54,63%	54,63%

Tabela 3. Portfel MCI.TechVentures 1.0
Źródło: MCI Capital TFI S.A.

W portfelu MCI.TechVentures 1.0 znajdują się spółki giełdowe takie jak:

- Travelplanet (GPW),
- ONE2ONE (GPW),
- Dom Zdrowia (New Connect),
- Digital Avenue (New Connect).

W sprawozdaniu rocznym fundusz posiadał na koniec 2009 roku wystawione opcje PUT na akcje S4E i Złote Myśli oraz zakupione opcje CALL na udziały Intymna.pl i Biznes.net. W zależności od spółki widełki czasowe są zróżnicowane i termin wykonania instrumentu pochodnego przypada od daty bieżącej do końca 2011 roku. Warto jednak podkreślić, że instrumenty te nie mają charakteru spekulacyjnego, lecz służą do zabezpieczania interesów MCI.

Fundusz planuje 3-5 nowych inwestycji w 2010 roku.

2. MCI.EuroVentures (w ramach MCI.PrivateVentures FIZ)

Subfundusz MCI.EuroVentures 1.0 jest subfunduszem typu buy-out inwestującym w spółki z Polski i Europy Centralnej, przede wszystkim z branż TMT i usług finansowych. Zakładany przedział inwestycji to 5-25 mln EUR. Środki funduszu są przeznaczane na inwestycje w średniej wielkości spółki będące w fazie rozwoju lub restrukturyzacji. Strategia inwestycyjna zakłada finansowanie wzrostu i ekspansji. Przeprowadzane inwestycje mają zazwyczaj charakter wykupów lub wykupów menadżerskich, wykupów lewarowanych, transakcji preIPO oraz public to private.

LP	SPÓŁKA	Liczba akcji/udziałów MCI.EuroVentures 1.0	Liczba wszystkich akcji/udziałów	Posiadany % kapitału	Udział % w głosach
1	ABC Data Holding S.A.*	81 062 600	121 472 000	66,73%	66,73%
2	Grupa Lew Sp. z o.o.	369	1 590	23,21%	23,21%

Tabela 4. Portfel MCI.EuroVenture 1.0

Źródło: MCI Capital TFI S.A.

*- łącznie z akcjami posiadanymi przez spółki z grupy MCI, które docelowo będą przeniesione do funduszu

Fundusz planuje przynajmniej jedną inwestycję w 2010 roku i od 3 do 5 inwestycji do końca 2010 roku.

3. MCI.BioVentures FIZ

MCI.BioVentures FIZ jest funduszem technologicznym działającym na zasadach Venture Capital. Istotą działalności funduszu jest dokonywanie inwestycji w najbardziej atrakcyjne spółki z branż: ochrona zdrowia, biotechnologia i medycyna w Polsce. Wzrost wartości portfela realizowany jest poprzez dostarczanie niezbędnych dla rozwoju projektu środków finansowych oraz wsparcie biznesowe i branżowe. Zaangażowanie kapitałowe MCI.BioVentures FIZ w nowe projekty inwestycyjne waha się na poziomie od 200 tys. do 1 mln EUR. Strategia inwestycyjna zakłada finansowanie wzrostu (ochrona zdrowia) i dostarczanie kapitału zaangażowanego (technologie medyczne i biotechnologia).

Wartość aktywów netto Funduszu na koniec okresu sprawozdawczego na 31 grudnia 2009 roku wyniosła 8.144 tys. złotych i była o -15,49 proc. mniejsza niż rok wcześniej 31 grudnia 2008 roku. Ujemna wartość i tendencja spadkowa wynikała z charakteru inwestycji przeprowadzonych na rynku Venture Capital. Na taką sytuację złożyła się początkowa faza istnienia funduszu, budowa portfela, przeprowadzone procesy due – diligence, koszty związane z pierwszymi rundami finansowania. Spadek aktywów związany jest z występowaniem tzw. zjawiska krzywej - J (J - curve). Pierwsze zyski z inwestycji pojawiają się dopiero po pewnym czasie, a wydatki związane z zarządzaniem funduszem występują od samego początku, wartość aktywów netto funduszu przez pierwsze kilka lat działalności jest niższa od wartości początkowej. Fundusze inwestujące w spółki na różnych etapach rozwoju osiągają punkt przełamania po różnym czasie (zależy to od rozwoju organizacyjnego, z reguły im późniejszy etap rozwoju spółki, tym mniejszy spadek wartości aktywów). Z badań przeprowadzonych wynika, że fundusze osiągały punkt przełamania przeciętnie w piątym roku działalności. W okresie od 1 stycznia 2009 roku do 31 marca 2009 roku Fundusz

nie prowadził aktywnej działalności inwestycyjnej. Ważnymi dla Funduszu okazała się przeprowadzona 25 marca emisja certyfikatów inwestycyjnych serii B i wniesienie udziałów MCI BioVentures Sp. z o.o. o wysokości 8.220 tys. złotych, co wiązało się ze zmianą Statutu Funduszu. Działalność inwestycyjna prowadzona w ramach Funduszu rozpoczęła się w drugim kwartale. Obszarem zainteresowania okazały się spółki związane biotechnologią i usługami medycznymi. Portfel funduszu opiera się na trzech spółkach: Genomed Sp. z o.o. z udziałem MCI na poziomie 40,03 proc., 24med Sp. z o.o. z udziałem MCI na poziomie 80,00 proc., 4Med Centra Medyczne Sp. z o.o. z udziałem MCI na poziomie 22,54 proc.

Ostatnia wycena Funduszu z 30 czerwca 2010 wskazywała na to, że wartość aktywów netto zgromadzonych w ramach funduszu wyniosła 7.589.695,24 tys. złotych. Liczba certyfikatów wynosiła 213.000. Wartość certyfikatu inwestycyjnego wynosiła w dniu wyceny 35,63 złote, poprzednia wartość jednego certyfikatu wynosiła 35,75 złote.

Fundusz planuje w 2010 roku przeprowadzić 2 inwestycje.

LP	SPÓŁKA	Liczba akcji/udziałów MCI.BioVentures	Liczba wszystkich akcji/udziałów	Posiadany % kapitału	Udział % w głosach
1	Genomed Sp. z o.o.	976	2 438	40,03%	40,03%
2	24med Sp. z o.o.	2 000	2 500	80,00%	80,00%
3	4Med Centra Medyczne Sp. z o.o.	582	2 582	22,54%	22,54%

Tabela 5. Struktura portfela MCI.BioVentures

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych dostarczonych przez Spółkę

4. Helix Ventures Partners FIZ

Strategia Funduszu zakłada inwestycje w projekty na wczesnych etapach rozwoju z obszaru Internetu, oprogramowania (usługi, wdrożenia, integracja) i technologii mobilnych (B2B). Zadeklarowana przez inwestorów suma przeznaczona na prowadzenie Funduszu opiewa na kwotę 40 mln zł. Założony okres trwania Funduszu określono na 10 lat. Przewidywana wielkość pojedynczej transakcji wyniesie do 1,5 mln EUR. Z punktu widzenia inwestora prywatnego formuła Funduszu Helix Ventures Partners FIZ jest optymalnym sposobem zaangażowania środków w przedsięwzięcia technologiczne o podwyższonym ryzyku.

LP	SPÓŁKA	Liczba akcji/udziałów Helix Ventures Partners	Liczba wszystkich akcji/udziałów	Posiadany % kapitału	Udział % w głosach
1	mSejff Sp. z o.o.	20 000	40 816	49,00%	49,00%

Tabela 6. Portfel Helix Ventures Partners

Źródło: MCI Capital TFI S.A

Wartość aktywów netto Funduszu w okresie od 21 maja 2009 roku do 31 grudnia 2009 roku wyniosła 1.716 tys. PLN. Wartość aktywów netto okazała się o 84,69 proc. mniejsza i wynikała głównie z krótkiego okresu funkcjonowania funduszu oraz budowania składu portfela inwestycyjnego. Znaczący spadek aktywów związany jest z występowaniem również zjawiska krzywej - J (J - curve). W okresie od maja 2009 roku do 31 grudnia 2009 roku zespół zarządzający Funduszu przeprowadził analizę potencjalnych projektów

inwestycyjnych (przeanalizowano ponad 50 propozycji inwestycyjnych). Efektem prowadzonych prac okazała się przeprowadzona na początku 2010 roku inwestycja polegająca na objęciu udziałów w spółce mSejf sp. z o.o., która specjalizuje się w świadczeniu usług archiwizacji danych przez Internet (online backup). 22 lutego 2010 roku Fundusz objął 8.000 udziałów stanowiących 27,75% udziałów w kapitale spółki o łącznej kwocie 400 tys. złotych.

Wycena aktywów w ramach Funduszu (w szczególności papierów wartościowych) i ustalenie zobowiązań dokonywana jest na dzień wyceny Funduszu z zachowaniem zasad ostrożnej wyceny w wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej. Dniem wyceny jest ostatni dzień, w którym w danym kwartale kalendarzowym odbyła się sesja giełdowa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Ostatnia wycena Funduszu z 30 czerwca 2010 wskazywała na to, że wartość aktywów netto zgromadzonych w ramach funduszu wyniosła 2.256.251.18 tys. złotych. Liczba certyfikatów wynosiła 31.716.340. Wartość certyfikatu inwestycyjnego wynosiła w dniu wyceny 0,08 złotego wobec poprzedniej wyceny równej 0,09 złotego.

Fundusz zamierza zrealizować do 4 nowych inwestycji w 2010 roku.

5. Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty MCI Gandalf Aktywnej Alokacji

Fundusz czerpie zyski z tytułu opłaty za zarządzanie, która wynosi maksymalnie 2,5% w skali roku oraz zmiennej opłaty za zarządzanie, która stanowi 20% wypracowanego zysku według zasady „high-water mark”.

Jak już wspomniano wcześniej jednostki Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO w 100% należą do inwestorów zewnętrznych i nie wliczają się do aktywów których właścicielem jest MCI Management S.A.

Obecnie fundusz nie pobiera opłaty za nabywanie jednostek uczestnictwa, lecz w statucie przewidziano, że może być to maksymalnie 5%. Wartość aktywów netto funduszu na dzień 29 czerwca 2010 roku wynosiła 20.929.857,35 złotych. Podmiotem dominującym względem towarzystwa funduszu jest MCI Management S.A. posiadający 100% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy.

Strategia inwestycyjna MCI Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO ma na celu osiągnięcie stopy zwrotu znacznie przekraczającej oprocentowanie lokat bankowych, niezależnie od sytuacji na rynku kapitałowym. Drugim założeniem jest minimalizowanie ryzyka poniesienia straty. Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty z minimalnym progiem inwestycji w wysokości równowartości 40.000 Euro może stosować szeroką politykę inwestycyjną tak jak fundusz inwestycyjny zamknięty.

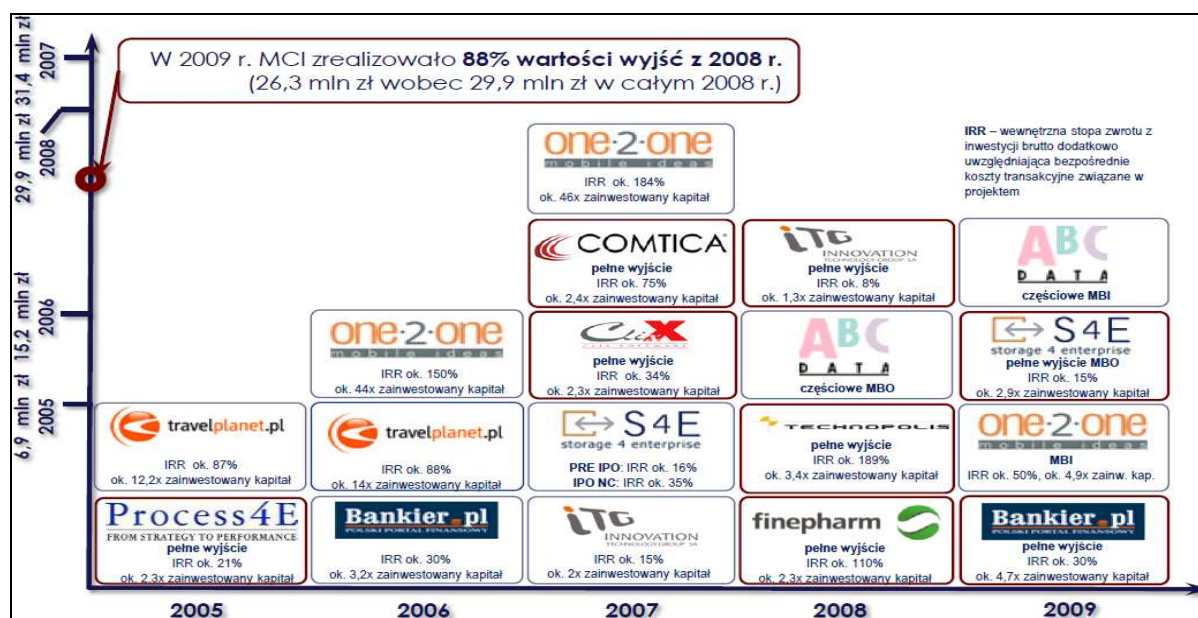
Fundusz inwestuje na najważniejszych rynkach akcji na całym świecie, na rynkach najważniejszych towarów, rynkach walutowych oraz rynkach instrumentów dłużnych (obligacje). Inwestycje mogą być dokonywane po obu stronach rynku, tzn. mogą być zajmowane zarówno pozycje długie – zakup instrumentów jak i krótkie – sprzedaż pożyczonych walorów. Fundusz nie działa na rynkach nieruchomości oraz inwestycji typu Private Equity.

6. Internet Ventures FIZ (w organizacji)

30 czerwca 2010 r. została podpisana umowa pomiędzy MCI Capital TFI, MCI Management, IIF Group oraz Krajowym Funduszem Kapitałowym, na podstawie której zostanie utworzony fundusz Internet Ventures. Nowy fundusz będzie największym w Polsce technologicznym funduszem VC, dysponującym środkami inwestycyjnymi w wysokości 100 mln PLN. Internet Ventures będzie zarządzany wspólnie przez zespoły MCI i IIF. Docelowo zaangażowanie kapitałowe w Funduszu będzie następujące: MCI (25 mln PLN), IIF (25 mln PLN) oraz KFK (50 mln PLN). Strategia Funduszu zakłada inwestycje w projekty na wczesnych etapach rozwoju oraz na etapie wzrostu - spółki z potencjałem na sukces na rynku polskim, CEE, europejskim i światowym. W obszarze zainteresowania Funduszu znajdują się projekty z obszaru: e-commerce i m-commerce (B2C), portali internetowych i serwisów Web 2.0 (serwisów społecznościowych), aplikacji i technologii mobilnych/bezprzewodowych oraz internetowych, rozwiązań dla telekomunikacji i mediów elektronicznych, treści cyfrowych, serwisów gier i rozrywki on-line, e-payment i m-payment, e-advertising i m-advertising oraz cloud computing. Fundusz planuje inwestycje w około 18-20 projektów, dywersyfikując swój portfel sektorowo. Wartość inwestycji w poszczególne projekty ma kształtować się na poziomie około 1,5 mln euro w projekty inwestycyjne będące na etapie wczesnego wzrostu lub etapie wzrostu.

Przypuszczalnie Fundusz mógłby wystartować od 1 stycznia 2011 roku (został złożony wniosek do Komisji Nadzoru Finansowego). Niemniej jednak już teraz są rozpatrywane i wyszukiwane poszczególne projekty inwestycyjne.

Dotychczasowe wyjścia z inwestycji



Rys. 2. Wyjścia z inwestycji w latach 2005-2009

Źródło: Materiały opublikowane przez MCI Management S.A.

W I połowie 2010 r. grupa MCI zrealizowała wyjścia z inwestycji o wartości 8,4 mln PLN.

Grupa MCI zrealizowała jak dotąd łącznie 37 projektów inwestycyjnych oraz dokonała 17 pełnych wyjść i przeprowadziła częściowe transakcje wyjścia z 6 inwestycji.

Śledząc historycznie inwestycje kapitałowe MCI Management S.A. ma bardzo wysokie IRR (na koniec marca 2010 r. wynosiło 21,32%). Termin ten oznacza wewnętrzną stopę zwrotu z inwestycji netto, która uwzględnia bezpośrednie koszty transakcyjne związane z projektem.

Przykładowo, co pokazuje Rys. 2. przedstawiony przez Spółkę, jedną z najbardziej popularnych inwestycji okazał się portal Bankier.pl, który przyniósł zysk niemal 4,7 razy wyższy od zainwestowanych przez MCI środków. Stopa zwrotu z zakończonej inwestycji wynosiła średnio rokrocznie ok. 30%.

W styczniu b.r. (co nie uwzględnia Rys. 2.) MCI Management S.A. wyszedł częściowo ze spółki One-2-One na rzecz inwestora branżowego. Nowy akcjonariusz przyczynił się do realizacji strategii, dzięki wykorzystaniu swojego doświadczenia i kompetencji zdobytego w branży usług mobilnych. Z kolei w kwietniu 2010 roku MCI dokonał prawie całkowitego wyjścia z One-2-One na rzecz inwestorów finansowych. Odbývające się od początku roku zmiany w akcjonariacie One-2-One są odzwierciedleniem zmieniającej się pozycji Spółki na rynku. Krystalizujący się segment, w którym działa firma, a także rosnące obroty całej Grupy One-2-One wskazują na kolejny etap w rozwoju samego przedsiębiorstwa, jak i całej branży. W całym okresie zaangażowania w Spółkę (2002 do 2010 r.), MCI zrealizował niezwykle satysfakcjonującą średnioroczną stopę zwrotu (IRR) na poziomie ponad 103%.

MCI zakończył także w 2010 roku inwestycję w Spółce S4E poprzez pełne wyjście i sprzedaż posiadanych akcji stanowiących 40,09% kapitału Spółki. Była to realizacja deklarowanej w ubiegłym roku strategii wyjścia z S4E, jako jednej z najstarszych inwestycji MCI. Nabywcami akcji byli: Roman Pudełko (akcjonariusz i Przewodniczący Rady Nadzorczej Spółki) oraz Ingali Holdings Limited. MCI, na przestrzeni ponad dziewięciu lat inwestycji, zrealizował średnioroczną wewnętrzną stopę zwrotu (IRR) na poziomie prawie 17%. Cena transakcji wyniosła 6,25 zł za akcję, co znacząco przewyższało średnią cenę akcji S4E z ostatnich sześciu miesięcy.

Akcyonariusze

W strukturze akcjonariatu dominuje jeden wiodący akcjonariusz, jakim jest firma Immoventures Sp. z o.o., w której posiadaniu znajduje się 20.918.073 akcji, co stanowi 40,25% udziałów kapitale oraz daje prawo do wykonania 40,25% głosów na WZA.

Akcyonariusze	Liczba głosów	Udział w kapitale	Udział w głosach
Immoventures Sp. z o.o.	20.918.073	40,25%	40,25%
Tomasz Czechowicz	366.777	0,71%	0,71%
Konrad Sitnik	97.000	0,19%	0,19%
Roman Cisek	101.137	0,19%	0,19%
Beata Stelmach	66.261	0,13%	0,13%
Dariusz Adamiuk	4.398	0,01%	0,01%

Hubert Janiszewski	9.897	0,02%	0,02%
Waldemar Sielski	29.320	0,06%	0,06%
Wojciech Siewierski	9.895	0,02%	0,02%
Pozostali	30.367.481	58,43%	58,43%
RAZEM	51.970.239	100,00%	100,00%

Tabela 7. Akcjonariusze MCI Management S.A. po emisji akcji serii S
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę

Poważna zmiana w strukturze akcjonariatu nastąpiła w marcu 2010 roku i wynikała z umowy realizowanej przez MCI Management S.A. w ramach zobowiązania do sprzedaży akcji, zawartego pomiędzy Spółką a Immoventures Sp. z o.o. w dniu 7 grudnia 2009 r. W dniu 29 marca 2010 r. nabyła od Immoventures Sp. z o.o. 10.000.000 sztuk akcji ABC Data SA za łączną cenę 23,4 mln PLN. Spółka zapłaciła Immoventures Sp. z o.o. za w/w akcje, oferując objęcie akcji na okaziciela MCI nowej emisji po ustalonej cenie 5,09 PLN/akcję.

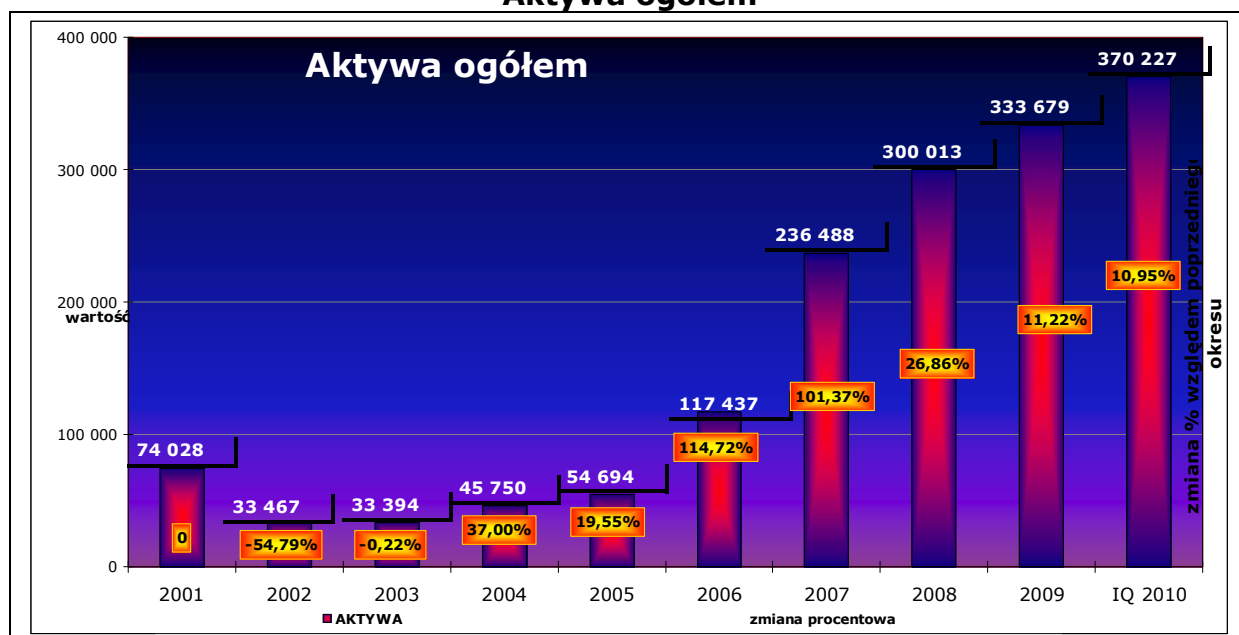
W ramach rozliczenia powyższej transakcji zakupu, Immoventures Sp. z o.o. objęła w dniu 7 kwietnia 2010 r. 4.597.250 szt. akcji MCI Management S.A. nowej emisji (serii S). W wyniku objęcia w/w akcji zaangażowanie Immoventures Sp. z o.o. zwiększyło się do 20.918.073 sztuk akcji MCI.

Prezes MCI Management S.A., jest powiązany kapitałowo z głównym akcjonariuszem – spółką Immoventures Sp. z o.o., w której także zasiada na fotelu prezesa. Łączne zaangażowanie Pana Tomasza Czechowicza wraz z Immoventures wynosi 40,96% w głosach na walnym zgromadzeniu Spółki.

29 marca br. BZ WBK AIB Asset Management S.A. zmniejszył zaangażowanie w Spółce poniżej 5%.

Analiza ekonomiczno - finansowa

Aktywa ogółem



Wykres 3. Struktura aktywów MCI Management S.A.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę

Zmiana aktywów ogółem w Grupie MCI znajduje się od 2003 roku w trendzie wzrostowym. Szczególny ponad trzy cyfrowy procentowy wzrost można było zaobserwować w latach 2006-2007. Na koniec pierwszego kwartału 2010 roku aktywa ogółem wynosiły 370,2 mln złotych i w ciągu jednego kwartału zyskały niemal 11%.

Na wzrost tej pozycji bilansowej składają się przede wszystkim zmiany w wartości portfeli inwestycyjnych oraz pozyskiwane od inwestorów środki na dalsze inwestycje.

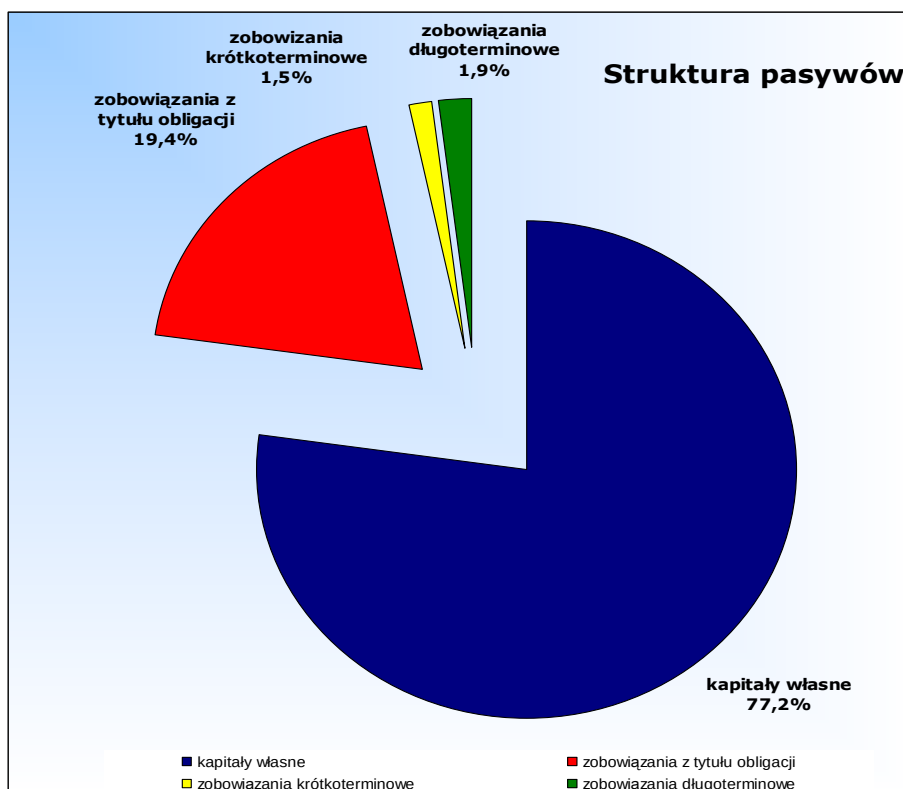
Struktura aktywów Grupy Kapitałowej MCI w podziale na fundusze na koniec I kwartału br. dzieliła się następująco:

- 60,1% MCI.EuroVentures,
- 33,3% MCI.TechVentures,
- 2,2% MCI.BioVentures,
- 0,1% Helix Ventures Partners,
- 3,8% pozostałe aktywa.

Ze względu na specyfikę Spółki, w skład aktywów obrotowych włączone zostały aktywa trwale przeznaczone do sprzedaży. Na koniec I kwartału 2010 roku wynosiły one 9.091 tys. zł. Główną składową majątku obrotowego były jednak inwestycje krótkoterminowe, które wyniosły na koniec marca br. 15.344 tys. złotych.

Aktywa trwale składały się przede wszystkim z pozycji pt. „inne aktywa”, które wg. stanu na 31 marca 2010 roku wynosiły 278.871 tys. złotych.

Struktura pasywów



Rys. 3. Struktura pasywów – szacowany stan na 26 lipca 2010 roku z uwzględnieniem nowej emisji obligacji serii E
Źródło: Obliczenia własne

Spółka charakteryzuje się bezpieczną strukturą pasywów. Kapitał własny po przeprowadzonej na przełomie czerwca/lipca emisji obligacji serii E stanowi 77,2% wszystkich pasywów. Udział zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji stanowiły 19,4% pasywów ogółem i wzrósł z 11,89% stan na koniec I kwartału 2010 roku. Mniejsze znaczenie w strukturze pasywów posiadają pozostałe zobowiązania krótko i długoterminowe, których łączny udział nie przekracza 4,0%. Na obecny kształt struktury pasywów po I kwartale 2010 roku miało wpływ bezgotówkowe nabycie 10 mln akcji ABC Data S.A. Na skutek powyższej transakcji zobowiązania MCI Management zostały pomniejszone o zobowiązania krótkoterminowe, dotyczące zapłaty za te akcje w kwocie 23,4 mln złotych.

W przypadku obligacji Spółka zamierza pozyskać środki na ich spłatę przede wszystkim poprzez realizację transakcji wyjść z inwestycji.

W 2009 roku spółka pozyskała środki na inwestycje z:

- 52 mln zł z emisji instrumentów dłużnych,
- 49,5 mln zł z emisji akcji,
- 29,0 mln zł z certyfikatów inwestycyjnych FIZ,
- 20,0 mln zł ze środków KFK/funduszy unijnych.

Aktualnie MCI Management jest emitentem trzech serii obligacji: B, D oraz E.

We wrześniu 2009 roku MCI Management wyemitowało obligacje serii B zamienne na akcje MCI Management SA:

- obligacje na okaziciela,
- trzyletnie,
- zamienne na akcje MCI Management SA serii J,
- termin wykupu został ustalony na 10 września 2012 r. (w przypadku nie zrealizowania prawa do zamiany obligacji na akcje),
- cena konwersji została ustalona na 6,25 PLN,
- MCI Management SA ma prawo do wcześniejszego wykupu obligacji, jednak nie wcześniej niż po dniu 11 września 2011 r. oraz pod warunkiem, że chociażby jeden raz cena akcji MCI Management SA notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA przekroczy cenę zamiany o 50%,
- odsetki będą płacone półrocznie w datach: 12 marca 2010 r., 10 września 2010 r., 11 marca 2011 r., 9 września 2011 r., 9 marca 2012 r. oraz 10 września 2012 r.

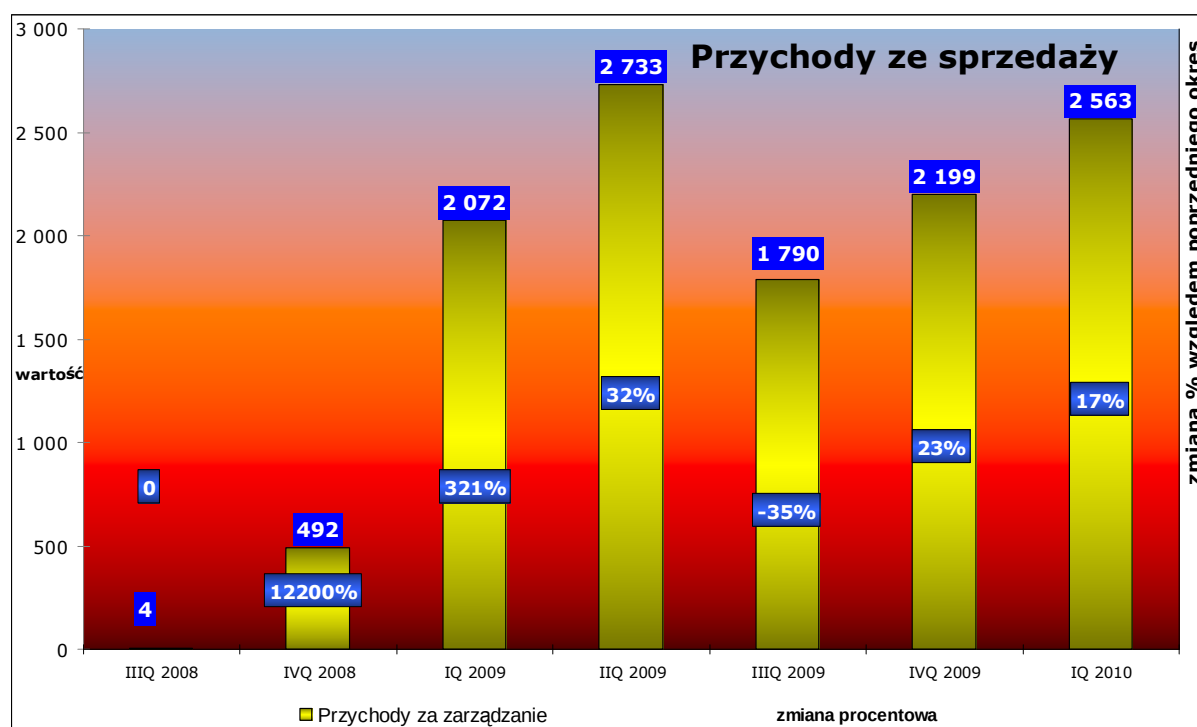
Obligacje te są notowane na rynku Catalyst. Oprocentowanie w bieżącym okresie odsetkowym wynosi 8,23%.

W kwietniu 2010 roku MCI Management wyemitowało 57.000 obligacji serii D, imiennych, niezabezpieczonych, o wartości nominalnej 1.000,00 zł oraz o cenie emisyjnej 1.006,24 zł. Emisja została przeznaczona na objęcie wspólnie z krajowym inwestorem finansowym certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez IPOPEMA 34 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych(IPOPEMA). Całkowita wartość złożonych przez MCI Management zapisów na certyfikaty będzie odpowiadała wartości nominalnej wszystkich wyemitowanych obligacji. Specyfika emisji tych obligacji polega na ich emisji i jednoczesnym nabyciu certyfikatów inwestycyjnych, co ma umożliwić jednemu z

inwestorów finansowych alokowanie środków ze swojego portfela. Obligacje zostaną wykupione do 22 marca 2013 roku, za kwotę wynikającą z wartości aktywów netto na przypadającej na 1 certyfikat lub w przypadku likwidacji funduszu, kwoty należnej z tytułu umorzonych certyfikatów. W obu przypadkach kwota wykupu obligacji zostanie pomniejszona o wynagrodzenie należne MCI Management. W związku z tym należy przyjąć, że dla sytuacji bilansowej Grupy MCI emisja w/w obligacji ma neutralne znaczenie.

W dniu 1 lipca przydzielone zostały obligacje zwykłe na okaziciela, serii E, dzięki czemu Spółka pozyskała 27.450 tys. zł. Obligacje zaoferowane zostały w drodze niepublicznej subskrypcji. Wartość nominalna jednej obligacji wynosi 1.000,00 PLN. Obligacje nie są zabezpieczone. Dniem wykupu obligacji jest 28 czerwca 2013 r. Obligacje te są także notowane na rynku Catalyst. Oprocentowanie w bieżącym okresie odsetkowym wynosiło 8,74%.

Przychody ze sprzedaży



Wykres 4. Przychody ze sprzedaży

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółki

Przychody z tytułu opłat za zarządzanie traktowane są jako przychody ze sprzedaży.

Pozycja ta zyskała na znaczeniu począwszy do pierwszego kwartału 2009 roku, kiedy w Spółce w pełni widoczne stały się zakończone w 2008 roku prace związane z tworzeniem i zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi oraz wdrażaniem nowej struktury funkcjonowania MCI. W pierwszym kwartale 2009 roku przychody z tytułu opłat za zarządzanie wyniosły 2.072 tys. PLN i zdecydowanie przewyższyły wcześniej obserwowane wartości.

Natomiast w pierwszym kwartale 2010 przychody za zarządzanie wyniosły 2.563 tys. zł i wzrosły IQ09/IQ10 o +23,7%. Na koniec 2009 roku przychody

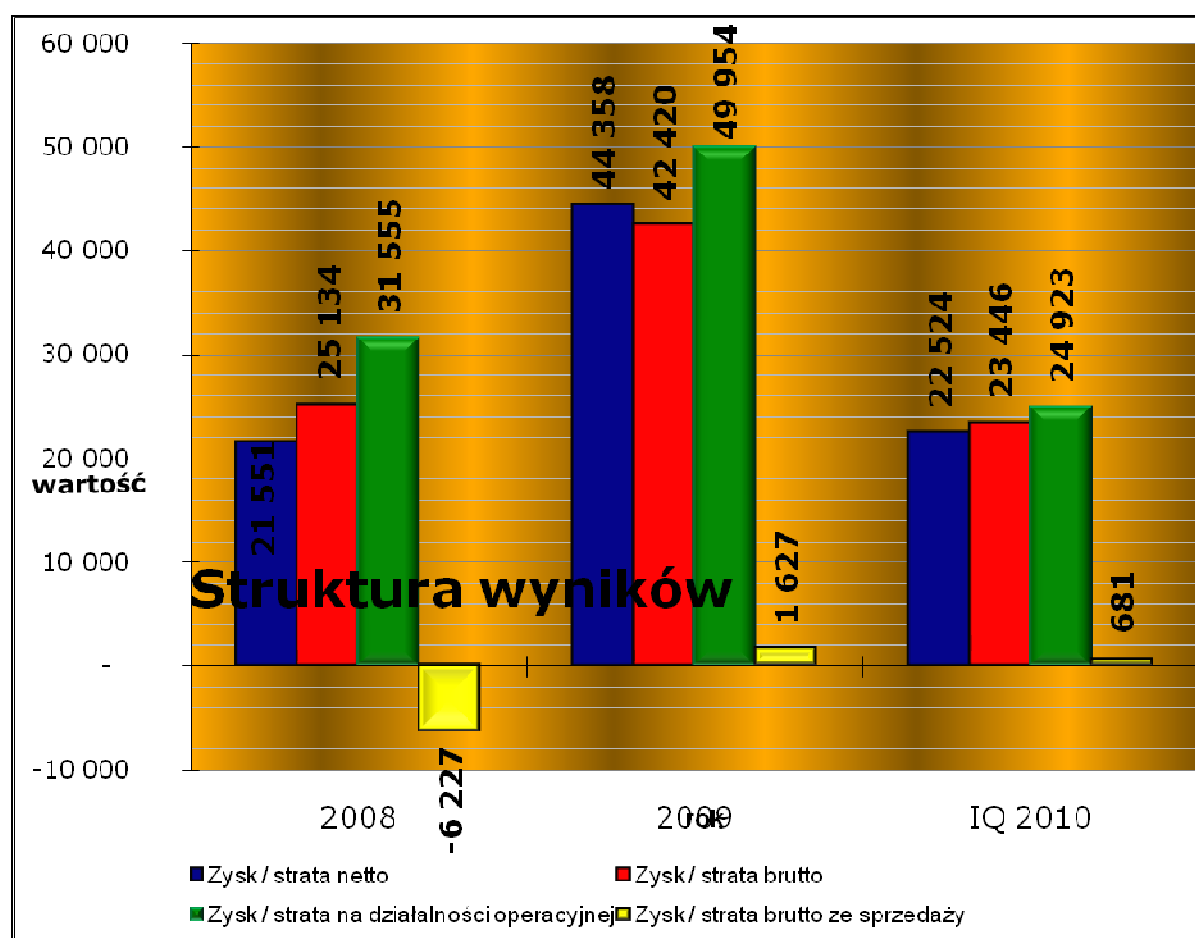
kształtowały się na poziomie 8.794 tys. złotych. W kolejnych latach będą miały co raz większy wpływ na wyniki Grupy.

Na koniec pierwszego kwartału 2010 roku, jak i we wcześniejszych okresach, usługa w zakresie zarządzania funduszami inwestycyjnymi od MCI Management SA leżała w gestii MCI Capital TFI SA. Towarzystwo to świadczy usługi zarządzania na rzecz czterech funduszy inwestycyjnych (uwzględniając nowy fundusz jest ich pięć) należących do Grupy MCI, ale stanowiących swoisty rodzaj klientów. Są to:

- MCI.PrivateVentures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty,
- MCI.BioVentures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty,
- Helix Ventures Partners Fundusz Inwestycyjny Zamknięty,
- MCI Gandalf Aktywnej Alokacji Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty.
- Od 30-06-2010 roku Internet Ventures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (w organizacji)

Filozofia prowadzenia działalności w tym segmencie polega na tym, że w miarę upływu czasu kolejne emisje certyfikatów inwestycyjnych obejmują inwestorzy zewnętrzni, przez co zaangażowanie kapitałowe Grupy MCI w zarządzane fundusze zmniejsza się.

Struktura wyników



Wykres 5. Struktura wyników

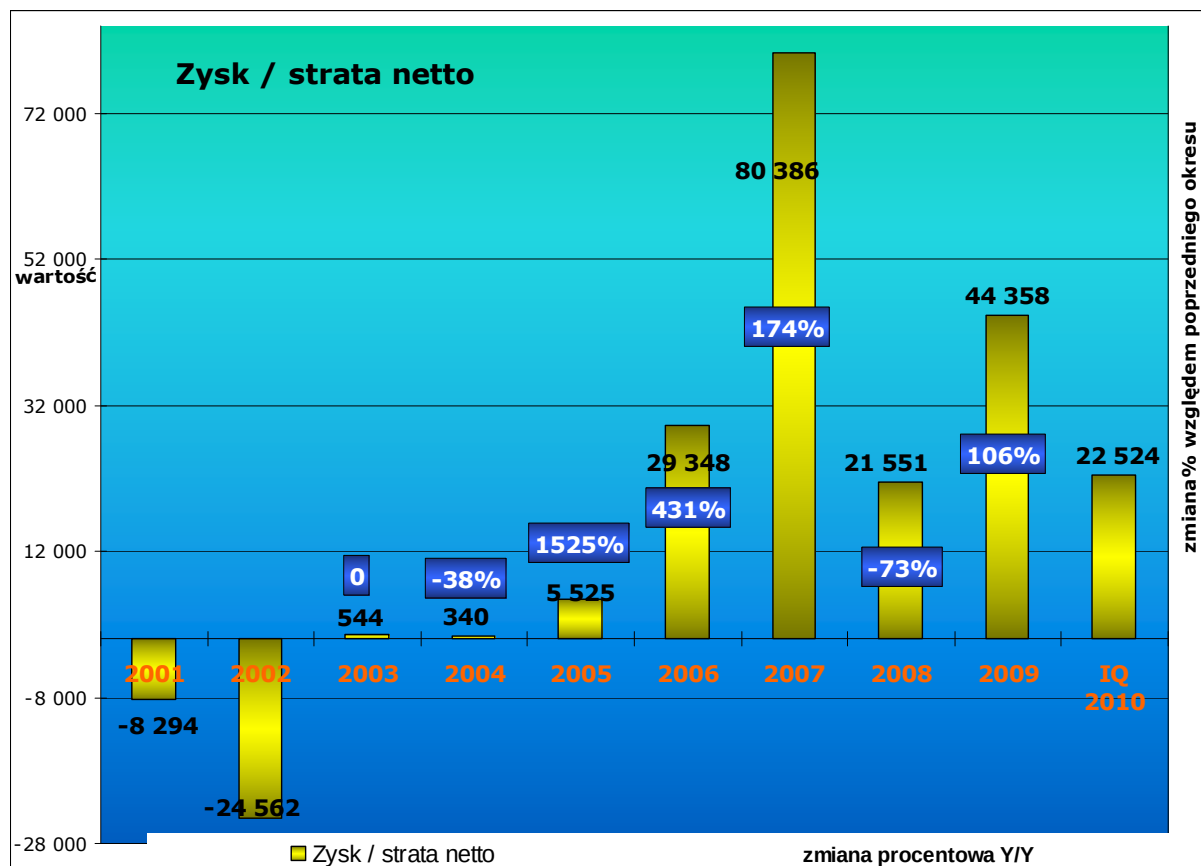
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę

W działalności Spółki nie występują zjawiska sezonowości. Wyniki MCI Management S.A. są bardzo silnie uzależnione od koniunktury giełdowej. Poza zmianami wynikającymi z przeszacowania aktywów, duży wpływ mają również transakcje wyjść z danych inwestycji. W I kwartale 2010 r. Grupa MCI Management S.A. osiągnęła przychody z zarządzania funduszami, które ostatecznie zdecydowały o wyniku osiągniętym na poziomie zysku brutto na sprzedaży w wysokości 1.854 tys. złotych. Porównywalnie, na wynik I kwartału 2009 r. znacząco wpłynęły dokonane w tym okresie przeniesienie MCI.BioVentures Sp. z o.o. do funduszu MCI.BioVentures FIZ, oraz pierwsze istotne przychody z zarządzania funduszami skutkujące osiągnięciem zysku brutto na sprzedaży w kwocie 1.700 tys. złotych.

Na zyski nadzwyczajne Spółki duży wpływ może mieć tocząca się rozprawa sądowa w zakresie odszkodowania za straty poniesione na inwestycji w JTT. Ciężko na chwilę obecną uwzględnić je w prognozowanym rachunku zysków i strat, gdyż zarówno wyrok, termin zakończenia oraz odsetki po wygraniu procesu w drugiej instancji mogą się zmienić. Proces sądowy w lutym br. trwający trzy i pół roku w sprawie z powództwa MCI przeciwko Skarbowi Państwa – Dyrektorowi Urzędu Kontroli Skarbowej we Wrocławiu, został przez MCI wygrany. Sąd zasądził od Skarbu Państwa na rzecz Spółki kwotę 38.512.000 zł wraz z odsetkami ustawowymi od dnia 8 czerwca 2006 do dnia zapłaty (na dzień ogłoszenia wyroku – 15 marca 2010 - odsetki wyniosły 17.429.000 zł), co dawało łączną kwotę 55.941.000 zł. Należność została zasądzona tytułem odszkodowania za poniesioną szkodę w związku z utratą wartości posiadanych przez MCI Management S.A. akcji spółki JTT Computer S.A. która została doprowadzona do upadłości na skutek błędnych i podejmowanych z naruszeniem prawa decyzji organów podatkowych. Tym samym Sąd podzielił w pełni stanowisko Spółki wyrażone w pozwie i prezentowane podczas procesu zarówno, co do zasady jak i kwoty roszczenia.

Zarząd MCI Management SA zwrócił jednak uwagę na fakt, że wyrok, który zapadł w pierwszej instancji, nie jest prawomocny. Wszystko wskazuje na to, że na skutek błędnych i podejmowanych z naruszeniem prawa decyzji organów podatkowych spółka ta została doprowadzona do bankructwa.

Zysk netto



Wykres 6. Zysk netto MCI Management S.A.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę

Na 2009 roku Zarząd MCI Management zakładał osiągnięcie 28,7 mln zł zysku netto (+33% w stosunku do wyniku za 2008 rok). Wraz z poprawą sytuacji na rynku kapitałowym i w gospodarce przedstawiona wcześniej prognoza została podwyższona do 42,5 mln zł po wynikach IVQ 2009. Na koniec w 2009 roku zysk netto wyniósł 44,4 mln zł o czym zadecydowało w największym stopniu wzrost wartości aktywów MCI Management oraz wyższe przychody z zarządzania funduszami. Lepsze szacowane wyniki za 2009 r. były efektem skutecznej realizacji priorytetów spółki w drugim półroczu 2009 r. oraz bardziej dynamicznym, niż było to przewidywane, wzrostem wartości posiadanych aktywów. Istotny wpływ na poprawę szacowanych wyników ubiegłego roku miała kontynuacja poprawy sytuacji spółek portfelowych funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez grupę MCI. Realizacja przez Spółkę powyższego szacunku spowodowała osiągnięcie wyniku netto za rok 2009 o ponad 100% wyższego, niż w roku 2008 (21,5 mln zł). W ocenie Zarządu MCI Management S.A. jest to bardzo dobry wynik, biorąc pod uwagę tak trudne warunki rynkowe, jakie miały miejsce w 2009 r. Najgorzej przedstawiały się lata 2001 i 2002, kiedy to Spółka poniosła znaczące straty przypadające na okres następujący po „bańce internetowej”. W kolejnych latach następowała stopniowa poprawa wyników, gwałtowna dynamika wzrostu zysku netto rozpoczęta została w 2005 roku uzyskaną wartością równą 5.525 tys. PLN. Poprawie wyników sprzyjało kształtowanie się nowej hossy oraz wzrost zainteresowania rynkami

kapitałowymi. Historycznie najlepszy wynik MCI uzyskał w 2007 roku z wygenerowanym zyskiem netto równym 80.386 tys. PLN. Na wynik nałożyła się m.in. dobra sytuacja na rynkach kapitałowych – szczyt ostatniej hossy.

Czynniki kształtujące najbliższą przyszłość

Zarząd MCI Management S.A. w dniu 22 lutego 2010 r. podał do publicznej wiadomości prognozę skonsolidowanego wyniku finansowego netto spółki na rok 2010, która wynosi 67,0 mln zł.

Powyższa prognoza zakłada wzrost skonsolidowanego wyniku netto MCI o ponad 57% w stosunku do szacowanego zysku netto w roku 2009 (42,5 mln zł). Podstawowymi składowymi wyniku w roku 2010 będzie wzrost wartości posiadanych aktywów inwestycyjnych oraz dochodów osiągniętych z tytułu zarządzania funduszami. Powyższa prognoza oparta jest na założeniu, iż grupa MCI Management S.A. na koniec roku 2010 będzie zarządzała aktywami o wartości 545 mln PLN (wliczając pełny commitment inwestycyjny funduszy zarządzanych na początku br.).

Zarząd MCI Management SA będzie dokonywał oceny możliwości realizacji powyższej prognozy na bieżąco, co najmniej raz na kwartał, prezentując stanowisko w tym zakresie w publikowanych raportach finansowych lub bieżących Spółki.

W najbliższym czasie istotna dla wyników Grupy MCI w II kwartale 2010 r. będzie:

- Zmiana wartości certyfikatów posiadanych przez Grupę MCI funduszy inwestycyjnych,
- Wyniki operacyjne osiągane przez kluczowe spółki portfelowe tych funduszy,
- Wielkość osiąganych przychodów z zarządzania funduszami,
- Wartość akcji/(praw do akcji) ABC Data S.A.

W 2010 roku Grupa MCI prowadzić będzie działalność inwestycyjną w ramach wszystkich funduszy.

MCI.TechVentures 1.0 ma zamiar dokonać inwestycji na łączną kwotę do 25 mln złotych w zakresie mobile, e-commerce, digital entertainment.

MCI.EuroVentures opracowuje inwestycyjne o łącznej kwocie wynoszącej 50 mln złotych, w zakresie TMT, BPO, dystrybucji/e-commerce w Polsce.

Dla MCI.BioVentures analizowane będą inwestycje na kwotę do 10 mln złotych w segmencie biotechnologii, farmacji oraz usług medycznych.

W chwili obecnej w ramach Helix Ventures Partners planowane są nowe projekty o łącznej kwocie ok. 5 mln złotych, przeprowadzonych w ramach: technologie mobilne i cloud computing.

Dodatkowo inne plany zakładają powstanie nowych funduszy (media cyfrowe, czyste technologie, nieruchomości). Do końca 2010 roku grupa kapitałowa MCI planuje uruchomienie jeszcze jednego nowego funduszu. Ostatnio Spółka poinformowała o utworzeniu nowego funduszu Internet Ventures.

W 2010 roku decydujący wpływ na wynik powinny mieć:

- Wycena akcji ABC Data z sektora transakcji LBO,
- Invia.cz i Intymna.pl z sektora e-commerce ,
- Genomed z sektora biotechnologicznego,

- Telecom Media i NaviExpert z sektora mobilnego Internetu i VAS,
- Geewa z sektora cyfrowej rozrywki.

Z planów inwestycyjnych na najbliższe lata, które mają rozpocząć się w 2010 roku, warto podkreślić zainteresowanie MCI w ramach Funduszu MCI.PrivateVentures FIZ aktywami wchodzącymi w skład Internet Group. 19 lipca 2010 r. zawarty został Term Sheet pomiędzy Internet Group, wiodącym akcjonariuszem Internet Group Janem Ryszardem Wojciechowskim oraz MCI Private Venture FIZ MCI i Euro Ventures 1.0. (subfundusz wyłoniony w ramach MCI Private Ventures FIZ). Term Sheet określa warunki oraz główne postanowienia dot. pośredniego zaangażowania MCI w spółki zależne Internet Group: Call Center Poland SA, Call Connect Sp. z o.o., Contact Point Sp. z o.o., Webtel Sp. z o.o. i Communication One Consulting Sp. z o.o. Inwestycja odbędzie się za pośrednictwem spółki celowej, która zostanie utworzona przez MCI Private Venture FIZ MCI Euro Ventures 1.0 oraz Internet Group S.A. Spółka celowa przejmie od Internet Group 100% udziałów wszystkich wyżej wymienionych spółek zależnych oraz istotną część zobowiązań Internet Group S.A. wobec BRE Bank S.A. Warunkiem realizacji transakcji jest wyrażenie zgody przez BRE Bank S.A. na kompleksową restrukturyzację finansową Internet Group S.A. Do momentu podjęcia tej decyzji przez BRE Bank S.A., MCI będzie posiadał wyłączność negocjacyjną.

Analiza wskaźnikowa

W celu dokładniejszej oceny kondycji ekonomiczno – finansowej. Spółka MCI S.A. przeanalizowana została pod kątem analizy wskaźnikowej. Pozwoli to ocenić działalność pod względem dynamiki zmian poszczególnych pozycji w bilansie oraz rachunku zysków i strat oraz zobrazuje sytuację finansową firmy przy pomocy zbioru odpowiednio skonstruowanych miar, ukazujących relację różnych wielkości. Odzwierciedlają one zjawiska zachodzące w przedsiębiorstwie, w obszarze: płynności finansowej, zadłużenia oraz zyskowności. Ocena i analiza dla MCI S.A. przeprowadzona została w ujęciu rocznym i obejmowała lata 2007 – 2009. W przeprowadzonej analizie uwzględniono również I kwartał 2010 roku, a dane w tym okresie są zannualizowane i ukazują sytuację na koniec IQ 2010 roku po czterech ostatnich kwartałach. Oceniając sytuację ekonomiczno – finansową spółki MCI i zmiany jakie zachodziły w tym okresie w Spółce, duży wpływ odegrał ostatni kryzys na światowych rynkach finansowych, co było w dalszej części widoczne po słabszych wynikach uzyskane w 2008 roku.

MCI	2007	2008	2009	IQ 2010* (wielkości zannualizowane za cztery ostatnie kwartały)
Wskaźniki płynności				
Wskaźnik płynności gotówkowej grupy zarządzającej MCI (bez uwzględnienia gotówki w funduszach)	1,26	0,10	0,66	0,25
Wskaźnik zadłużenia ogółem	0,34	0,29	0,18	0,20

Wskaźniki zadłużenia				
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,28	0,08	0,16	0,12
Wskaźnik udziału długu w kapitale własnym	0,53	0,44	0,25	0,28
Wskaźnik udziału zadłużenia długoterminowego w kapitale własnym	0,43	0,11	0,20	0,15
Zadłużenie długoterminowe do zadłużenia krótkoterminowego	4,41	0,33	4,01	1,21
Dług ogółem w tys. PLN	81 888	92 055	67 658	81 504
Dług netto w tys. PLN	58 344	65 185	56 718	47 141
Wskaźniki rentowności				
ROA	33,99%	7,18%	13,29%	15,79%
ROA _{OBR}	143,49%	49,14%	96,54%	126,85%
ROE	52,00%	10,36%	16,67%	20,24%

Tabela 8. Wskaźniki finansowe – MCI

Źródło: Opracowanie własne

*dane po zannualizowaniu za cztery ostatnie kwartały.

Analiza wskaźnikowa na koniec I kwartału 2010 roku rysuje się pozytywnie dla spółki MCI. Zarówno dług krótko jak i długoterminowy i zdolność do jego regulowania, kształtują się na bezpiecznych poziomach. Informuje o tym m.in. wskaźnik zadłużenia ogółem kształtujący się na poziomie 0,22. Warto podkreślić, że na koniec 2009 roku spółka charakteryzowała się wysoką płynnością. W analizowanym okresie na wysokim poziomie utrzymywany był wskaźnik płynności gotówkowej, który nie spadł poniżej 0,10, a na koniec I kwartału 2010 kształtował się na 0,25.

Spółka prowadzi bardzo stabilną politykę związaną z regulowaniem zadłużenia długo oraz średnioterminowego. Wskaźnik zadłużenia ogółem w analizowanym okresie nie przekroczył 0,34, a na koniec I kwartału 2010 roku wyniósł 0,20. Warto podkreślić, że w trudnym dla spółki 2008 roku wskaźnik ten utrzymany został na bezpiecznym poziomie równym 0,29. O prowadzeniu rozsądnej polityki zadłużenia wskazują także poziomy wskaźnika udziału długu ogółem oraz zadłużenia długoterminowego w kapitale własnym. W całym badanym okresie, Spółka posiadała zdolność do ewentualnego „uregulowania całego swojego długu kapitałem własnym”, co można zauważyć po wskaźniku zadłużenia ogółem w kapitale własnym. Od 2007 roku następuje spadek tego wskaźnika (pozytywna tendencja). W strukturze długu na koniec I kwartału 2010 roku przeważały zobowiązania długoterminowe nad krótkoterminowymi. Łączny dług wyniósł 81.504 tys. złotych, a dług netto kształtował się na poziomie 47.141 tys. złotych.

Ciekawie przedstawia się analiza rentowności ROA i ROE. Wartości powyższych wskaźników spadły w 2008 roku odpowiednio do 7,18 proc. oraz 10,36 proc., jednak w 2009 i I kwartale 2010 roku MCI sukcesywnie polepszał wyniki w tym zakresie. Na koniec ubiegłego roku ROA wyniósł 13,29 proc., a ROE

wzrósł do 16,67 proc. Wynik ten został poprawiony w I kwartale 2010 roku, gdzie po zannualizowaniu danych wskaźniki wyniosły odpowiednio 15,79 proc., oraz 20,24 proc. głównie za sprawą dobrych wyników kwartalnych.

Model Z-Score (model Altmana)

W określeniu kondycji finansowej posłużyć może także model scoringowy Z-Score. Służy on do przewidywania bankructwa i jest oparty o wieloczynnikowy model opracowany przez Edwarda Altmana. Model ten jest skutecznym narzędziem diagnostycznym, które potrafi przewidzieć prawdopodobieństwo bankructwa przedsiębiorstwa w okresie ok. 2 lat. Badania mierzące efektywność Z-Score na rynku amerykańskim wskazują, że przewiduje on skutecznie bankructwo z prawdopodobieństwem 72%-80%. Wskaźnik Z-Score łączy w sobie pięć często stosowanych wskaźników finansowych, odpowiednio ważonych w ten sposób, aby stwierdzić z dużym prawdopodobieństwem czy firma znajdzie się w strefie firm zagrożonych bankructwem czy też nie.

Metodologia:

$$Z - Score = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

- X1 – udział kapitału pracującego aktywach ogółem,
- X2 – udział zysk/straty z lat poprzednich aktywach ogółem,
- X3 – udział zysku/straty na poziomie operacyjnym aktywach ogółem,
- X4 – udział kapitalizacji rynkowej w zobowiązaniach ogółem,
- X5 – udział przychodów ze sprzedaży w aktywach ogółem,

Wyliczona na podstawie modelu oraz powyższych danych finansowych syntetyczna miara jest podstawą do zweryfikowania kondycji ekonomiczno - finansowej spółki. W końcowej analizie uwzględnia się kilka przedziałów:

- Z-Score > 3,0 informuje o bardzo dobrej kondycji ekonomiczno - finansowej firmy,
- Z-Score z przedziału <1,8; 3,0> wskazuje na umiarkowaną sytuację ekonomiczno - finansową i większe ryzyko inwestycyjne,
- Z-Score < 1,8 informuje o słabej kondycji ekonomiczno - finansowej i wysokim ryzyku inwestycyjnym. Uważa się również, że firma charakteryzuje się wyższym ryzykiem upadłości.

Tego typu analiza i uzyskana wartość uważana jest za dobrą miarę obrazującą kondycję ekonomiczno - finansową oraz interpretowana jest, jako systemy wczesnego ostrzegania, pozwalający zidentyfikować zagrożenia dotyczące efektywności gospodarowania i związaną z nią utratą płynności, co w dalszej konsekwencji wpływa na problemy związane z regulowaniem zobowiązań, a w efekcie końcowym postawieniem spółki w stan upadłości.

Powyższa procedura przeprowadzona została dla spółki MCI (wykluczamy ogłoszenie bankructwa w najbliższych latach) w okresie od 2007 roku do I kwartału 2010 (dane za cztery ostatnie kwartały). W analizowanym okresie sytuacja wyglądała następująco.

Algorytm obliczeniowy	Waga	2007	2008	2009	I Q 2010*
kapitał pracujący / aktywa ogółem	1,2	0,67729	0,70106	0,92840	0,90859
zysk netto / aktywa ogółem (ROA)	1,4	0,47588	0,10057	0,18611	0,22100
(zysk brutto + odsetki) / aktywa ogółem	3,3	1,06300	0,32907	0,46502	0,57330
kapitał własny / zobowiązania ogółem	0,6	1,13277	1,35544	2,35911	2,12546
przychody ze sprzedaży / aktywa ogółem	1,0	0,05005	0,00367	0,02635	0,02508
SUMA	-	3,39899	2,48981	3,96499	3,85344
Wskaźnik Z-Score Wskaźnik Altmana Kondycja ekonomiczno - finansowa firmy		bardzo dobra kondycja finansowa	umiarkowana kondycja finansowa	bardzo dobra kondycja finansowa	bardzo dobra kondycja finansowa

Tabela 9. Model Z-Score

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Spółkę

*dane po zannualizowaniu za cztery ostatnie kwartały.

Przeprowadzona analiza wskazuje na bardzo dobrą kondycję finansową na koniec pierwszego kwartału 2010 roku, przy wyliczonym wskaźniku Z-Score na poziomie 3,85344. O uzyskanym wyniku w przeważającym stopniu zdecydowała miara mierząca pokrycie zobowiązań ogółem przez kapitały własne, która istotnie została poprawiona w 2009 roku oraz utrzymana na wysokim poziomie w pierwszym kwartale 2010 roku.

Powyższa analiza wskazuje także, że kryzys na światowych rynkach finansowych dotknął spółkę MCI, co można zauważyć m.in. po uzyskanym wskaźniku Z-Score na koniec 2008 roku. Wartość ta okazała się mniejsza od tej uzyskanej w 2007 roku i wyniosła 2,48981. Wraz z niższą wartością spadła kondycja ekonomiczno – finansowa z bardzo dobrej do umiarkowanej. Analizując poszczególne składowe model Altmana dla spółki MCI warto zwrócić uwagę na to, że w końcowej ocenie na znaczeniu zyskuje wskaźnik rentowności aktywów ogółem (ROA), co może wróżyć dobrze na przyszłość. W tym miejscu należy przypomnieć, że prognoza spółki na 2010 roku zakłada uzyskanie zysku na poziomie netto równego około 67,0 mln złotych. Znaczenie ROA w modelu wiązało się z poprawą rentowności aktywów, która wzrosła z 7,18 proc. (stan na koniec 2008 roku) do 15,79 proc. (na koniec I kwartału 2010 roku uwzględniając cztery ostatnie kwartały).

Wskaźniki giełdowe

Wskaźniki giełdowe to zazwyczaj miary obrazujące „produktywność” jednej akcji w poszczególnych zakresach prowadzonej działalności. Podstawowym wskaźnikiem w tej grupie miar jest zysk przypadający na jedną akcję (EPS) liczony, jako iloraz zysku netto i liczby akcji. Wskaźnik ten informuje o wielkości wypracowanego zysku przypadającego na jedną akcję. Wysoka wartość informuje również o możliwości zwwyżki cen akcji, wynikającej z osiągniętych zysków. Rynkowa - giełdowa ocena spółki ze względu na zysk netto przypadający na jedną akcję może zostać poszerzona o wskaźniki, które określają udział jednej akcji na innych poziomach prowadzonej działalności. Pomocne pod tym względem okazać się mogą takie wskaźniki jak: zysk operacyjny przypadający na jedną akcję oraz wartość księgowa przypadająca na jedną akcję. W przypadku

spółki MCI giełdowa analiza wskaźnikowa przeprowadzona została od 2006 roku do I kwartału 2010 roku. Pierwszy kwartał 2010 został zannualizowany i uwzględnia cztery ostatnie kwartały począwszy do II kwartału 2009 roku.

MCI Wartości w PLN	2007	2008	2009	IQ 2010* (wielkości zannualizowane za cztery ostatnie kwartały)
Liczba akcji	42.075.167	45.294.496	47.349.989	47.349.989
Przychody ze sprzedaży na akcję**	-	0,02	0,19	0,20
EBIT na jedną akcję	1,78	0,70	1,05	1,54
Wartość księgowa na jedną akcję	3,67	4,59	5,62	6,10
Zysk netto na jedna akcję (EPS)	1,91	0,48	0,94	1,23

Tabela 10. Wskaźniki giełdowe według stanów na koniec poszczególnych okresów

Źródło: Opracowanie własne

* - Dane po zannualizowaniu za cztery ostatnie kwartały,

** - Ze względu na zmianę struktury zapoczątkowaną pod koniec 2008, porównywalność wyników związanych z przychodami ze sprzedaży (przychody z tytułu opłat za zarządzanie) występuje od 2009 roku.

Jedna akcja generowała w 2009 roku 0,19 złotego przychodów ze sprzedaży. W pierwszym kwartale 2010 roku wskaźnik nieznacznie został poprawiony i po zannualizowaniu kształtuje się na poziomie 0,20 złotych. W obecnej sytuacji na wartość tę mają wpływ przychody z tytułu opłat za zarządzanie, które z czasem będą zyskiwały na znaczeniu. Dla takiego podmiotu jak MCI, większą wartość poznawczą ma analiza zysku operacyjnego i zysku netto w przeliczeniu na jedną akcję. Ze względu na specyficzny charakter prowadzonej działalności (Private Equity, Venture Capital) dopiero w tym zakresie akcjonariusze mogą oceniać efektywność prowadzenia biznesu.

Jedna akcja MCI generowała w 2009 roku 0,94 złotych zysku netto. Wynik ten został poprawiony w pierwszym kwartale 2010 roku, kiedy po zannualizowaniu danych EPS wzrósł do 1,23 złotych na jedną akcję, co było efektem przede wszystkim bardzo dobrych danych za I kwartał 2010 (spółka na poziomie netto uzyskała wynik równy 22.524 tys. złotych). Wynik ten jest zdecydowanie lepszy od wartości uzyskanych w 2008 roku (skutki kryzysu na rynkach finansowych wpłynęły na uzyskanie EPS równego 0,48 złotych na akcję). Podobna sytuacja miała miejsce dla EBIT przeliczonego na jedną akcję, który na koniec I kwartału 2010 roku po zannualizowaniu wyniósł 1,54 złotych i był wyższy od wyniku za 2009 rok kształtującego się na poziomie 1,05 złotych. Zwiększa się także udział majątku przypadającego na jedną akcję. Na koniec 2009 roku wartość księgowa na jedną akcję wynosiła 5,62 złotego, a na koniec I kwartału 2010 roku wzrosła do 6,10 złotych.

WYCENA

Na całkowitą wartość wyceny Grupy MCI składa się: majątek portfela inwestycyjnego oraz wartość firmy zarządzającej (MCI Management S.A.). Do wyceny Grupy MCI użyliśmy czterech metod. Trzy z nich zostały powiększone o wartość DCF firmy zarządzającej - MCI Management S.A.

Wycena	I	II		III		IV	
Model	Porównawczy	Wilcox-Gambler	+ DCF firmy zarządzającej	Skorygowanych aktywów netto	+ DCF firmy zarządzającej	DCF portfela inwestycyjnego	+ DCF firmy zarządzającej
Waga	30%	10%		30%		30%	
Wycena	Łączna wartość końcowa						

Tabela 11. Składniki końcowej wyceny
Źródło: Opracowanie własne.

I. Wycena MCI – model porównawczy

Do wyceny akcji spółki MCI S.A. wykorzystana została metoda porównawcza i dane dotyczące spółek o najbardziej podobnym zakresie prowadzonej działalności. MCI porównany został do spółek, których działalność związana jest rynkiem kapitałowym. Warto jednak podkreślić, że MCI jako spółka notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie nie ma bezpośredniego konkurenta - odpowiednika, który działałby na rynku innowacyjnych technologii z nastawieniem na szeroko rozumiany sektor IT. Niemniej na GPW w Warszawie notowanych jest kilka podmiotów, które działają jako podmioty Venture Capital oraz Private Equity jednak w innych segmentach rynkowych (mniejsze nastawienie na sektor IT). Grupa, do której jest porównywana spółka MCI składa się z: BMP AG, Capital Partners, BBI Capital, NFI Krezus, NFI Progress, Rubicon Partners, DM IDM, Ipopema Securities, Copernicus, Quercus, WDM, ECM, Sky Line Investment. W modelu do wyceny wykorzystane zostały mnożniki: P/E (cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję), P/BV (cena do wartości księgowej przypadająca na jedną akcję), P/EBIT (cena do zysku operacyjnego przypadająca na jedną akcję), EV/EBIT (enterprise value do zysku operacyjnego przypadającego na jedną akcję). Wycena modelem porównawczym opiera się na danych na koniec I kwartału 2010 roku po zannualizowaniu (dane uwzględniają wartości po czterech kwartałach na koniec I kwartału 2010 roku). Wynik końcowy to konsensus uwzględniający medianę wskaźników (mniejszy wpływ wartości skrajnych) na koniec I kwartału 2010 roku oraz stanowi średnią z poszczególnych wycen cząstkowych.

SPÓŁKA	IQ 2010*	IQ 2010*	IQ 2010*	IQ 2010*
	P/E	P/BV	P/EBIT	EV/EBIT
BMP AG	-	0,96	-	-
CAPITAL PARTNERS	-	0,84	-	-
BBI CAPITAL	-	0,48	-	-
KREZUS	4,39	1,17	4,45	4,42
PROGRESS	6,57	0,91	4,94	6,28
RUBICON	6,42	0,94	7,06	7,14
DM IDM	11,24	0,88	8,31	4,60
IPOPEMA	21,68	7,23	16,46	12,05
COPERNICUS	46,13	5,76	32,11	32,11
QUERCUS	-	24,88	-	-
WDM	8,80	1,85	8,16	6,76
ECM	11,15	7,73	-	-
SKY LINE	4,97	0,88	3,05	3,06
Mediana	8,80	0,96	7,61	6,52
Waga wskaźnika	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
MCI (wskaźniki)	6,14	1,24	4,93	5,57
Wycena częściowa MCI [PLN]	9,89	5,31	10,68	8,09
Wartość firmy na akcję [PLN]	8,49			

Tabela 12. Wycena model porównawczy
Źródło: Opracowanie własne. Stan na 23-07-2010
* - dane po zannualizowaniu za cztery ostatnie kwartały.

Ostatecznie papiery wartościowe w modelu porównawczym wycenione zostały na **8,49 PLN**.

Wycena modelem DCF spółki zarządzającej MCI Management S.A.

Model DCF opiera się na dyskontowaniu wolnych przepływów gotówki dla firmy (free cash flow to the firm), czyli generowanych przez firmę przepływów gotówki, które w kolejnych okresach mogą być przekazywane wierzycielom i akcjonariuszom. Model opiera się na:

1. Ustaleniu wolnych przepływów gotówkowych (FCFF) w kolejnych latach prognozy,
2. Ustaleniu stopy dyskontowej – kosztu kapitału (WACC), przeciętny koszt finansowania spółki uwzględniający wszystkie źródła finansowania.

$$r_{WACC} = w_{kw} \times r_{kw} + w_d \times r_{dp}$$

Gdzie:

r_{WACC} – średni ważony koszt kapitału,

w_d – procentowy udział długu w strukturze finansowania,

r_{dp} – koszt kapitału obcego po opodatkowaniu,

w_{kw} – procentowy udział kapitału własnego w strukturze finansowania,

r_{kw} – koszt kapitału własnego,

$r_{dp} = (1 - T_d)r_d$

r_d – koszt kapitału obcego przed opodatkowaniem,

T_d – podatek dochodowy.

Ustalony średni ważony koszt kapitału służy jako stopa dyskontowa, za pomocą której oblicza się zaktualizowaną wartość przepływów w okresie prognozy.

3. Obliczenie wartości rezydualnej – wartość wolnych przepływów gotówki po okresie prognozy.
4. Obliczenie wartości firmy – suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych w okresie prognozy i wartości rezydualnej po okresie prognozy.
5. Obliczenie kapitału własnego i pojedynczej akcji.

Średnia ważona opłaty pobieranej od zarządzania funduszami MCI.EuroVentures 1.0 i MCI.TechVentures 1.0 kształtowała się w pierwszym kwartale 2010 roku na poziomie 3,12%. Management fee (opłata za zarządzanie) w MCI Helix Ventures Partners FIZ (HVP) przez pierwsze 4 lata wynosi 1,8 mln zł, a przez następne lata będzie to 4% wartości aktywów netto. HVP FIZ ma posiadać aktywa o wartości 40 mln złotych.

Biorąc pod uwagę prognozowane AUM na poziomie 545 mln zł pomniejszone o wartość aktywów HVP wraz z inwestycją za 5 mln zł do modelu przyjęto założenie, że marża za zarządzanie będzie wynosiła 3,41%. Wartość ta w następnych latach będzie się zmieniała i dla 2013-2014 przyjęto marżę na poziomie 3,3%, a od roku 2015 przyjęto 3,2%. Ponadto do tych wartości dodane zostały stałe przyszłe przychody z tytułu opłaty za zarządzanie generowane od Internet Ventures FIZ.

	IQ2010		2010	
	Aktywa pod zarządzaniem	Opłata [PLN]	Aktywa pod zarządzaniem	Opłata [PLN]
MCI EV FIZ	154.989	4.650	538.773	16.788
MCI TV i BV FIZ	134.137	4.359		
HVP FIZ	1.227	1.800	6.227	1.800
Suma	290.353	10.809	545.000	18.588
W sumie marża za zarządzanie		3,72%		3,41%

Tabela 13. Marża za zarządzanie – szacunki
Źródło: Obliczenia własne

Po przeprowadzonych rozmowach z Zarządem przyjęliśmy następujące własne założenia:

- AUM (Asset Under Management) aktywa pod zarządzaniem w 2010 roku wyniosą zgodnie z prognozą Zarządu 545 mln zł i będą następująco rosły o: 20% w latach 2011-2012, 18% w latach 2013-2014, 15% w latach 2015-2019,
- W modelu uwzględniliśmy fakt, że Spółka posiada 4.048 tys. złotych niewykorzystanej straty podatkowej, która może być odliczona do 2013 roku (powiększyła wynik o niepobrany podatek za rok 2010 i o 572 tys. za rok 2011),
- Do przychodów z tytułu zarządzania za 2010 rok dodaliśmy jednorazowo kwotę 18 mln z tytułu carry interest. Na koniec 2009 roku zaległa i niepobrana opłata wynosiła ok. 9 mln zł. W kolejnych latach prognozy model nie uwzględnia dodatkowych przychodów z tytułu premii od wypracowania wyższych od zakładanych dla

poszczególnych funduszy stóp zwrotu (carry interest liczone zgodnie z zasadą High-Water-Mark)

- Począwszy od 2011 roku po zarejestrowaniu Internet Ventures FIZ, MCI będzie pobierało management fee rokrocznie na poziomie 1,5 mln złotych (50% z tytułu opłaty za zarządzanie - 3% - pobiera MCI, a 50% tej opłaty pobiera IIF)
- Przychody z tytułu zarządzania (management fee) kształtować się będą następująco: 2010-2012 3,41% + w/w 1,5 mln zł, 2013-2014 3,3% +1,5 mln zł, 2015-2019 3,2% +1,5 mln zł,
- Kwota na inwestycje w ramach Internet Ventures FIZ w wysokości 75 mln złotych (po odjęciu 10-letniej 3% opłaty management fee czyli 30 mln złotych liczonych z góry od 100 mln złotych aktywów i 5 mln złotych z tytułu tzw. bezzwrotnych świadczeń ze strony KFK) zostanie zainwestowana następująco: w 2011 r. 9,5 mln złotych, 2012 – 20,5 mln zł, 2013 – 18,5 mln zł, 2014 – 15,5 mln zł, 2015 – 11,0 mln zł.
- Marża EBITDA w całym okresie stanowić będzie 50% przychodów z tytułu zarządzania.

MCI Management S.A. [tys. PLN]	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019+
Aktywa pod zarządzaniem	436 300	545 000	654 000	784 800	926 064	1 092 756	1 256 669	1 445 169	1 661 945	1 911 238	2 197 922
zmiana		24,9%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
+ Internet Ventures			+9 500	+20 500	+18 500	+15 500	+11 000				
Przychody z tytułu zarządzania	8 511	36 588	23 806	28 267	33 085	38 770	44 361	50 790	58 183	66 686	76 464
zmiana		329,9%	-34,9%	18,7%	17,0%	17,2%	14,4%	14,5%	14,6%	14,6%	14,7%
EBITDA	50 230	18 294	11 903	14 133	16 542	19 385	22 180	25 395	29 092	33 343	38 232
zmiana		136,4%	-34,9%	18,7%	17,0%	17,2%	14,4%	14,5%	14,6%	14,6%	14,7%
Podatek (19%)	2 261	0	1 690	2 685	3 143	3 683	4 214	4 825	5 527	6 335	7 264
FCFF		18 294	10 213	11 448	13 399	15 702	17 966	20 570	23 564	27 008	30 968
PV FCFF		17 468	8 237	8 292	8 717	9 173	9 426	9 692	9 972	10 264	

Kalkulacja WACC	
Beta	1,33
Stopa wolna od ryzyka	5,79%
Premia za ryzyko	5,00%
Wymagana stopa zwrotu	12,39%
WACC	11,35%

Dług netto (tys. PLN)	74 591
Dług netto + kapitał własny (tys. PLN)	363 314
Dług netto / (Dług netto + kapitał własny)	20,53%
Koszt długu po opodatkowaniu	7,12%
Premia za ryzyko długu	3%

Wartość firmy [w tys. PLN]	
PV (FCFF)	91 242
PV (wartość rezydualna zdyskontowana)	102 134
EV	193 376
Wartość kapitału własnego	118 785
Liczba akcji	51.970.239
Wycena akcji DCF	2,29 PLN

Analiza wrażliwości		Wzrost FCF w nieskończoności		
		0,5%	1,0%	1,5%
WACC	10,35%	2,66	2,78	2,91
	10,85%	2,41	2,52	2,63
	11,35%	2,19	2,29	2,38
	11,85%	2,00	2,08	2,16
	12,35%	1,82	1,89	1,96

Tabela 14. Wycena spółki zarządzającej MCI Management S.A. – model DCF
Źródło: Opracowanie własne.

Warto podkreślić, że od 2011 roku model wyceny nie uwzględnia ewentualnej dodatkowej opłaty carry interest. W przypadku wypracowania przez zarządzających stóp zwrotu wyższych od minimalnych (szczegółowe informacje zawiera ostatnia kolumna Tabeli. 2), dodatkowa opłata dla poszczególnych funduszy może istotnie wpływać na wartość firmy.

Dług netto Spółki został powiększony o wartość emisji obligacji serii E przydzielonej 1 lipca 2010 r. w wysokości 27,45 mln złotych. Przyjęto założenie, że kwota ta została uwzględniona w opublikowanej prognozie Zarządu MCI Management S.A. dotyczącej wielkości aktywów pod zarządzaniem.

W modelu m.in. przyjęliśmy założenia, że stopa wolna od ryzyka jest równa rentowności 10 letnich obligacji skarbowych 5,791% (ostatni przetarg z dnia 16.06.2010 roku). Dwuletnia wartość beta przyjęta dla Spółki wynosi 1,33. Do dyskontowania przepływów pieniężnych użyliśmy kosztu kapitału własnego (WACC) na poziomie 11,35%. Za wartość rezydualną po ustaniu okresu prognozy przyjęliśmy wzrost w nieskończoności o +1,0%.

Wartość firmy zarządzającej MCI Management S.A. w modelu DCF wyceniona została na **2,29 PLN**.

II. Wycena modelem Wilcoxa – Gamblera

To technika wyceny przedsiębiorstwa łącząca założenia metody księgowej z likwidacyjną. Podstawę analizy stanowi tu bilans przedsiębiorstwa sporządzony na dzień wyceny, a następnie ustala się hipotetyczną wartość likwidacyjną aktywów bilansowych, przyjmując określone współczynniki przeliczeniowe. Ustalenie wartości likwidacyjnej jest szczególnie ważne, ponieważ wycena dokonana tą metodą wyznacza dolną granicę wyceny przedsiębiorstwa. Model Wilcoxa – Gamblera opiera się na założeniu, że na wielkość likwidacyjną przedsiębiorstwa składa się: wartość środków pieniężnych i papierów wartościowych, niepełnej wartości kwoty wszystkich należności – zazwyczaj jest to 70,0 proc. oraz niepełna wartość innych aktywów – zazwyczaj przyjmowana jest wycena tego składnika majątku od 50,0 proc. Wartość aktywów uzyskana w ten sposób pomniejszona o całkowitą wielkość zobowiązań daje wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa. Przy wyznaczaniu tej wartości należy zwrócić uwagę na to, że wartość części składników majątku nie jest wyceniana na poziomie 100 proc. i uzależniona jest to od możliwości upłynnienia tych składników majątku.

Wartość likwidacyjną można szacować w dwojaki sposób, przyjmując założenie, że:

- sprzedaż aktywów odbywa się bez konieczności ich natychmiastowego zbycia (tzw. orderly liquidation),
- sprzedaż aktywów odbywa się w trybie natychmiastowym (tzw. fire sale).

Poniższa analiza przeprowadzona została dla spółki MCI i obejmuje okres od 2007 roku do I kwartału 2010 roku. Do wyliczenia wartości likwidacyjnej posłużyła: gotówka – (G), krótkoterminowe aktywa finansowe i aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży oraz inwestycje krótko i długoterminowe rozumiane jako papiery wartościowe – (PW), należności krótko i długoterminowe rozumiane

jako należności ogółem – (N), zapasy – (ZP), zaliczki – (ZAL) oraz pozostałe aktywa głównie trwałe – (AK). Tak wyliczona wartość spieniężonego majątku pomniejszając zobowiązania krótkoterminowe (ZK) oraz zobowiązania długoterminowe (ZD).

$$\text{Wskaznik Wilcoxa – Gamblera} = \frac{(G * 100\% + PW * 100\% + N * 70\% + ZP * 70\% + ZAL * 70\% + AK * 50\%) - (ZK * 100\% + ZD * 100\%)}{}$$

Wynik analizy przedstawia poniższa tabela.

Wyszczególnienie (wartości w tys. PLN)	Waga	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	I Q 2010*
Gotówka – środki pieniężne (G)	100%	7.304,00	8.113,00	1.080,00	2.340,00
Papiery wartościowe i inne krótkotrwałe aktywa finansowe (PW)	100%	215.364,00	267.328,00	325.813,00	361.824,00
Należności (N)	70%	7.130,20	13.293,70	1.770,30	1.862,00
Zapasy (ZP)	70%	0,70	92,40	0,00	0,00
Zaliczki (ZL)	70%	0,00	0,00	0,00	0,00
Inne Aktywa (IA)	50%	1.816,50	2.724,50	2.128,50	1.701,50
Zobowiązania krótkoterminowe (ZK)	100%	15.133,00	69.387,00	13.514,00	36.863,00
Zobowiązania długoterminowe (ZD)	100%	66.755,00	22.668,00	54.144,00	44.641,00
Liczba akcji		39.891.000	42.075.167	45.294.496	47.349.989
Wartość przedsiębiorstwa po zaspokojeniu wierzycieli		149.727,40	199.496,60	263.133,80	286.223,50
Dynamika zmiany		-	+33,24%	+31,90%	+8,77%
Wartość przedsiębiorstwa po zaspokojeniu wierzycieli w przeliczeniu na jedną akcję		3,75	4,74	5,81	6,04
Dynamika zmiany w przeliczeniu na jedną akcję		-	+26,40%	+22,57%	+3,96%

Tabela 15. Model Wilcoxa – Gamblera

Źródło: Opracowanie własne

*dane po zannualizowaniu za cztery ostatnie kwartały.

Po upływnieniu aktywów i zaspokojeniu wierzycieli wartość likwidacyjna na koniec pierwszego kwartału wyniosła 286.223,5 tys. złotych co okazało się o +8,77 proc. więcej niż na koniec grudnia 2009 roku, kiedy to wartość likwidacyjna wynosiła 263.133,8 tys. złotych. Decydujący wpływ na uzyskany wynik miała wycena papierów wartościowych i aktywów finansowych w tym inwestycji długo i krótkoterminowych, których łączna wartość wyceniona w modelu na koniec I kwartału 2010 roku wyniosła 361.824,0 tys. złotych. Były one wyżej wyceniane w porównaniu do stanu na koniec grudnia 2009 roku o 36.011,0 tys. złotych. W zastosowanym modelu porównywalnie mniejszy wpływ na wynik końcowy miały inne aktywa wyceniane w I kwartale 2010 roku na 1.701,5 tys. złotych. Jak można zauważyć poziom ten jest względnie stabilny, ponieważ na koniec 2009 roku ta część majątku wyceniana była na 2.128 tys. złotych.

Z drugiej strony wynik istotnie pomniejszały zobowiązania krótkoterminowe, które na koniec I kwartału 2010 roku wyniosły 36.863,0 tys. złotych. Dla porównania na koniec 2009 roku wartość ta była o 23.349,0 tys. złotych niższa i wynosiła 13.514,0 tys. złotych. Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku

zobowiązań długoterminowych, które na koniec I kwartału 2010 roku spadły z 54.144,0 złotych do 44.641,0 złotych.

W przeliczeniu na jedną akcję wartość likwidacyjna na koniec I kwartału 2010 roku daje **6,04 złote**, a na koniec grudnia 2009 roku 5,81 złote. Analizując spółkę MCI pod tym kątem warto podkreślić, że wycena modelem Wilcoxa – Gamblera nie uwzględnia wiedzy know – how oraz wartości intelektualnych, które w tego typu biznesie (rynek Venture Capital, Private Equity) mogą tworzyć wartość dodaną nieujmowaną w majątku Spółki. To skłania do tego, aby powiększyć wartość 6,04 zł o wartość DCF firmy zarządzającej tj. 2,29 zł, co daje w sumie wycenę równą **8,33 zł**.

Obliczony poziom 6,04 zł na jedną akcję jest wyceną, poniżej którego wartość bilansowa przedsiębiorstwa (nawet w sytuacji skrajnie hipotetycznego negatywnego scenariusza bankructwa) nie powinna być mniejsza. Mając na uwadze jedynie próbę oszacowania wartości minimalnej przyjmujemy, że w wycenie końcowej liczba ta, powiększona o DCF firmy zarządzającej, będzie ważyła zaledwie 10% ostatecznej średniej skumulowanej wartości Grupy MCI.

III. Metoda wyceny – model skorygowanych aktywów netto

W ostatnich dostępnych sprawozdaniach funduszy (stan na 31.12.2009 r.) można sprawdzić, że spółki będące przedmiotem publicznego obrotu są wyceniane zgodnie z wartością rynkową (kurs na zamknięciu 31 grudnia 2009 r.). Do modelu wyceny metodą skorygowanych aktywów netto przyjmujemy, że procentowe stany posiadania spółek giełdowych dostępne w ostatnich raportach finansowych poszczególnych funduszy (raporty roczne za 2009 rok) nie uległy zmianie (z uwzględnieniem transakcji na One-2-One, ABC Data oraz całkowitego wyjścia z inwestycji w S4E).

Wartość aktywów pięciu funduszy (na podstawie wycen z 31 marca 2010 roku) przemnożyliśmy przez procentowy udział MCI Management S.A. Po dokonanej korekcie przystąpiliśmy do wyceny wszystkich pięciu funduszy:

- MCI EuroVentures 1.0,
- MCI TechVentures 1.0,
- MCI.BioVentures FIZ,
- Helix Ventures Partners FIZ,
- MCI Gandalf SFIO.

W przypadku MCI.EuroVentures 1.0 przyjęto na koniec kwartału liczbę akcji ABC Data zgodnie ze stanem na 31.12.2009 roku. Do chwili obecnej (26-07-2010) liczba akcji ABC Data w portfelu funduszu zwiększyła się o 3.420.000 sztuk akcji do poziomu 55.377.600.

Z uwagi na częściowe wyjście 28 kwietnia 2010 MCI z większości pakietu akcji One-2-One do wyliczeń wyceny należy skorygować stan posiadania przez MCI.TechVentures 1.0. Fundusz przed zbyciem posiadał 910.845 sztuk akcji One-2-One S.A., stanowiących 13,77% kapitału zakładowego Spółki. Po dokonanych czterech transakcjach pakietowych obecnie posiada 100.000 sztuk akcji, stanowiących 1,51% udziału w kapitale zakładowym Spółki. Transakcje były zawierane po 8,90 zł, a na zamknięciu sesji tego dnia inwestorzy płacili za akcje One-2-One 9,78 zł.

Do wartości aktywów wynikających z wyceny certyfikatu MCI.TechVentures 1.0 w przyjętych obliczeniach dodajemy, zatem 7.216.521 złotych uzyskane z w/w transakcji, zmniejszając tym samym stan posiadania Funduszu do 100.000 akcji One-2-One.

W celu otrzymania wycen funduszy, bez spółek notowanych na rynku głównym GPW oraz na rynku NewConnect, odjęliśmy aktywa publiczne według kursów na zamknięciu 31 marca 2010 roku. Fundusz Gandalf w 100% należy do klientów zewnętrznych i nie wchodzi w skład portfela aktywów MCI Management S.A. Po korekcie otrzymaliśmy wartość aktywów w posiadaniu Grupy MCI na koniec IQ2010 r. na poziomie 282.818.149 złotych.

	Wartość aktywów na dzień 31.03.10 (PLN)	Poziom zaangażowania MCI /Liczba akcji należących do funduszy FIZ	Wartość aktywów w posiadaniu Grupy MCI na 31.03.10 po korekcie
MCI.EuroVentures 1.0	154.989.267	100%*	154.989.267
- ABC Data	przed IPO	51.957.600 akcji	140.151.000
MCI.EuroVentures 1.0 po korektach			14.838.267
MCI.TechVentures 1.0	125.916.351	97,40%	122.642.526
- TravelPlanet	21,56 zł/akcję	905.297 akcji	19.010.730
- One2One	8,97 zł/akcję	910.845 akcji	7.957.852
- Dom Zdrowia	2,00 zł/akcję	2.656.700 akcji	5.175.252
- Digital Avenue	0,78 zł/akcję	4.588.620 akcji	3.486.066
MCI.TechVentures 1.0 po korektach			83.823.920
MCI.BioVentures FIZ	8.220.661	99,53%	8.006.923
Helix Ventures Partners FIZ	1.227.128	30%	368.138
MCI GANDALF SFIO	19.195.528	0%	0
SUMA [PLN]	309.548.935		282.818.149

Tabela 16. Wycena metodą skorygowanych aktywów netto

* - z uwzględnieniem udziału Technopolis

Źródło: Opracowanie własne

Po uzyskaniu wartości aktywów funduszy, z wyłączeniem spółek notowanych na giełdzie, przystąpiliśmy do ponownej wyceny aktywów posiadanych przez MCI Management S.A. Do wartości aktywów w posiadaniu Grupy MCI na 31.03.2010 r. **po korekcie** dodaliśmy wartości pakietów spółek publicznych według kursów zamknięcia z dnia 23 lipca 2010 roku. Wartość tych pakietów przemnożyliśmy przez procentowy udział MCI w danym funduszu. Tak zsumowane wartości pozwoliły nam na uzyskanie sumy portfela aktywów posiadanych przez Grupę MCI. Według stanu na 23 lipca 2010 r. zgodnie z przyjętymi założeniami wyniosła ona 277.627 tys. złotych

	Wartość aktywów w posiadaniu Grupy MCI na 31.03.10 po korekcie / wartość 1 akcji na 23.07.2010	Poziom zaangażowania funduszu /Liczba akcji w funduszu	Wartość aktywów w posiadaniu Grupy MCI na 23.07.2010	Różnica wynikająca z aktualizacji wyceny spółek giełdowych ze stanu z 31.03.2010 na 23.07.2010
MCI.EuroVentures 1.0	154.989.267	100,00%	14.838.267	0
+ABC Data	2,46 zł	55.377.600 akcji	136.228.896	-3.922.104
Razem MCI.EuroVentures 1.0			151.067.163	-3.922.104
MCI.TechVentures 1.0	125.916.351	97,40%	83.823.920	0
+ TravelPlanet	18,50 zł/akcję	905.297 akcji	16.312.547	-2.698.183
+ One2One	9,29 zł/akcję	100.00 akcji	904.846	32.000
+ One2One (sprzedaż pakietowa)	8,90 zł/akcję	0 (sprzedano 810.845 akcji)	7.028.891	259.470
+ Dom Zdrowia	2,72 zł/akcję	2.656.700 akcji	7.038.342	1.863.091
+Digital Avenue	0,70 zł/akcję	4.588.620 akcji	3.128.521	-357.545
Razem MCI.TechVentures 1.0 po korektach			118.237.067	-4.405.459
MCI.BioVentures FIZ *	8.006.923	99,53%	7.554.024	-452.900
Helix Ventures Partners FIZ *	368.138	30%	768.675	400.537
MCI GANDALF SFIO	0	0%	-	--
SUMA	282.818.149		277.626.929	-8.379.926

Tabela 17. Portfel inwestycyjny Grupy MCI po korektach

Źródło: Opracowanie własne

*- wycena na 30 czerwca 2010 r.

Część inwestycji odnoszących się do spółek portfelowych, znajduje się poza strukturą funduszy FIZ a wliczana jest do wartości całej Grupy MCI. Dotyczy to w szczególności:

- Travelplanet.pl (poza MCI.TechVentures 1.0 znajduje się 28.488 akcji spółki, co dawało na koniec Q1 614.201 PLN),
- ABC Data (poza MCI.EuroVentures 1.0 znajduje się 25.685.000 akcji spółki wycenionych na koniec Q1 na ok. 66.760.455 PLN).

W związku z tym do sumy aktywów funduszy FIZ posiadanych przez Grupę MCI dodaliśmy zaktualizowane wartości w/w pakietów (na dzień 23-07-2010 r.). Tak otrzymaną wartość skorygowaliśmy o poszczególne elementy z bilansu MCI Management S.A. i otrzymaliśmy wartość portfela na jedną akcję.

	Wartość aktywów w posiadaniu Grupy MCI na 31.03.10 po korekcie / wartość 1 akcji na 23.07.2010	Liczba akcji w posiadaniu MCI poza FIZ	Wartość aktywów w posiadaniu Grupy MCI na 23.07.2010
SUMA [PLN]	282.818149		277.626.929
+TravelPlanet poza MCI.TechVentures 1.0	18,50 zł/akcję	28.488 akcji	527.028
+ABC Data poza MCI.EuroVentures 1.0	2,46 zł	25.685.000	63.185.100
SUMA [PLN]			341.339.057
	+środki pieniężne i ich ekwiwalenty		2.340.000
	+należności		2.432.000
	+inne obrotowe aktywa finansowe		3.913.000
	+obligacje MCI.TechVentures 1.0		3.528.000
	+obligacje serii E		27.450.000
	+aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży		9.091.000
	-zobowiązania ogółem		-85.554.000
Wartość portfela Grupy MCI [PLN]			302.107.057
liczba akcji MCI			51.970.239
Wartość portfela na jedną akcję [PLN]			5,86

Tabela 18. Wycena portfela MCI Management S.A. metodą skorygowanych aktywów netto
Źródło: Obliczenia własne

Niezmiernie duży wpływ na kształtowanie się wartości portfela MCI Management S.A. ma spółka ABC Data. Hipotetyczny wzrost kursu ABC Data o 1,00 zł (do 3,46 zł) powoduje, że wartość portfela wzrasta do 422,4 mln złotych (wycena metodą skorygowanych aktywów netto wzrasta do 7,37 złotego na akcję). Powoduje to, że wycena portfela metodą skorygowanych aktywów netto jest bardzo wrażliwa na wahania kursu spółki ABC Data.

Przy przyjętych założeniach zgodnie z wycenami spółek notowanych na GPW oraz New Connect, portfel MCI Management S.A. metodą skorygowanych aktywów netto wynosi 302,11 mln złotych, co daje 5,86 złotego na jedną akcję Spółki.

Wartość portfela MCI Management S.A. nie uwzględnia wartości samej firmy zarządzającej (którą należy dodać), która m.in. z tego tytułu (poza działalnością inwestycyjną) czerpie zyski. W najbliższych latach udział ten będzie, w coraz większym stopniu wpływał na wyniki finansowe MCI Management S.A.

Wartość firmy zarządzającej w modelu DCF wyceniona została na **2,29 PLN**. Ostatecznie po dodaniu jej do portfela MCI Management S.A. wycenionego metodą skorygowanych aktywów netto, który wyniósł 5,86 PLN, otrzymujemy łączną wycenę na poziomie 8,15 PLN.

IV. Wycena modelem DCF portfela Grupy MCI

Wycena Grupy MCI opiera się na zdyskontowaniu na dzień dzisiejszy przyrostu szacowanego portfela netto do końca 2019 roku. Wartości takie jak: beta, stopa wolna od ryzyka, dług netto, dług netto plus kapitał własny, premia za ryzyko, premia za ryzyko długu czy wymagana stopa zwrotu zaczerpnięte zostały z modelu wyceny DCF spółki zarządzającej MCI Management S.A.

Po przeprowadzonych rozmowach z Zarządem przyjęliśmy następujące własne założenia:

- Wartość portfela w 2010 roku wzrośnie o 21,36%, co odpowiada stopie IRR uzyskanej od początku działalności Grupy MCI i zostanie powiększona o kwotę pozyskaną z tytułu obligacji serii E zdyskontowaną do końca grudnia bieżącego roku. Co za tym idzie przyjmujemy, że wykorzystane z emisji 27,34 mln zł przyniesie za 5 miesięcy stopę zwrotu na poziomie 8,90% (21,36% p.a.)
- W kolejnych latach portfel Grupy MCI będzie przyrastał następująco: w 2011 roku o 21%, w 2012 o 20,50%, w 2013 o 20%, w 2014 o 19,50%, w 2015 o 19%, w 2016 o 18,5%, w 2017 o 18%, w 2018 o 17,5% i w 2019 o 17%. Wartości te zostaną jednak powiększone o 25% udział MCI w portfelu nowoutworzonego funduszu Internet Ventures (w organizacji)
- Kwota na inwestycje w ramach Internet Ventures FIZ w wysokości 75 mln złotych (po odjęciu 10-letniej 3% opłaty management fee czyli 30 mln złotych liczonych z góry od 100 mln złotych aktywów i 5 mln złotych z tytułu tzw. bezzwrotnych świadczeń ze strony KFK) zostanie zainwestowana następująco: w 2011 r. 9,5 mln złotych, 2012 – 20,5 mln zł, 2013 – 18,5 mln zł, 2014 – 15,5 mln zł, 2015 – 11,0 mln zł. Z uwagi na fakt, że udział MCI w funduszu wynosi 25% (pozostałe udziały należą w 50% do KFK i w 25% do IIF S.A.) portfel Grupy MCI wzrośnie o: 2.375 tys. zł w 2011 roku (co da łączny wzrost w 2011 r. o 21,62% zamiast 21%), 5.125 tys. zł w 2012 roku, 4.625 tys. zł w 2013 roku, 3.875 tys. zł w 2014 roku i 2.750 tys. zł w 2015 roku. Każda z tych wartości będzie przyrastała w kolejnym roku w tempie zgodnym z przyjętym w modelu wzrostem portfela np. zainwestowane 2.375 tys. zł wzrośnie w 2012 roku o 20,5%.

MCI Management S.A. [tys. PLN]	<i>2009</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019+
Wartość portfela	288 643	380 190	462 405	562 323	679 413	815 773	973 520	1 153 622	1 361 273	1 599 496	1 871 411
zmiana		21,36%	21,00%	20,50%	20,00%	19,50%	19,00%	18,50%	18,00%	17,50%	17,00%
+ portfel MCI w ramach Internet Ventures FIZ			+2 375	+5 125	+4 625	+3 875	+ 2 750				
zmiana		31,72%	21,62%	21,61%	20,82%	20,07%	19,34%	18,50%	18,00%	17,50%	17,00%
PV FCFF		363 024	372 951	407 315	441 970	476 589	510 780	543 585	576 055	607 878	638 730

Kalkulacja WACC			
Beta	1,33	Dług netto (tys. PLN)	74 591
Stopa wolna od ryzyka	5,79%	Dług netto + kapitał własny (tys. PLN)	363 314
Premia za ryzyko	5,00%	Dług netto / (Dług netto + kapitał własny)	20,53%
Wymagana stopa zwrotu	12,39%	Koszt długu po opodatkowaniu	7,12%
WACC	11,65%	Premia za ryzyko długu	3%
Wartość portfela netto [w tys. PLN]			
PV (FCFF)	638 730		
Wartość portfela po odjęciu długu netto	564 139		
Liczba akcji	51.970.239		
Wycena portfela DCF	10,86 PLN		

Tabela 19. Wycena portfela Grupy MCI Management S.A. – model DCF
Źródło: Opracowanie własne

Wartość zdyskontowanego portfela Grupy MCI oszacowana modelem Discounted Cash Flow szacowana jest na **10,86 PLN**. Po dodaniu do oszacowanego portfela netto wartości firmy zarządzającej 2,29 PLN otrzymujemy zdyskontowaną wartość całej Grupy MCI Management S.A. na poziomie **13,15 PLN**.

Wycena – podsumowanie

Formułując ocenę ostateczną wartości akcji Spółki skorzystaliśmy ze średniej ważonej czterech wycen uzyskanych: I metodą porównawczą (30%), II modelem Wilcoxa-Gamblera powiększonym o wartość DCF firmy zarządzającej MCI Management S.A. (10%), III metodą skorygowanych aktywów netto powiększoną o wartość DCF firmy zarządzającej MCI Management S.A. oraz IV metodą DCF portfela Grupy MCI powiększonego o wartość DCF firmy zarządzającej MCI Management S.A.

WYCENA	I	II		III		IV	
Model	Porównawcza	Wilcox-Gambler	+ DCF firmy zarządzającej	Skorygowanych aktywów netto	+ DCF firmy zarządzającej	DCF portfela inwestycyjnego	+ DCF firmy zarządzającej
Cena	8,49 PLN	6,04 PLN	+2,29 PLN	5,86 PLN	+2,29 PLN	10,86 PLN	+2,29PLN
		8,33 PLN		8,15 PLN		13,15 PLN	
Waga	30%	10%		30%		30%	
Wycena	9,77 PLN						

Tabela 20. Wycena końcowa Grupy MCI Management S.A. – zestawienie zbiorcze
Źródło: Opracowanie własne.

Finalnie wyceniamy jedną akcję Grupy MCI Management S.A. na 9,77 PLN.

Opracowali:

Tomasz Jachowicz
Marcin Kuszyk

tomasz.jachowicz@dnbnord.pl
marcin.kuszyk@dnbnord.pl

Zespół Analiz i Informacji Biura Maklerskiego Banku DnB NORD Polska S.A.

Objaśnienie stosowanej terminologii:

EPS = zysk netto / liczba akcji
DPS = dywidenda na akcję
CF = zysk netto + amortyzacja
CFPS = cash flow / liczba akcji
ROE = zysk netto / średni kapitał własny
ROA = zysk netto / aktywa
ROCE = zysk netto / kapitał zaangażowany
Kapitał zaangażowany = kapitał własny + kapitał obcy za który firma płaci odsetki
MC = liczba akcji * cena rynkowa
Dług netto = oprocentowany dług skorygowany o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
EV = MC + Dług netto
P/E = kurs rynkowy / EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa / (amortyzacja + zysk netto)
P/BV = kapitalizacja rynkowa / wartość księgowa
P/S = kapitalizacja rynkowa / przychody netto ze sprzedaży
WD = DPS / EPS * 100%
WI = zysk zatrzymany / EPS * 100%
Stopa dywidendy = DPS / kurs rynkowy * 100%
IRR = wewnętrzna stopa zwrotu mierząca efektywność ekonomiczną inwestycji
HWM (High – Water Mark) wynagrodzenie zmienne naliczane tylko od wzrostu wartości jednostki uczestnictwa funduszu powyżej dotychczasowego, historycznego maksimum wartości jednostki uczestnictwa
NAV (Net Asset Value) – wartość netto aktywów
Management fee – opłata za zarządzanie
Carry interest – premia motywacyjna wypłacana zarządzającemu od wyników powyżej benchmarku,

Stosowane przez Biuro Maklerskie następujące kierunki rekomendacji oznaczają:

- 1) "kupuj" - w ocenie Biura Maklerskiego instrument finansowy posiada co najmniej 20% potencjał wzrostu,
- 2) "akumuluj" - w ocenie Biura Maklerskiego instrument finansowy posiada co najmniej 10% potencjał wzrostu,
- 3) "neutralnie" w ocenie Biura Maklerskiego instrument finansowy pozostanie stabilny w przedziale +/- 10%,
- 4) "redukuj" - w ocenie Biura Maklerskiego instrument finansowy posiada co najmniej 10% potencjał spadku,
- 5) "sprzedaj" - w ocenie Biura Maklerskiego instrument finansowy posiada co najmniej 20% potencjał spadku.

Data sporządzenia raportu jest dzień 28 lipca 2010 roku.

Powyższy raport adresowany jest do klientów Biura Maklerskiego Banku DnB NORD Polska S.A. oraz nie będących klientami Biura Maklerskiego, inne osoby zainteresowane, po udostępnieniu raportu do wiadomości publicznej.

Ważność rekomendacji 12 miesięcy, o ile nie nastąpi jej wcześniejsza zmiana.

Wcześniejsze rekomendacje dotyczące MCI Management S.A. wydane przez BM Banku DnB NORD Polska S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy: brak. BM Banku DnB NORD Polska S.A. nie przewiduje w chwili obecnej również uaktualnień do niniejszego raportu oraz wydania kolejnego raportu, który dotyczyłby opisywanego podmiotu gospodarczego.

Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska S.A. jest wyodrębnioną organizacyjnie i finansowo jednostką Banku DnB NORD Polska S.A. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Biura Maklerskiego Banku DnB NORD Polska S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z najlepszą wiedzą osób uczestniczących w jego sporządzeniu, dochowaniem należytej staranności, oraz rzetelności przez osoby uczestniczące w jego sporządzeniu. Niniejsze

opracowanie stanowi projekcję zachowania instrumentów finansowych w okresie obowiązywania raportu. Raport nie stanowi jakiejkolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego inwestora. Korzystając z opracowania nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. BM Banku DnB NORD Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu, ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Niniejszy dokument nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Jego autorem jest Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska S.A. Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska S.A. nie jest zobowiązane do zapewnienia czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Niniejszy dokument nie będzie stanowił podstawy do uznania jego adresatów klientami Biura Maklerskiego Banku DnB NORD Polska S.A., ze względu na fakt jego otrzymania. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Treść rekomendacji była udostępniona Spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem oraz została skonsultowana z Emitentem. Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BM Banku DnB NORD Polska S.A. oraz osobami sporządzającym niniejsze opracowanie, lub ich osobami bliskimi, a emitentem nie występują jakiejkolwiek powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Rekomendacja opracowana przez BM Banku DnB NORD Polska S.A. wynika m.in. z umowy zawartej między Spółką Immoventures Sp. z o.o. (podmiot dominujący w strukturze akcjonariatu MCI Management) a Biurem Maklerskim Banku DnB NORD Polska S.A., w której to Biuro Maklerskie zobowiązało się opracować do 30 czerwca 2010 roku raport analityczny z wyceną dotyczący MCI Management. Powyższa umowa została aneksowana a ostateczny termin przekazania raportu to 28 lipca 2010 roku. Czynnikiem warunkującym sporządzenie rekomendacji było uzyskanie określonej w umowie prowizji maklerskiej na transakcjach giełdowych przeprowadzonych przez Immoventures Sp z o.o. względem Biura Maklerskiego. Biuro Maklerskie nie pobrało dodatkowego wynagrodzenia za opracowanie rekomendacji.

Wynagrodzenie osób uczestniczących w sporządzaniu niniejszego raportu nie jest zależne od wyników finansowych transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BM Banku DnB NORD Polska S.A. dotyczących instrumentów finansowych, których niniejsze opracowanie dotyczy. Osoby uczestniczące w sporządzaniu niniejszego raportu nie posiadają informacji o wystąpieniu sytuacji, o których mowa w §10 pkt.1 pp. 8 i 9 Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Inwestycja w akcje jest obarczona wieloma czynnikami ryzyka np. między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m. im. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego. W praktyce, precyzyjna prognoza wpływu tych ryzyk na kształtowanie się kursu akcji i jego wyeliminowanie jest niemożliwe, co należy brać pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Metody wyceny zastosowane w niniejszym raporcie opierają się na modelach opisanych w literaturze ekonomicznej i powszechnie stosowanych. Należy zaznaczyć, że do prawidłowej wyceny wymagane jest oszacowanie dużej ilości parametrów takich jak np.: stopy procentowe, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i inne. Parametry te są zmienne w czasie i mogą różnić się od przyjętych w modelu wyceny. Wycena jest zależna od wartości wprowadzanych parametrów i wrażliwa na zmianę tych parametrów

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska S.A. korzystało z następujących źródeł informacji: materiały otrzymane od MCI Management S.A., raporty bieżące i okresowe MCI Management S.A, materiały zamieszczone na stronie Emitenta, depesze Polskiej Agencji Prasowej, depesze serwisu Thomson Reuters, www.bankier.pl, www.wikipedia.pl, www.kfk.org.pl, raportów opracowanych przez Europe Private Equity & Venture Capital Association (EVCA). Nie ma pełnej gwarancji, że wszystkie informacje są kompletne i dokładne.

Biorąc pod uwagę zmianę przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska S.A. złożyło wniosek do Komisji Nadzoru Finansowego o wydanie zezwolenia na sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakter ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Do czasu uzyskania zezwolenia działalność ta wykonywana jest warunkowo.