Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa
tel. 022-50 43 323
e-mail: B.Stryjewski@bossa.pl
http://bossa.pl

MCI Management S.A.

Analiza Fundamentalna

Sierpień 2007

Wszystkie opracowania i komentarze zawarte w niniejszym raporcie są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być interpretowane inaczej. Dom Maklerski BOŚ SA nie bierze odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu.
Informacje, o których mowa w par. 5-10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19.10.2005 r. (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców znajdują się na str.19 niniejszego raportu

MCI Management SA

Sektor: informatyczny
ul. Św. Mikołaja 7, 50-125 Wrocław
tel. (71) 781-7380, fax. (71) 781-7383
http://www.mci.com.pl, e-mail: biuro@mci.com.pl
Prezes Zarządu: Tomasz Czechowicz
Audytor: Baker Tilly Smoczyński i Partnerzy Sp. z o.o.

Rekomendacja
przy cenie zamknięcia 22,29 PLN z 17.08.2007 r.

KUPUJ

Cena docelowa – 33,50 PLN

Wycena porównawcza: 24,94 **PLN**

Parametry finansowe Grupy

Lata	NS (mln PLN)	OP (mln PLN)	DEPR (mln PLN)	NP (mln PLN)	EPS (PLN)	DPS (PLN)	BVPS (PLN)	ROE (%)	DM (%)	CR x	QR x	DFL x	P/E x	P/OP x	P/BV x	MC/S x
2004	95,98	-4,31	0,99	2,53	0,07	0,00	0,41	16,16	60,84	1,97	1,93	2,79	332,63	-	53,76	8,78
2005	82,08	8,27	0,94	5,53	0,15	0,00	0,58	25,30	54,43	2,07	2,02	1,28	152,50	101,91	38,58	10,27
2006	91,70	34,70	1,25	29,35	0,75	0,00	1,35	55,23	53,49	1,34	1,29	1,05	29,82	25,22	16,47	9,55

EUR/PLN = 3,8345, do obliczeń przyjęto kurs zamknięcia z sesji z dnia 17.08.2007 r. – 22,29 PLN

Akcjonariat (15.06.2007)	Liczba akcji (szt.)	Udział w kap. zakł. (%)	Udział głosów na WZA (%)
Tomasz Czechowicz wraz z Czechowicz Ventures Sp. z o.o.	17 406 150	43,55	43,55
BZ WBK AIB Asset Management S.A.	4 851 766	12,14	12,14
Pozostali	17 712 084	44,31	44,31
Razem	39 970 000	100,00	100,00

Dane podstawowe Grupy	**mln PLN**	**mln EUR**
Suma bilansowa (30.06.2007)	131,68	34,34
Kapitał własny (30.06.2007)	89,33	23,30
Kapitalizacja rynkowa (17.08.2007)	890,93	232,35
Free float (17.08.2007)	394,77	102,95
Średni dzienny wolumen (szt.) 18.07-17.08	374 881	
Zwrot z inwestycji (%) (18.07-17.08.07)	-31,63	
Beta vs. WIG (17.08.2007)	1,84	
Data debiutu	01.02.2001	
Cena debiutu (PLN)	8,95	

Parametry fundamentalne dla Grupy

	IV'06-III'06	***I'06-IV'06***	***II'06-I'07***	***III'06-II'07***
ROE (%)	48,10	52,76	62,44	62,60
ROA (%)	28,90	24,39	36,05	42,47
ROS (%)	22,19	19,11	19,09	17,44
OPM (%)	35,13	41,78	60,14	63,22
NPM (%)	27,11	31,60	47,77	50,95
CFM (%)	27,11	31,60	47,77	50,95
EPS (PLN)	0,53	0,74	1,20	1,40

PLN	***II'07***	***II'06***	***III'06***	***I' - II'07***	***I' - II'06***
NS (mln)	26,34	17,11	15,27	48,78	30,65
OP (mln)	13,79	4,87	11,42	39,23	8,13
NP (mln)	11,92	4,02	10,61	33,34	6,37
EPS	0,30	0,11	0,28	0,83	0,17
NOCF(mln)	-2,22	-1,42	1,10	2,16	-1,76
NICF(mln)	-3,62	4,04	2,97	-0,82	-0,87
NFCF(mln)	1,31	0,10	-0,39	1,15	-0,05

Podsumowanie

MCI Management S.A. jest jedną z większych grup inwestycyjnych zarządzającą funduszami venture capital, inwestując głównie w spółki z sektora nowych technologii. Pozytywnie oceniamy nową strategię rozwoju Funduszu polegającą na utworzeniu TFI zarządzającego poszczególnymi subfunduszami. Uważamy, że nowa struktura będzie bardziej przejrzysta i w przyszłości wpłynie na wzrost wartości dla akcjonariuszy. Z kolei planowane rozszerzenie skali działalności na nowe branże oraz skoncentrowanie się na inwestycjach w większe spółki na późniejszym etapie rozwoju, pozwoli na utrzymanie dynamicznego rozwoju Funduszu, a zwiększenie dywersyfikacji działań zmniejszy całkowite ryzyko portfela MCI.

Chcielibyśmy podkreślić, że Fundusz posiada ośmioletnią historię rozwoju, podczas której konsekwentnie rozbudowywał portfel inwestycyjny, osiągając wg naszych szacunków średnioroczną stopę zwrotu na poziomie ok. 30,0%. Ponadto wg naszych obliczeń w wyniku zawarcia transakcji zakupu sześciu spółek z grupy Actebis Holding, Fundusz wypracuje zysk przed opodatkowaniem w wysokości 200 mln zł. A zatem wszystkie dotychczasowe działania MCI Management S.A. stanowią swego rodzaju poparcie dla obecnie przedstawionej strategii rozwoju.

Pozytywnie oceniając dotychczasowy rozwój Spółki jak i obraną strategię dalszej ekspansji, zwracamy również uwagę, że inwestycja w akcje MCI obarczona jest znaczącym ryzykiem. Realizowane stopy zwrotu ze sprzedaży spółek portfelowych oraz ich wycena w portfelu są silnie uzależnione od aktualnie panującej koniunktury w gospodarce i na giełdzie. A zatem osiągane wyniki finansowe oraz kurs akcji cechuje duża zmienność.

Pojedynczą akcję MCI wyceniliśmy na 33,50 zł, a więc o 50,3% powyżej aktualnej ceny rynkowej. Rekomendujemy zatem kupowanie akcji Spółki w horyzoncie długoterminowym.

Opracowanie: Bartosz Stryjewski

Branża

Inwestycje typu venture capital oraz private equity zaliczają się do grona tzw. inwestycji alternatywnych, do których oprócz w/w należą również między innymi inwestycje w nieruchomości, hedge funds, mezzanine funds, managed funds, commodities funds, distressed funds oraz inwestycje w dzieła sztuki. Z definicji inwestycje typu venture capital są średnio- i długoterminową formą finansowania kapitałowego przedsięwzięć inwestycyjnych o podwyższonym ryzyku, będących na wczesnych etapach rozwoju, działających na rynku niepublicznym. Z kolei inwestycje private equity finansują przedsięwzięcia inwestycyjne na późniejszym etapie rozwoju, również na rynku niepublicznym. Wynika stąd, że inwestycje private equity powinny charakteryzować się przynajmniej z założenia niższym ryzykiem inwestycyjnym oraz niższą stopą zwrotu niż fundusze venture capital.

Inwestycje alternatywne wyróżniają spośród innych klas aktywów następujące cechy.:

- wyższe stopy zwrotu w porównaniu z np.: inwestycjami w spółki notowane na rynkach regulowanych,
- niska korelacja w stosunku do tradycyjnych form oszczędzania, a więc inwestycje alternatywne wpływają korzystnie na dywersyfikację portfela obniżając jego ryzyko niesystematyczne,
- ze względu na ujemną korelację, inwestycje alternatywne stwarzają możliwość osiągania wysokich stóp zwrotu nawet w okresie dekoniunktury na rynku,
- stabilna i wysoka stopa zwrotu w długim terminie.

Do negatywnych cech inwestycji alternatywnych można zaliczyć:

- wyższe ryzyko w porównaniu z tradycyjnymi formami inwestowania,
- długi horyzont inwestycyjny,
- niska płynność, a zatem mniej efektywny rynek,
- wysokie koszty związane z wyceną aktywów i projektami due diligence.

Fundusze private equity cieszą się coraz większym zainteresowaniem inwestorów, a długoterminowe inwestycje tego rodzaju okazują się być bardziej intratne od tych tradycyjnych na rynku publicznym. Według EVCA (The European Private Equity and Venture Capital Association) w Europie działa ponad 1.300 podmiotów dokonujących inwestycji typu private equity, z czego około 30 jest obecnych "na stałe"

w Polsce (posiada w Polsce przedstawicielstwa, aktywnie inwestuje itp.). Ta grupa podmiotów obejmuje przede wszystkim inwestorów formalnych (instytucjonalnych), czyli profesjonalistów w zakresie private equity, którzy inwestują i zarządzają środkami powierzonymi. Grupę nieformalnych inwestorów private equity stanowią osoby indywidualne, które są najczęściej określane jako "business angels".

Podmioty dokonujące inwestycji private equity w Polsce można w uproszczeniu podzielić na następujące grupy:

- Fundusze specjalne korzystające z powierzonych środków publicznych, pomocowych lub specjalnych funduszy rozwojowych; ich cele inwestycyjne są zazwyczaj jednoznacznie ukierunkowane (np. wspieranie MSP lub tworzenie infrastruktury w danym regionie, ochrona środowiska) i nie zawsze oparte na komercyjnych zasadach.
- Fundusze komercyjne (w tym regionalne i ponadregionalne) korzystające głównie z powierzonych środków osób prywatnych oraz komercyjnych inwestorów instytucjonalnych prowadzące stałą działalność inwestycyjną na terenie Polski.
- Międzynarodowe podmioty komercyjne (w tym regionalne i ponadregionalne) nie koncentrujące się na konkretnych krajach, ale raczej na projektach.
- Podmioty, które nie zarządzają konkretnym funduszem, ale posiadają dostęp do środków inwestycyjnych pochodzących ze źródeł krajowych i zagranicznych (osób fizycznych i prawnych).

W latach 1980 – 2002 działalność private equity w Europie osiągnęła zagregowana stopę zwrotu w wysokości 10,8% p.a. – zobacz Tabela nr 1. Wynik ten był pochodną trwającej przez dłuższy czas dekoniunktury na rynkach kapitałowych co miało negatywny wpływ na wyceny spółek. Stopa zwrotu uzyskiwana przez następne lata była dużo wyższa co obrazuje Tabela nr. 2. Chcielibyśmy ponadto zwrócić uwagę na wysoką rozpiętość stóp zwrotu pomiędzy poszczególnymi etapami inwestycji, co tylko potwierdza, że osiągane wyniki są konsekwencją odpowiedniego doboru aktywów do portfela oraz doświadczenia i profesjonalizmu menedżera zarządzającego.

Tabela nr 1: Zannuizowana stopa zwrotu funduszy private equity w Europie w latach 1980 – 2002

Etapy inwestycji funduszy	Próba	Zagregowana stopa zwrotu (%)	Mediana stóp wzrotu (%)
Wczesne	195	4,9	0,0
Rozwój/Ekspansja	136	10,3	1,5
Portfel zdywersyfikowany	112	10,7	1,8
Venture Capital ogółem	**443**	**9,2**	**0,0**
Wykupy (BUY-OUT)	267	12,9	7,1
Portfel zdywersyfikowany	64	10,0	0,4
Private Equity ogółem	**774**	**10,8**	**1,8**

Źródło: Thomson Ventures Economics

Tabela nr 2: Stopa zwrotu funduszy private equity w Europie do 31 grudnia 2005 r. (w %)

Etapy inwestycji funduszy	Rok	3 lata	5 lat	10 lat
Wczesne	22,5	-2,1	-7,5	-0,4
Rozwój/Ekspansja	91,4	5,5	1,3	10,3
Portfel zdywersyfikowany	30,7	2,4	-1,8	10,0
Venture Capital ogółem	**36,5**	**1,7**	**-3,0**	**6,4**
Wykupy (BUY-OUT)	31,7	9,1	6,1	14,3
Portfel zdywersyfikowany	52,4	2,2	-4,3	9,6
Private Equity ogółem	**33,8**	**6,3**	**2,0**	**11,4**

Źródło: Thomson Venture Economics

W badanym okresie rysuje się swego rodzaju anomalia rynkowa, ponieważ inwestycje typu venture capital osiągnęły niższą stopę zwrotu niż fundusze private equity, podczas gdy inwestycje w spółki we wczesnych stadiach rozwoju teoretycznie charakteryzują się wysokim ryzykiem, a więc powinny odznaczać się wyższą stopą zwrotu niż inwestycje private equity. W analizowanym okresie mamy więc do czynienia z większą atrakcyjnością inwestycji typu private equity niż venture capital, ponieważ niższemu poziomowi ryzyka towarzyszy jednocześnie wyższa historyczna stopa zwrotu. Niemniej jednak jak pokazuje ostatni rok – Tabela 2, potencjał tego typu inwestycji jest dużo wyższy od inwestycji typu private equity. Należy ponadto podkreślić, że w długim okresie zarówno inwestycje w private equity jak i venture capital przyniosły zasadniczo wyższe stopy zwrotu niż inwestycje w akcje czy papiery dłużne co obrazuje Tabela 3.

Tabela 3: Zagregowana stopa zwrotu z inwestycji private equity w Europie w porównaniu z inwestycjami alternatywnymi (w %)

Etapy inwestycji funduszy	**Zagregowana stopa zwrotu**	**Morgan Stanley Euro Index**	**HSBC Small Company Index**	**JP Morgan Eurobonds**
Wczesne	4,9	-0,1	-4,2	7,4
Rozwój/Ekspansja	10,3	7,7	3,9	8,0
Portfel zdywersyfikowany	10,7	-0,2	-4,1	6,5
Venture Capital ogółem	**9,2**	**3,0**	**-1,3**	**7,3**
Wykupy (BUY-OUT)	12,9	-7,1	-8,7	4,0
Portfel zdywersyfikowany	10,0	7,1	0,3	7,7
Private Equity ogółem	**10,8**	**-2,3**	**-5,7**	**7,2**

Źródło: Thomson Venture Economics

Historia

Fundusz MCI Management powstał w maju 1998 z inicjatywy Tomasza Czechowicza i początkowo funkcjonował jako Spółka z o.o. Pierwszą inwestycją dokonaną przez spółkę był zakup 60% akcji wrocławskiego integratora systemów CCS S.A. Jednoczesnym sukcesem został zakończony proces pozyskiwania inwestora finansowego, którym została spółka giełdowa Howell S.A. W ramach udanej oferty publicznej przeprowadzonej w grudniu 2000 roku MCI Management S.A. pozyskało 24,2 mln PLN. Od dnia 1 lutego 2001 MCI Management S.A. jest notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych. W okresie 1999 - VI 2007 Fundusz zrealizował łącznie 28 inwestycji w ramach TechVentures'99 i TechVentures'03 oraz dokonał 9 transakcji wyjść.

Rok 2006 był dla Funduszu rokiem, który w dużym stopniu potwierdził słuszność wcześniej wprowadzonej strategii. Częściowe wyjścia z takich inwestycji jak One2One (60 razy zainwestowany kapitał), Bankier.pl (5,5 razy zainwestowany kapitał), czy TravelPlanet.pl (17 razy zainwestowany kapitał).

Działalność Grupy

Spółka MCI Management S.A. jest jedną z większych grup inwestycyjnych zarządzającą funduszami venture capital. Fundusz specjalizuje się w inwestycjach w spółki z branż: Internet, E-commerce, Mobile, Wireless, Software, IT, Biotechnologia / Life Science, Media, Innovations na terenie Polski i Europy Centralnej. Wzrost wartości portfela realizowany jest poprzez dostarczanie niezbędnych dla rozwoju projektu środków finansowych oraz wsparcie biznesowe i branżowe.

Aktualny portfel inwestycyjny MCI Management składa się z 22 spółek, w tym 2 spółki: Netpress i ABC data są w trakcie closingu, a dwie inne: MCI BioVentures oraz MCI Capital TFI są spółkami celowymi, nie będącymi bezpośrednimi inwestycjami Funduszu:

- **Innovation Technology Group S.A. –** integrator systemowy skoncentrowany na branży retail i dystrybucji oraz sektorze przemysłowym; specjalizacja w rozwiązaniach komunikacyjnych i bezpieczeństwa oraz w świadczeniu zaawansowanej opieki systemowej (dawna nazwa Spółki Computer Communication Systems S.A.),

- **S4E S.A.** - dystrybucja i integracja storage (systemów archiwizacji danych),
- **Technopolis Sp. z o.o. –** odkup aktywów JTT Computer SA,
- **Web^2 Sp. z o.o.** – spółka zarządzająca społecznościowymi serwisami internetowymi www.biznes.net i www.trendomierz.pl,
- **Hoopla.pl Sp. z o.o.** – sprzedaż sprzętu RTV i AGD z wykorzystaniem Internetu,
- **Telecom Media Sp. z o.o.** – dystrybucja treści audio-wizualnych w komunikacji mobilnej, dostarczanie rozrywki przez telefon (gry), oferowanie mobilnych rozwiązań marketingowych powiązanych z lub bez tradycyjnej akcji marketingowej.
- **Travelplanet.pl S.A.** - sprzedaż turystyki, biletów lotniczych, hoteli i bonów turystycznych z wykorzystaniem Internetu i Call Center,
- **One-2-One S.A.** - integrator rozwiązań mobilnych m-commerce dla mediów,
- **Bankier.pl S.A.** – portal finansowy, doradca i broker usług finansowych poprzez Internet,
- **Clix Software Sp. z o.o.** – tworzenie i sprzedaż oprogramowania klasy CRM,
- **Domzdrowia.pl Sp. z o.o.** – sprzedaż leków i kosmetyków z wykorzystaniem Internetu,
- **Retail Info s.r.o.** - agregacja w Internecie informacji o promocjach w dużych sieciach super i hipermarketów,
- **Nostromo Sp. z o.o.** – tworzenie i dystrybucja gier mobilnych oraz treści audio-wizualnych,
- **Grupa Lew Sp. z o.o.** – operator sieci sprzedaży elektronicznej, dystrybutor kart pre-paid oraz elektronicznych kodów pre-paid,
- **Fin Skog S.A.** – kompleksowe usługi i nowoczesne rozwiązania oparte o System Informacji Geograficznej (GIS, ang. Geographic Information System) – system informacyjny służący do wprowadzania, gromadzenia, przetwarzania oraz wizualizacji danych geograficznych, którego jedną z funkcji jest wspomaganie procesu decyzyjnego,
- **Navi Expert Sp. z o.o.** - tworzenie i dystrybucja profesjonalnej nawigacji samochodowej na telefony komórkowe,
- **ABC Data** – dystrybutor sprzętu IT, spółka skupia się na udoskonaleniu procesów dystrybucji produktów informatycznych z wykorzystaniem Internetu. Prowadzi także szkolenia informatyczne,
- **NetPress** – e-Publishing, umożliwia zakup tańszej prasy oraz sporej ilości e-booków w wydaniach elektronicznych po cenach niższych niż w ogólnodostępnej sieci sprzedaży,
- **Finepharm** – spółka zajmuje się produkcją leków oraz biotechnologią w skali przemysłowej i przemysłowym wykorzystywaniem metod biotechnologii,
- **Digital Avenue** – cyfrowa rozrywka. Strategia Digital Avenue zakłada specjalizację w szczególności w obszarach: muzyka, radio, wideo, IPTV, gry oraz społeczności. Posiada serwisy www.iplay.pl (serwis muzyczny) oraz www.streemo.pl (portal społecznościowy).

W roku 2006 MCI zainwestował w 6 projektów o docelowej kwocie inwestycji bliskiej 30 milionów złotych. Zrealizowane inwestycje stanowiły ponad 20% wszystkich nowych inwestycji VC/PE w sektorze TMT na rynku Europy Centralnej w tym:

- 2 nowe inwestycje zrealizowane w Czechach - Nostromo ICTs.r.o., Retail Info s.r.o.
- 1 nowa inwestycja typu Big Ticket – Grupa Lew Sp. z o.o.
- 1 nowa inwestycja typu Mid Ticket – Telecom Media Sp. z o.o.
- 1 nowa inwestycja w sektorze Web 2.0 – Web^2 Sp. z o.o.

W roku 2007 Fundusz planuje przeprowadzenie kolejnych 8-12 inwestycji o łącznej docelowej kwocie inwestycji równej 113 milionów złotych. Do chwili obecnej zostały ogłoszone 3 nowe inwestycje:

- Pierwsza inwestycja Funduszu w obszarze biotechnologii – Finepharm Sp. z o.o.
- Nowa inwestycja typu Mid Ticket – Netpress Digital Sp. z o.o.
- Największa transakcja w historii Funduszu – ABC Data Sp. z o.o.

Strategia

Dotychczas MCI był typowym technologicznym funduszem typu venture capital, którego działania polegały na inwestowaniu w przedsięwzięcia na wczesnym etapie rozwoju. Tego rodzaju inwestycje charakteryzują się dużym potencjałem zysków, ale również podwyższonym poziomem ryzyka.

Inwestycje ograniczały się wyłącznie do branży zaawansowanych technologii, do których wliczany jest m.in. internet, mobile, IT.

Nowa strategia funduszu do roku 2010 zakłada zdywersyfikowanie i rozszerzenie działalności na nowe rynki. W tym celu planowane jest utworzenie wiodącego podmiotu zarządzającego inwestycjami alternatywnymi zgrupowanymi w poszczególnych funduszach. Na ten moment planowane jest utworzenie pięciu różnych subfunduszy zajmujących się bardzo różnorodną działalnością inwestycyjną zarówno metodycznie (pre-IPO, MBO, LBO, seed, start-up, venture capital oraz private equity) jak i tematycznie (biotechnologia, budownictwo, przemysł spożywczy oraz dalsze kontynuowanie działalności w sferze nowych technologii związanych z informatyką i Internetem):

- TechVentures – obecny portfel inwestycyjny Funduszu,
- EuroVentures – fundusz ekspansji/pre-IPO dla małych i średnich spółek,
- SuperVentures – fundusz skupiający się na wykupach lewarowanych,
- BioVentures – biotechnologiczny fundusz zalążkowy,
- EcoVentures – fundusz czystych technologii.

Wszystkie tworzone przez MCI fundusze będą funduszami aktywów niepublicznych, co oznacza, że co najmniej 80% ich środków musi być zainwestowane w udziały lub akcje spółek niepublicznych. Docelowa oczekiwana wielkość funduszy MCI według szacunków Spółki ma przekroczyć 1 mld PLN do 2010 roku.

Pierwszy krok związany z nową strategią Funduszu został już dokonany. W lipcu KNF wyraziła zgodę na utworzenie MCI Capital TFI S.A. wraz z jednym funduszem inwestycyjnym zamkniętym (MCI.PrivateVentures) składającym się z dwóch subfunduszy: MCI.TechVentures oraz MCI.EuroVentures. MCI planuje uruchomienie obu subfunduszy w trzecim i czwartym kwartale 2007 r.

Według naszej oceny zmiana struktury funkcjonowania MCI umożliwi lepszą ocenę rentowności i analizę decyzji inwestycyjnych MCI, ponieważ poszczególne lokaty będę zgrupowane w oddzielnych subfunduszach charakteryzujących się odmiennym profilem ryzyka i oczekiwaną stopą zwrotu. Ponadto prowadzenie działalności w formie towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego poszczególnymi funduszami jest strukturą bardziej przejrzystą z punktu widzenia akcjonariuszy i korzystniejszą od strony podatkowej, ponieważ fundusze inwestycyjne są zwolnione z płacenia podatku dochodowego. W nowej strukturze całkowity wynik na działalności inwestycyjnej uwzględniający również koszty działalności, będzie realizowany na poziomie funduszy, a przychody podmiotu wiodącego (TFI) będą stanowiły pobierane opłaty za zarządzanie oraz tzw. opłaty carry interest, czyli premia od wyniku.

TechVentures

TechVentures został utworzony z zamiarem kontynuowania dotychczasowej strategii inwestycyjnej MCI, tzn. inwestowaniem w małe i średnie spółki na wczesnym etapie ich rozwoju w branży zaawansowanych technologii w Polsce, Czechach, Ukrainie oraz na Bałkanach. Fundusz ten charakteryzuje się wyższym poziomem ryzyka i oczekiwaną stopą zwrotu od funduszy typu private equity. MCI zamierza przenieść do tego funduszu posiadane aktywa oraz pracować nad utworzeniem, także przy udziale innych inwestorów, kolejnych funduszy technologicznych pozwalających na kontynuację działalności inwestycyjnej w najbliższych latach.

EuroVentures

MCI.EuroVentures będzie funduszem private equity inwestującym od 5 do 200 mln PLN w spółki z Polski i Europy Centralnej. Środki funduszu będą przeznaczone na inwestycje o charakterze wykupów menedżerskich, lewarowanych, inwestycje na rozwój/ekspansję, inwestycje typu pre-IPO lub inwestycje restrukturyzacyjne. Subfundusz ma inwestować w sektor spożywczy, usług przemysłowych oraz budowlanych. Są to całkowicie nowe branże, jeżeli chodzi o dotychczasowe zainteresowanie inwestycyjne MCI. Maksymalne zaangażowanie MCI Management SA w tym funduszu wyniesie do 33% ilości wszystkich certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez ten fundusz, pozostałą część mają objąć inwestorzy zewnętrzni. Spółka szacuje, że do końca 2007 r. uda się pozyskać do 100 mln zł aktywów pod zarządzanie, a w 2008 r. kolejne 300 mln zł, a więc łącznie na koniec 2008 r. aktywa tego subfunduszu powinny wynieść ok. 400 mln zł.

Naszym zdaniem, mając na względzie dotychczasową historyczną stopę zwrotu MCI oraz duże

zainteresowanie inwestorów nabywaniem jednostek funduszy inwestycyjnych, Fundusz nie powinien mieć problemów z uzyskaniem planowej kwoty. Jednakże na potrzeby wyceny przyjęliśmy konserwatywne podejście zakładające, że fundusz pozyska jedynie 300 mln zł pod zarządzanie.

BioVentures

Kolejnym krokiem podjętym w celu realizacji strategii MCI Management było utworzenie funduszu BioVentures, który obecnie funkcjonuje w formie spółki z o.o. MCI.BioVentures Sp. z o.o. została utworzona z zamiarem prowadzenia działalności inwestycyjnej, na rynku niepublicznym, w zakresie biotechnologii, medycyny i technologii powiązanych. MCI.BioVentures jest funduszem kapitału zalążkowego inwestującym do 1 mln EUR w spółki prowadzące działalność na terenie Polski. Środki funduszu będą przeznaczone na inwestycje w firmy na wczesnych etapach rozwoju (seed i start-up). Poprzez działalność MCI.BioVentures w strukturze portfela MCI Management SA ma pojawić się od 5 do 9 przedsiębiorstw do połowy 2008 roku. Oczekiwana wielkość funduszu MCI.BioVentures powinna wynieść 20 mln PLN w 2008 roku, z zaangażowaniem MCI Management S.A. na poziomie 10 mln PLN. Pozostałe 10 milionów ma pochodzić z dotacji, która w sierpniu br. została udostępniona o którą Zarząd MCI wystąpił do Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości. giełdowym Spółka poinformowała, że w/w wymieniona dotacja w kwocie 10 mln zł została uruchomiona. Tym samym MCI.BioVentures uzyskał dostęp do środków PARP.

W kwietniu 2007 roku MCI zrealizował pierwszą inwestycję w branży biotechnologicznej zakupując udziały w spółce Finepharm, która działa na rynku biotechnologicznym oraz rynku produktów farmaceutycznych. Finepharm zajmuje się wytwarzaniem aktywnych substancji farmaceutycznych nazywanych „Active Pharmaceutical Ingradients" (API), które są wykorzystywane przez przemysł farmaceutyczny do produkcji gotowych form leków oraz suplementów diety. Spółka jest obecnie jednym z nielicznych podmiotów w Polsce, które zajmują się biotechnologią w skali przemysłowej.

W najbliższym czasie MCI Management S.A. zamierza wykonać kolejne posunięcia mające na celu realizację założonej strategii rozwoju. Będzie to m.in. próba pozyskania od inwestorów zewnętrznych środków na rozwój funduszy EuroVentures i SuperVentures oraz utworzenie funduszu EcoVentures.

SuperVentures

SuperVentures ma być subfunduszem inwestującym w duże spółki na etapie ekspansji, buy-out. Pierwszą transakcją o tym charakterze była ogłoszona przez MCI transakcja nabycia sześciu spółek z grupy Actebis z branży dystrybucji IT. Jest to największa z dotychczas zawartych transakcja Spółki, pierwsza transakcja wykupu lewarowanego i tak naprawdę pierwsza o charakterze private equity. Ze względu na jej znaczącą wagę w portfelu oraz w wynikach finansowych, zdecydowaliśmy się przedstawić ją w sposób bardziej szczegółowy. Dokładny opis tej transakcji znajduje się w rozdziale „Finanse". Przeprowadziliśmy ponadto przybliżoną wycenę przejmowanych podmiotów oraz ich potencjalny wpływ na wynik finansowy w przypadku wyjścia z inwestycji poprzez IPO.

EcoVentures

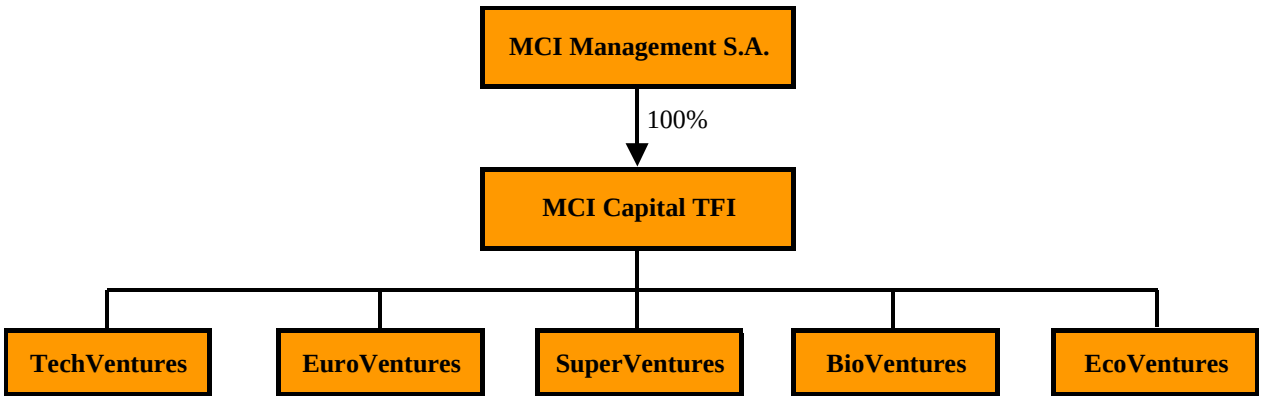
Subfundusz EcoVentures jest piątym z subfunduszy, który ma zostać założony przez MCI Management w ciągu najbliższych lat. Fundusz miałby inwestować w bardzo dziś modnej branży tzw. czystych technologii *„clean technologies"*. Branża ta koncentruje się na innowacjach w zakresie pozyskiwania energii oraz różnych dziedzinach przemysłu, które nie szkodzą środowisku naturalnemu i dążą do jego poprawy. Fundusz nie powstanie szybciej niż w 2008 r.

Podsumowując, MCI zamierza rozszerzyć prowadzoną obecnie działalności i skoncentrować się nie tylko na inwestycjach typu venture capital, ale również private equity, które charakteryzują się niższym ryzykiem inwestycyjnym, a zatem niższą, ale za to stabilniejszą stopą zwrotu. Inwestycje venture capital z kolei charakteryzują się wyższym ryzykiem stąd uzyskiwana stopa zwrotu waha się bardziej na przestrzeni poszczególnych lat.

W naszej ocenie rozszerzenie działalności MCI na nowe obszary inwestycyjne pozwoli uzyskać większą dywersyfikację przychodów Spółki, które będę uzyskiwane z wielu rodzajów lokat charakteryzujących się odmiennym profilem ryzyka. Ponadto ze względu na pozytywne skutki dywersyfikacji poszczególne składniki portfela będą wypracowywały wyższe stopy zwrotu w innych okresach cyklu koniunkturalnego. Pozwoli to Spółce na uodpornienie się od bieżącej sytuacji panującej

na rynku i zmniejszenie całkowitego ryzyka portfela.

Zgodnie ze strategią, docelowa struktura MCI powinna wyglądać następująco:



Finanse

Poniżej zaprezentowane zostały dane finansowe Spółki MCI w układzie rocznym. Przedstawione informacje za lata 2004, 2005, 2006 zostały sporządzone na podstawie zaudytowanych sprawozdań finansowych sporządzonych zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej.

Tabela 4: Skonsolidowany Rachunek Zysków i Strat MCI Management S.A.

dane w tys. zł	2004	2005	2006	I pół. 2006	I pół. 2007
Przychody netto ze sprzedaży	95 975	82 075	91 697	30 702	48 775
wzrost		*-14,48%*	*11,72%*		*58,87%*
Koszty sprzedaży	79 447	66 358	74 542	23 944	40 163
wzrost		*-16,48%*	*12,33%*		*67,74%*
Zysk brutto ze sprzedaży	16 528	15 717	17 155	6 758	8 612
wzrost		*-4,91%*	*9,15%*		*27,43%*
Wynik na dział. pozaoperacyjnej	-3 033	652	-674	-1254	-718
Wynik na dział. inwestycyjnej	8 549	8 097	31 979	11 230	39 552
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	0	906	4 039	203	3 149
Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży	17 805	17 104	17 800	8 861	11 365
EBIT	-4 310	8 268	34 699	8 076	39 230
wzrost		-	*319,68%*		*385,76%*
EBITDA	-3 310	9 207	35 946	8 726	39 880
wzrost		-	*290,42%*		
Koszty finansowe netto	570	1 815	1 805	702	1 079
Podatek	860	631	3 529	850	4 778
Inne koszty	4	0	0	0	0
Zysk netto akcjonariuszy jedn. dominującej	2 533	5 525	29 348	6 499	33 313
wzrost		*118,12%*	*431,19%*		*412,59%*

Źródło: Sprawozdanie finansowe

Tabela 5: Skonsolidowany Bilans MCI Management S.A.

dane w tys. zł	2004	2005	2006	30.06.2006	30.06.2007
Aktywa trwałe	**12 740**	**16 198**	**60 611**	**37 549**	**66 541**
WNIP	479	1 256	885	1 031	1 734
Goodwill		771	8 937	3 232	6 962
Rzeczowe aktywa trwałe	2 484	1 919	2 178	1 696	1 010
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych	6 241	3 065	7 213	3 269	10 309
Pozostałe inwestycje	539	6 955	37 089	25 196	44 881
Pozostałe aktywa trwałe	2 997	2 232	4 309	3 125	1 645
Aktywa obrotowe	**33 348**	**38 496**	**56 826**	**27 368**	**65 137**
Inne aktywa obrotowe	1 873	7 591	3 138	1 590	21 885
Należności	12 874	18 432	42 659	16 036	30 139
Środki pieniężne	18 601	12 473	11 029	9 742	13 113
AKTYWA	**46 088**	**54 694**	**117 437**	**64 917**	**131 678**
PASYWA	**46 088**	**54 694**	**117 437**	**64 917**	**131 678**
Kapitał własny	**19 261**	**24 924**	**54 618**	**33 780**	**91 882**
Kapitał własny akcjonariuszy podm. dominując.	15 672	21 838	53 142	31 115	89 328
Kapitały mniejszości	3 589	3 086	1 476	2 665	2 554
Zobowiązania długoterminowe	**10 871**	**11 172**	**20 514**	**12 143**	**18 905**
Zobowiązania odsetkowe	10 068	10 523	16 697	10 557	10 684
Inne zobowiązania	803	649	3 817	1 586	8 221
Zobowiązania krótkoterminowe	**15 956**	**18 598**	**42 305**	**18 994**	**20 891**
Zobowiązania handlowe	14 688	17 786	38 319	17 835	17 447
Zobowiązania odsetkowe	1 112	590	2 181	536	1 573
Inne zobowiązania	156	222	1 805	623	1 871

Źródło: Sprawozdanie finansowe

Tabela 6: Analiza wskaźnikowa MCI Management S.A.

Analiza wskaźnikowa	2004	2005	2006	I pół. 2006	I pół. 2007
NPM - st. zysku netto	2,6%	6,7%	32,0%	42,3%	68,3%
OPM - st. zysku operacyjnego	-4,5%	10,1%	37,8%	52,6%	80,4%
ROS - st. zysku brutto na sprzedaży	17,2%	19,1%	18,7%	44,0%	17,7%
CFM - st. nadwyżki finansowej	3,7%	7,9%	33,4%	46,6%	69,6%
ROA	5,5%	10,1%	25,0%	20,0%	25,3%
ROE	16,2%	25,3%	55,2%	41,8%	37,3%
DM - wskaźnik zadłużenia	58,2%	54,4%	53,5%	48,0%	30,2%
EPS	0,07	0,15	0,75	0,17	0,83
zmiana w %		*118,1%*	*411,3%*		*384,8%*
BVPS	0,41	0,58	1,35	0,82	2,23
zmiana w %		*39,3%*	*134,3%*		*171,5%*
OPPS	-0,11	0,22	0,88	0,21	0,98
zmiana w %		*-291,8%*	*304,0%*		*359,4%*
SPS	2,54	2,17	2,34	0,81	1,22
zmiana w %		*-14,5%*	*7,5%*		*50,2%*

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych ze Sprawozdań finansowych

Uwaga: Wskaźniki NPM, OPM, ROS, CFM, oraz ROA i ROE za I półrocze 2006, 2007 zostały zannuizowane
Wielkość amortyzacji za I półrocze 2006 oraz 2007 jest szacunkiem własnym

W analizie finansowej Spółki chcielibyśmy zwrócić uwagę na następujące kwestie:

- Skonsolidowany zysk operacyjny Grupy MCI Management wyniósł w I pół. br. 39.230 tys. zł i był o 385,8% wyższy w porównaniu z I pół. 2006, natomiast zysk netto przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej wzrósł o 412,6% do poziomu 33.313 tys. zł. Na tak pozytywne wyniki Funduszu składały się przede wszystkim większa liczba wyjść ze spółek portfelowych (sprzedaż ITG, Iplay.pl, Comtica, S4E) w sumie na ponad 7 mln PLN. Ponadto fundusz dokonał przeszacowania wartości posiadanych aktywów do wartości godziwej na dzień 30.06.2007r. Wzrost wyceny spółek portfelowych w porównaniu do poprzedniego kwartału wyniósł +11.335 tys. zł i został częściowo ujęty w wyniku finansowym. Oba te aspekty oraz także lepsze wyniki konsolidowanych spółek zależnych spowodowały tak znaczący wzrost skonsolidowanego wyniku netto w porównaniu do I półrocza 2006 r..
- Przychody w I półroczu 2007 r. były o 58,9% wyższe niż rok wcześniej - bezpośredni wpływ na ten wynik ma GK ITG SA (dawniej GK CCS SA), która w ciągu ostatniego roku dokonała udanej akwizycji, co przełożyło się na wyższe przychody, oraz dynamiczny wzrost przychodów w spółkach Hoopla.pl, S4E S.A. oraz Telecom Media.
- W działalności spółki nie występują zjawiska sezonowości i cykliczności, a jakiekolwiek tendencje są trudne do wyznaczenia ze względu na nietypowy przedmiot działalności. Wyniki finansowe MCI cechuje zatem wysoka zmienność, a duży udział w osiąganych wynikach finansowych zajmują transakcje jednorazowe.
- W analizowanym okresie na uwagę zwracają wzrastające wskaźniki rentowności. ROE wzrósł w 2006 r. do 55,2% w porównaniu do 25,3% w 2005 r. Z kolei wskaźnik rentowności zysku netto osiągnął w 2006 r. poziom 32,0% vs. 6,7% w 2005 r.

Pod koniec lipca Spółka podwyższyła prognozę jednostkowego zysku netto w 2007 r. do 77,3 mln zł, tj. o ponad 91% więcej w stosunku do poprzednio publikowanej prognozy. Oznacza to, że po II kw. br. prognoza zysku netto została wykonana w 30,3 %. Przyczyną tak znacznego podwyższenia prognozy są pozytywne wyniki w I kwartale 2007 r. (13,1 mln zł), wzrost wartości planowanych wyjść gotówkowych w drugiej połowie 2007 roku do kwoty ponad 50 mln zł oraz planowany dalszy wzrost wartości aktywów portfelu MCI. Jednocześnie Spółka wstępnie prognozuje osiągnięcie 3-cyfrowego zysku w roku 2008.

MCI Management SA podwyższył także prognozę wyceny dyrektorskiej aktywów MCI na koniec 2007 r. do poziomu 604,1 mln zł, tj. o ponad 101% w stosunku do wcześniejszej prognozy. Jest to efekt pozytywnej oceny realizacji procesu zamknięcia inwestycji w spółki z grupy ACTEBIS Holding GmbH oraz realizacji procesów upublicznienia czterech spółek portfelowych funduszu (ITG SA, Hoopla.pl SA, S4E SA, Digital Avenue SA), które po ich zakończeniu powinny znacząco wpłynąć na poziom ich wycen w aktywach funduszu. Wycena dyrektorska aktywów MCI jest to szacunkowa wycena przewidywanej wartości sprzedaży wszystkich aktywów zdyskontowana na koniec roku 2007.

Zwracamy uwagę, że w najbliższym czasie wystąpią co najmniej dwa zdarzenia, które będą miały pozytywny wpływ na wyniki finansowe MCI:

1. 30 sierpnia 2007 r. zostanie uruchomiony alternatywny system obrotu NewConnect, na którym w najbliższym czasie zadebiutują dwie spółki z portfela MCI: S4U oraz Digital Avenue. NewConnect będzie rynkiem zorganizowanym, lecz prowadzonym przez GPW poza rynkiem regulowanym - w formule alternatywnego systemu obrotu. To oferta dla młodych rozwijających się firm, działających zwłaszcza w obszarze nowych technologii. Uważamy, że debiut tych spółek będzie miał pozytywny wpływ na wyniki finansowe MCI, gdyż zwykle wycena rynkowa podmiotów przewyższa ich wartość księgową. Ponadto pozytywny wpływ na wyniki finansowe MCI będą miały wspomniane wcześniej kolejne upublicznienia spółek portfelowych, które będą wprowadzane na GPW, w tym m.in. Hoopla.pl.
2. MCI Management przejął większościowy pakiet w wysokości 80% udziałów w sześciu spółkach z grupy Actebis Holding: ABC Data Sp. z o.o., Actebis Computer A/S w Danii, Actebis Computer A/S w Norwegii, Actebis Computer AB w Szwecji, Actebis Computer s.r.o. w Czechach oraz

ABC Data s.r.o. Słowacji. Spółki te działają na rynku dystrybucji sprzętu informatycznego w Europie Środkowo-Wschodniej. Przedmiotem ich działalności jest sprzedaż sprzętu komputerowego, komponentów i urządzeń peryferyjnych. ABC Data jest największą spółką IT w Polsce pod względem uzyskiwanych przychodów, natomiast Actebis Computer A/S jest największym dystrybutorem IT w Danii. Ostatnie siedem lat to dla obu tych spółek okres dynamicznego wzrostu i systematycznie przekraczanych prognoz. W 2006 roku łączne obroty przejmowanych spółek przekroczyły 1,04 mld euro, a wypracowały zysk netto wyniósł 8,8 milionów euro.

MCI Management SA zapłaci 58 milionów EUR za przejmowane spółki oraz w przypadku sukcesu emisji publicznej będzie zobowiązany do dopłaty kolejnych 12 milionów EUR (przy wycenie spółki w debiucie giełdowym powyżej 105 mln EUR). Całkowita kwota transakcji wyniesie wówczas 70 milionów EUR. Data zamknięcia nastąpi w ciągu 9 miesięcy po spełnieniu pozostałych warunków zawieszających i podpisaniu umowy zakupu udziałów. Ze względu na fakt, że warunki zawieszające zostały spełnione, można zatem przyjąć, że planowane zamknięcie transakcji nastąpi w połowie 2008 r., a wyjście poprzez debiut spółek na giełdzie pod koniec 2008 r. ACTEBIS Holding GmbH pozostanie 20% udziałowcem w tych spółkach, a jej przedstawiciele zostaną członkami Rady Nadzorczej. Ze względu na planowaną emisję opcji menedżerskich, według naszych szacunków udział MCI w nabywanych spółkach po sfinalizowaniu transakcji zostanie rozwodniony do ok. 70%.

Poniżej prezentujemy szacunkową wycenę przejmowanych podmiotów oraz prognozowany zysk zrealizowany przez MCI na opisywanej transakcji. W wycenie przyjęliśmy następujące założenia:

- Średni wskaźnik P/E dla spółek informatycznych wynosi – 20,
- Łączny historyczny zysk netto przejmowanych spółek w 2006 r. – 8,8 mln euro,
- Koszt nabycia 70% udziałów w spółkach – 70 mln,
- Wyjście z transakcji nastąpi poprzez debiut na GPW.

Uwzględniając powyższe założenia, wycena rynkowa przejmowanych spółek wg ostrożnych szacunków (w oparciu o dane historyczne) powinna wynieść:

- 8,8 mln euro x 20 = 176 mln euro,
- 70% udział w przejmowanych spółkach: 70% x 176 = 123,2 mln euro, tj. ok. 465 mln zł.
- Zysk brutto MCI w wyniku zamknięcia tej transakcji wyniesie zatem (w mln eur): 123,2 – 70 = 53,2, **tj. ok. 200 mln zł**.

A zatem zakup większościowego pakietu w sześciu spółkach grupy Actebis oceniamy jednoznacznie pozytywnie. Według naszych szacunków wpływ tej transakcji na wynik MCI wyniesie ok. 200 mln zł. Uważamy ponadto, że pozostawienie 20% udziału grupie Actebis umożliwi wykorzystanie wiedzy Actebis Holding zdobytej w dziedzinie zarządzania europejskimi spółkami z branży technologii informatycznych.

Czynniki ryzyka

Podczas analizy zidentyfikowaliśmy w Spółce następujące kluczowe ryzyka:

- *Ryzyko znaczącego pogorszenia się koniunktury gospodarczej*

  Wycena portfela inwestycyjnego MCI jest w znacznym stopniu uzależniona od bieżącej koniunktury gospodarczej, która w bezpośredni sposób przekłada się na działalność operacyjną prowadzoną przez spółki portfelowe. A zatem jej pogorszenie może spowodować kłopoty finansowe lub w skrajnym przypadku, doprowadzić nawet te podmioty do bankructwa.

- *Znaczna zmienność osiąganych wyników finansowych w zależności od sytuacji giełdowej*

  Aktualna koniunktura giełdowa oddziałuje bezpośrednio na ceny uzyskiwane ze sprzedaży spółek portfelowych. A więc ewentualne jej pogorszenie może spowodować problemy z wyjściem z inwestycji przy odpowiednim pułapie cenowym, tym samym obniżając wycenę portfela MCI. A

zatem osiągane wyniki finansowe Funduszu mogą podlegać znaczącym wahaniom na przestrzeni czasu.

- *Ryzyko związane z akcjonariatem*

  Zwracamy uwagę, że znaczącym akcjonariuszem i prezesem Zarządu Spółki MCI Management jest jednocześnie jej założyciel Pan Tomasz Czechowicz. Posiada on więc decydujący wpływ na działalność Spółki, w tym na powoływanie i odwoływanie członków jej organów. Nie można zatem wykluczyć, że interesy dominującego akcjonariusza będą w sprzeczności z interesem mniejszościowych akcjonariuszy. Zwracamy ponadto uwagę, iż na początku czerwca Pan Tomasz Czechowicz sprzedał w transakcjach pakietowych pozasesyjnych 1 mln akcji MCI po cenie 30,0 zł.

- *Ryzyko odejścia kluczowych pracowników ze Spółki*

  Zwracamy uwagę, że kluczem do sukcesu MCI są przede wszystkim zasoby ludzkie, podczas gdy rosnąca konkurencja na rynku VC/PE zaostrza walkę o najlepsze talenty na rynku. Odejście kluczowych menedżerów zarządzających ze Spółki oraz wywieranie presji płacowych przez jej pracowników mogłoby w znaczący sposób wpłynąć na pogorszenie osiąganych wyników finansowych. Dlatego też pozytywnie oceniamy implementowany w Spółce nowy, trzeci już z kolei program opcji menedżerskich, który ma zapewnić narzędzie do dalszego rozwoju i motywowania zespołu inwestycyjnego.

- *Ryzyko związane z konkurencją*

  MCI Management jest jednym z większych funduszy VC/PE działających Europie Wschodniej, a więc posiada znaczący udział w tym rynku. Nie można jednakże wykluczyć pojawienia się na rynku dużych zagranicznych graczy, co może przełożyć się na spadek rentowności osiąganych z poszczególnych projektów inwestycyjnych.

- *Ryzyko braku możliwości pozyskania odpowiedniej wielkości kapitału*

  W przypadku pogorszenia koniunktury giełdowej i wzrostu awersji do ryzyka, mogą wystąpić problemy z pozyskaniem odpowiedniej wysokości kapitału niezbędnego do sfinansowania planowanych akwizycji. Ograniczony dostęp do środków finansowych może ograniczyć skalę działania i wpłynąć niekorzystnie na uzyskiwane stopy zwrotu.

Wycena MCI S.A.

Wycena metodą dochodową

Zaletą tej metody jest uwzględnienie perspektyw rozwoju Spółki, natomiast wadą – jej subiektywizm oraz wrażliwość na przyjęte założenia dotyczące zarówno prognoz wyników finansowych jak i otoczenia makroekonomicznego Spółki.

Metodyka:

Wyceny dokonano metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (FCFF) w oparciu o 4-letnią prognozę wyników finansowych Spółki.

Założenia wyceny:

- Wycena oparta została na 5-letniej prognozie wyników finansowych MCI Management S.A. na lata 2008 – 2012 przy uwzględnieniu realizacji założonej strategii inwestycyjnej.
- Utworzonych zostanie pięć funduszu o charakterystyce inwestycyjnej opisanej w rozdziale „Strategia”,
- Spółka zarządzająca będzie pobierała od funduszy opłaty za zarządzanie oraz premię z tytułu osiąganych wyników inwestycyjnych. Średnia wartość pobieranych opłat za zarządzanie wśród funduszy akcyjnych oraz funduszy VC/PE waha się w okolicach 4% od aktywów rocznie. W wycenie przyjęliśmy konserwatywnie podejście zakładające opłatę w wysokości 3% p.a., która

będzie pobierana w jednakowej wysokości od wszystkich funduszy.

- Premię za zarządzanie przyjęliśmy również w jednakowej wysokości od wszystkich funduszy. Będzie ona wynosić 20% wypracowanego zysku ponad stopę zwrotu równą 15% p.a.
- Koszty związane z funkcjonowaniem grupy inwestycyjnej będą ponoszone przez poszczególne fundusze, obciążając tym samym aktywa pod zarządzaniem; jednakże część kosztów stałych będzie ponoszona przez jednostkę zarządzającą. Zakładamy, że koszty stałe będą rosły z poziomu 14 mln zł w 2008 r. do 22 mln w 2012 r.
- Wyniki inwestycyjne oraz koszty będą wykazywane na poziomie poszczególnych funduszy. Zakładamy również, że koszty funkcjonowania każdego z nich wyniosą 1,0% aktywów rocznie.
- Szacowany przez nas wynik EBIT Spółki za poszczególne lata jest sumą pobieranych opłat za zarządzanie oraz premii za wyniki inwestycyjne, pomniejszony o wielkość kosztów stałych.
- Wzrost wartości aktywów poszczególnych funduszy będzie odbywać się w wyniku reinwestycji osiągniętego wyniku – *zobacz tabele poniżej zawierające szczegółowe prognozy wzrostu aktywów dla każdego z funduszy.*
- Szacujemy długoterminowy wzrost Spółki zarządzającej w wysokości g=3,0% rocznie.
- Ze względu na silne uzależnienie osiąganych wyników inwestycyjnych przez wszystkie fundusze od koniunktury gospodarczej i giełdowej, ryzyko systematyczne Spółki mierzone wskaźnikiem beta szacujemy na 1,3.
- Zakładamy zwiększanie udziału obcych, odsetkowych źródeł finansowania w strukturze pasywów, aż do osiągnięcia poziomu docelowego w wysokości 25%.
- Ze względu na specyfikę działalności Spółki przyjęliśmy, że nie wystąpi potrzeba dodatkowych nakładów na kapitał obrotowy netto, a inwestycje netto nie przekroczą wartości amortyzacji.
- Wyjściową prognozowaną stopę zwrotu netto dla funduszy typu venture capital przyjęliśmy ostrożnościowo na poziomie 27%. Wielkość ta wynika z oszacowanej przez nas historycznej stopy zwrotu z portfela MCI Management S.A. Poniżej prezentujemy sposób wyliczenia tej stawki:
  - Za punkt wyjścia przyjęliśmy 30.06.2001 r., ponieważ do tego momentu emisja publiczna została całkowicie rozliczona, a akcje zostały zarejestrowane. Od tego momentu Fundusz nie emitował akcji, ani nie dystrybuował dochodów.
  - Według sprawozdania finansowego na dzień 30.06.2001 r. wartość portfela inwestycyjnego wynosiła ok. **43 mln zł**.
  - Na dzień 30.06.2007 r. wartość księgowa portfela inwestycyjnego wg sprawozdania finansowego wyniosła: **185 mln zł.**
  - A zatem historyczna stopa zwrotu netto, tj. po uwzględnieniu opłaty za zarządzanie, podatków oraz kosztów funkcjonowania funduszu wyniosła: $(185/43)^{1/6}$ = ok. **27,5%.**
  - Przyjmując jednakże za wartość końcową portfela, oszacowaną przez Zarząd MCI wielkość dyrektorską aktywów netto, która na koniec 2006 r. wyniosła 210 mln zł, otrzymujemy historyczną IRR na poziomie: $(210/43)^{1/6}$ = **30,3%**.
- Poniżej prezentujemy szczegółowe założenia w odniesieniu do każdego z funduszy.

MCI.TechVentures

Tak jak wspomniano wcześniej fundusz ten będzie kontynuował dotychczasową działalność MCI. Za wartość początkową tego funduszu przyjmujemy szacowaną przez Zarząd MCI wycenę dyrektorską aktywów Spółki na koniec 2007 r. opublikowaną we wcześniejszej prognozie, tj. 300 mln zł. Zdecydowaliśmy się nie uwzględniać aktualnej wyceny dyrektorskiej aktywów MCI, która na koniec 2007 r. powinna wynieść ponad 600 mln zł, ponieważ naszym zdaniem podwyższenie tej prognozy jest w znacznej mierze wynikiem wyceny spółek z Grupy Actebis, które zostaną uwzględnione w funduszu SuperVentures. Osiągnięcie dyrektorskiej wyceny aktywów na poziomie 300 mln zł na koniec tego roku, uznajemy za realne, ponieważ po II kwartałach wycena księgowa portfela Funduszu wynosi prawie 200 mln zł, a do końca roku planowanych jest jeszcze szereg wyjść ze spółek portfelowych na GPW oraz NewConnect.

Opłata za zarządzanie: 3,0%
Opłata za wyniki inwestycyjne: 20% zysku ponad 15%
Poziom kosztów funduszu: 1,0%

dane w mln zł	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Wielkość aktywów	300,0	381,0	483,9	614,5	780,4	991,2
Oczekiwana IRR brutto	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Oczekiwana IRR netto	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Opłata za zarządzanie		10,22	12,97	16,48	20,92	26,57
Opłata za wyniki inwestycyjne		13,62	17,30	21,97	27,90	35,43
Koszty Funduszu		3,41	4,32	5,49	6,97	8,86

MCI.EuroVentures

Przyjęliśmy założenie, że fundusz na koniec 2007 r. będzie w stanie pozyskać od inwestorów zewnętrznych 100 mln, a w 2008 r. kolejne 200 mln zł. Ze względu na fakt, że fundusz będzie inwestował w Spółki w późniejszym stadium rozwoju, oczekiwaną roczną stopę brutto szacujemy na poziomie 30,0%.

Opłata za zarządzanie: 3,0%
Opłata za wyniki inwestycyjne: 20% zysku ponad 15%
Poziom kosztów funduszu: 1,0%

dane w mln zł	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Wielkość aktywów	100,0	323,0	397,3	488,7	601,1	739,3
Oczekiwana IRR brutto	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Oczekiwana IRR netto	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Opłata za zarządzanie		6,35	10,80	13,29	16,35	20,11
Opłata za wyniki inwestycyjne		6,35	10,80	13,29	16,35	20,11
Koszty Funduszu		2,12	3,60	4,43	5,45	6,70

MCI.BioVentures

Ze względu na wysokie ryzyko przyjęte w strategii inwestycyjnej tego subfunduszu, szacujemy długoterminową stopę zwrotu na poziomie 40% p.a. Za wartość początkową na koniec 2007 r. przyjmujemy 20 mln zł. Kwota ta będzie w połowie pozyskana z dotacji PARP, a w drugiej połowie przez MCI.

Opłata za zarządzanie: 3,0%
Opłata za wyniki inwestycyjne: 20% zysku ponad 15%
Poziom kosztów funduszu: 1,0%

dane w mln zł	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Wielkość aktywów	20,0	26,2	34,3	45,0	58,9	77,2
Oczekiwana IRR brutto	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Oczekiwana IRR netto	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Opłata za zarządzanie		0,69	0,91	1,19	1,56	2,04
Opłata za wyniki inwestycyjne		1,16	1,51	1,98	2,60	3,40
Koszty Funduszu		0,23	0,30	0,40	0,52	0,68

MCI.SuperVentures

Za wartość początkową funduszu na koniec 2007 r. przyjmujemy wycenioną w rozdziale „Finanse" wartość przejętego pakietu spółek z grupy Actebis , a więc 465 mln zł. Ze względu na fakt, że będzie to fundusz typu private equity, długoterminową stopę zwrotu brutto szacujemy na poziomie 30,0%, czyli niżej niż funduszu TechVentures.

Opłata za zarządzanie: 3,0%
Opłata za wyniki inwestycyjne: 20% zysku ponad 15%
Poziom kosztów funduszu: 1,0%

dane w mln zł	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Wielkość aktywów	465,0	572,0	703,5	865,3	1 064,3	1 309,1
Oczekiwana IRR brutto	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Oczekiwana IRR netto	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Opłata za zarządzanie		15,55	19,13	23,53	28,94	35,60
Opłata za wyniki inwestycyjne		15,55	19,13	23,53	28,94	35,60
Koszty Funduszu		5,18	6,38	7,84	9,65	11,87

MCI.EcoVentures

Zdecydowaliśmy się na pominięcie funduszu MCI.EcoVentures w wycenie, ze względu na brak precyzyjnych planów dotyczących terminu utworzenia oraz początkowych aktywów tego funduszu., Uważamy, że potencjalny wpływ wypracowanych przyszłych stóp zwrotu przez ten fundusz, będzie nieistotny dla wyceny MCI.

Tabela nr 7: Wycena MCI Management S.A. wg DCF

dane w tys. zł	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	> 2013E
EBIT	50 000,0	55 481,5	76 563,5	97 257,6	123 558,3	156 862,0	
zm. EBIT		11,0%	38,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
st. podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
NOPLAT	40 500,0	44 940,0	62 016,4	78 778,6	100 082,2	127 058,2	**Wartość**
inwestycje (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	**Rezydualna**
zm. KON	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	⇓
FCFF	40 500,0	44 940,0	62 016,4	78 778,6	100 082,2	127 058,2	1 861 261,2
zm. FCFF		11,0%	38,0%	27,0%	27,0%	27,0%	3,0%
dług oproc./kapitał	19,0%	20,0%	21,0%	22,0%	23,0%	24,0%	25,0%
st. wolna od ryzyka	4,8%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%
premia kredytowa	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
premia rynkowa	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
koszt długu	5,1%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%
koszt kapitału	10,7%	11,0%	11,1%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%
WACC	9,6%	**9,9%**	**10,0%**	**9,9%**	**9,9%**	**10,0%**	**10,0%**
zdyskont. FCFF (PV)	40 500,0	**40 887,9**	**51 295,9**	**59 346,0**	**68 493,2**	**78 934,2**	**1 154 056,5**
g (stała st. wzrostu)							**3,00%**
Wybór metody	**FCFF**						
Wycena AKTYWA	1 453 013,7 tys. zł						
dług netto	0,0						
Wycena MCI	**1 453 013,7 tys. zł**						
Liczba akcji	**39 970,000 tys. szt.**						
Cena/akcja	**36,35 zł**						

Źródło: Obliczenia własne

Analiza wrażliwości:

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyceny pojedynczej akcji MCI Management S.A. w zależności od przyjętej wartości współczynnika beta oraz czynnika stałego wzrostu po okresie szczegółowej prognozy (g). Z przedstawionych poniżej kalkulacji wynika, że wartości wyceny waha się w przedziale 32,69 zł – 41,00 zł.

Tabela nr 8: Analiza wrażliwości

	beta = 1,2	beta = 1,3%	beta = 1,4%
g = 2,5%	36,08 zł	34,30 zł	32,69 zł
g = 3,0%	38,36 zł	**36,35 zł**	34,53 zł
g = 3,5%	41,00 zł	38,71 zł	36,65 zł

Źródło: Obliczenia własne

Według wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, cenę pojedynczej akcji MCI Management S.A. oszacowaliśmy na poziomie **36,35 zł** przy założeniu kontynuowania obranej strategii rozwoju**.**

Wycena metodą porównawczą

Zaletą metody porównawczej jest jej odniesienie do bieżącej wyceny rynkowej spółek, działających w tej samej branży bądź branżach pokrewnych. Metoda porównawcza cechuje się niewielką subiektywnością oceny, ograniczoną głównie do doboru spółek, tworzących bazę porównawczą. Wadą tej metody jest brak uwzględnienia perspektyw rozwoju spółki oraz zależność wyceny od koniunktury na rynku.

Dobór spółek:

Za bazę porównawczą przyjęto wybrane spółki z sektora informatycznego, których profil działalności jest zbliżony do obszaru działalności spółek znajdujących się w portfelu MCI. Do bazy porównawczej przyjęto również fundusze typu VC/PE: BMP, Midas, BBI Capital.

Założenia wyceny:

- Wycenę spółki przeprowadzono w oparciu o wskaźniki: P/E, P/OP, MC/S i P/BV.
- Wartość wskaźników P/E, P/OP oraz MC/S obliczono na podstawie danych finansowych za okres III kw.'06 r. – II kw. 2007 r. oraz kursów zamknięcia z dnia 17.08.2007 r.
- Wartość wskaźnika P/BV obliczono na podstawie wartości księgowej na dzień 30.06.2007 r. oraz kursów zamknięcia z dnia 17.08.2007 r.
- W analizie wykorzystano dane skonsolidowane lub w przypadku, gdy spółka ich nie sporządza – dane jednostkowe.
- W wycenie uwzględniono nową emisję akcji spółki ATM.
- Zdecydowaliśmy się przyporządkować większą wagę wskaźnikom: P/E oraz P/OP, ponieważ naszym zdaniem odgrywają one zdecydowanie większą rolę w wycenie spółek z sektora VC/PE niż wielkość przychodów lub wartość wyceny księgowej,
- Nie zidentyfikowano przesłanek uzasadniających zastosowanie dyskonta.

		Sprzedaż (tys. zł)	EBIT (tys. zł)	Zysk netto (tys. zł)	Kapitał wł. (tys. zł)	Kapitalizacja (w tys. zł)	Kurs z 17.08.07 (zł)	P/E	P/OP	MC/S	P/BV
MCI	*skons.*	*109 770*	*65 853*	*56 162*	*89 328*	*890 931*	*22,29*	*15,86*	*13,53*	*8,12*	*9,97*
Techmex	skons.	393 324	15 466	7 180	136 942	318 022	38,00	44,29	20,56	0,81	2,32
ABG	skons.	220 124	3 808	2 534	424 445	636 588	6,73	251,22	167,17	2,89	1,50
CSS	skons.	144 533	3 594	3 360	38 424	143 297	38,50	42,65	39,87	0,99	3,73
Qumak	jedn.	176 119	5 942	5 701	49 553	124 721	12,63	21,88	20,99	0,71	2,52
ATM	skons.	174 894	30 211	25 319	231 522	580 500	129,00	22,93	19,21	3,32	2,51
BBICAPNFI	skons.	140 622	19 252	12 202	140 717	265 161	6,24	21,73	13,77	1,89	1,88
MIDAS	skons.	-15 624	29 317	29 158	120800	969 478	16,38	28,50	33,07	-	8,03
Comp	skons.	156 506	23 542	16 042	142 865	368 772	109,50	22,99	15,66	2,36	2,58
Teta	skons.	48 808	8 132	6 715	44 360	223 200	24,80	33,24	27,45	4,57	5,03
MCLogic	skons.	39 555	6 494	5 209	21 895	94 436	50,00	18,13	14,54	2,39	4,31
Unima2000	skons.	12 710	1 187	1 207	18 123	35 724	13,30	29,60	30,10	2,81	1,97
BMPAG	skons.	25 236	10 554	8 501	86 045	171 500	9,80	20,17	16,25	6,80	1,99
One2One	skons.	16 956	1 083	1 389	14 308	52 920	8,40	38,10	48,86	3,12	3,70
Mediana wartości mnożników dla grupy spółek								28,50	20,99	2,60	2,52
Wycena spółki MCI SA wg mediany wartości mnożników (zł)								**40,05**	**34,58**	**7,14**	**5,63**
Przyjęte wagi dla poszczególnych mnożników								0,30	0,30	0,20	0,20
Średnia wartość 1 akcji spółki MCI SA (zł)								**24,94**			
Dyskonto								0%			
Średnia wartość 1 akcji spółki MCI SA - po dyskoncie (zł)								**24,94**			

Według wyceny metodą porównawczą, cenę pojedynczej akcji MCI Management S.A. oszacowaliśmy na poziomie **24,94 zł**.

Przeciętna hipotetyczna wartość Spółki dla poszczególnych wskaźników przedstawia się następująco:

- Dla wskaźnika P/E 40,05 zł,
- Dla wskaźnika MC/S 34,58 zł,
- Dla wskaźnika P/OP 7,14 zł,
- Dla wskaźnika P/BV 5,63 zł.

PODSUMOWANIE WYCEN

Poniżej przedstawiamy zestawienie poszczególnych wycen pojedynczej akcji MCI Management S.A. Wycenie dochodowej przyporządkowaliśmy wyższą wagę w cenie docelowej, niż metodzie porównawczej, ponieważ uważamy, że Spółkę MCI należy postrzegać przez pryzmat posiadanego potencjału rozwoju, a nie stanu obecnego.

Model wyceny	Dochodowa	Porównawcza
Wycena akcji MCI Management SA (zł)	36,35	24,94
Waga wyceny	0,75	0,25
Wycena mieszana (zł)	**33,50**	

Uwzględniając wagi przyporządkowane poszczególnym metodom wyceny, wartość pojedynczej akcji MCI Management S.A. oszacowaliśmy na poziomie 33,50 zł. Oznacza to, że obecnie akcje notowane są z 33,5% dyskontem w stosunku do naszej wyceny. Rekomendujemy zatem kupowanie akcji Spółki w horyzoncie długoterminowym. Podkreślamy ponadto, że w przypadku pomyślnej realizacji strategii rozwoju, wycena Spółki powinna oscylować na poziomie wyceny dochodowej.

Informacje, o których mowa w par. 5-10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19.10.2005 r. (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców:

- Powyższy raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ S.A. oraz innych osób zainteresowanych. Rozpowszechnianie lub powielanie całości lub części raportu bez pisemnej zgody DM BOŚ S.A. jest zabronione.
- Niniejszy raport został udostępniony spółce MCI Management S.A.
- DM BOŚ dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszej rekomendacji.
- DM BOŚ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.
- W ciągu ostatnich 6 miesięcy DM BOŚ S.A. nie publikował jakichkolwiek opracowań dotyczących spółki MCI Management S.A.
- Obecnie nie jest planowana aktualizacja niniejszego raportu.

Nadzór nad Domem Maklerskim BOŚ S.A. sprawuje KNF
Datą sporządzenia raportu jest: 20.08.2007r.,
Datą pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 21.08.2007r.

Źródła informacji: Materiały Spółki, sprawozdania finansowe MCI Management S.A., GPW oraz serwisy informacyjne: ESPI, Notoria Services, PAP

Według dostępnych informacji:

1) DM BOŚ nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka – dalej zwana Emitentem,
2) DM BOŚ nie pełni funkcji oferującego akcje Emitenta,
3) DM BOŚ nie pełni funkcji animatora rynku dla akcji Emitenta, ani funkcji animatora Emitenta,
4) DM BOŚ nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Emitenta będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego,
5) Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z Emitentem, po stronie osoby przygotowującej rekomendację, lub osoby bliskiej,
6) Osoby przygotowujące rekomendację, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Emitenta ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Emitenta,
7) DM BOŚ nie pełni funkcji animatora rynku dla akcji Emitenta, ani funkcji animatora Emitenta,
8) Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą rekomendację, osobą jej bliską a Emitentem papierów wartościowych.

Zastosowane metody wyceny papierów wartościowych:

Metoda porównawcza z zastosowaniem wskaźników wyceny rynkowej: P/E, P/BV, P/OP, MC/S

Silne strony: niewielki subiektywizm wynikający jedynie z doboru spółek do próby i wskaźników przeliczeniowych.
Słabe strony: brak uwzględnienia prognoz wyników finansowych oraz uzależnienie wyceny od koniunktury na rynku kapitałowym

Metoda DCF – metoda dochodowa

Silne strony: uwzględnienie prognoz wyników finansowych oraz perspektyw rozwoju Spółki.
Słabe strony: wysoka wrażliwość na przyjęte parametry oraz założenia dotyczące rozwoju i wyników finansowych Spółki

Metodologia liczenia wskaźników

NS (Net Sales) przychody netto
OP (Operating Profit) zysk operacyjny
NP (Net Profit) zysk netto
DEPR (Depreciation) amortyzacja
NOCF (Net Operating Cash Flow) przepływy operacyjne netto
NICF (Net Investment Cash Flow) przepływy inwestycyjne netto
NFCF (Net Financial Cash Flow) przepływy finansowe netto
DM (Debt Margin) stopa zadłużenia = (zobowiązania długoterminowe + zobowiązania krótkoterminowe) / aktywa ogółem
CR (Current Ratio) wskaźnik płynności bieżącej = aktywa obrotowe / (zobowiązania krótkoterminowe + rezerwy na zobowiązania + rozliczeń międzyokresowe bierne)
QR (Quick Ratio) wskaźnik podwyższonej płynności = (aktywa obrotowe – zapasy) / (zobowiązania krótkoterminowe + rezerwy na zobowiązania + rozliczeń międzyokresowe bierne)
DFL Dźwignia finansowa - miara ryzyka finansowego wyrażona ilorazem: EBIT i EBIT pomniejszony o koszt odsetek (lub ilorazem względnego przyrostu EPS i względnego przyrostu EBIT)
EPS (Earnings per Share) zysk netto przypadający na jedną akcję
DPS (Dividend per Share) dywidenda przypadająca na jedną akcję, która była lub będzie wypłacona w danym roku
BVPS (Book Value per Share) wartość księgowa na jedną akcję
P/E (Price / Earnings) cena / zysk; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto za ostatnie cztery kwartały
P/OP Iloraz rynkowej wartości spółki i zysku operacyjnego za ostatnie cztery kwartały
P/EBITDA Iloraz rynkowej wartości spółki oraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji za ostatnie cztery kwartały
P/BV Iloraz wartości rynkowej spółki i jej wartości księgowej
MC/S Iloraz wartości rynkowej spółki i przychodów ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały
ROE (Return on Equity) stopa zwrotu z kapitału własnego; iloraz zysku netto i kapitałów własnych na koniec okresu obrotowego
ROA (Return on Assets) stopa zwrotu z aktywów; iloraz zysku netto i aktywów ogółem na koniec okresu obrotowego
ROS (Return on Sales) marża zysku brutto ze sprzedaży = zysk brutto ze sprzedaży / przychody netto ze sprzedaży
OPM (Operating Profit Margin) stopa zysku operacyjnego = zysk operacyjny / przychody netto ze sprzedaży
NPM (Net Profit Margin) stopa zysku netto = zysk netto / przychody netto ze sprzedaży
CFM (Cash Flow Margin) stopa nadwyżki finansowej = (zysk netto + amortyzacja) / przychody netto ze sprzedaży
Beta Współczynnik kierunkowy liniowej funkcji aproksymującej zależność zmiany ceny akcji od średniej zmiany wartości indeksu WIG liczony za badany okres (miesiąc)
Zwrot z inwestycji - (kurs na ostatni dzień notowań w miesiącu minus kurs na pierwszy dzień notowań w miesiącu) / kurs na pierwszy dzień notowań w miesiącu
Free float - wartość akcji będących w obrocie i znajdujących się w rękach niestabilnych akcjonariuszy

Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych

Analitycy:

Tomasz Binkiewicz ***T.Binkiewicz@bossa.pl***
makler papierów wartościowych

Bartosz Stryjewski ***B.Stryjewski@bossa.pl***
analityk

ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
tel.: (0-prefix-22) 622 66 22
fax.: (0-prefix-22) 629 71 50