

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa  
 Tel.: (48-22) 397-60-60, Fax.: (48-22) 397-60-61  
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analityk: Robert Kurowski, makler p.w.

## MCI Management S.A.

Finanse

Kurs bieżący (zł): 6,91  
 Liczba akcji (tys.): 51 970  
 Free float: 59,04% (212 mln zł)

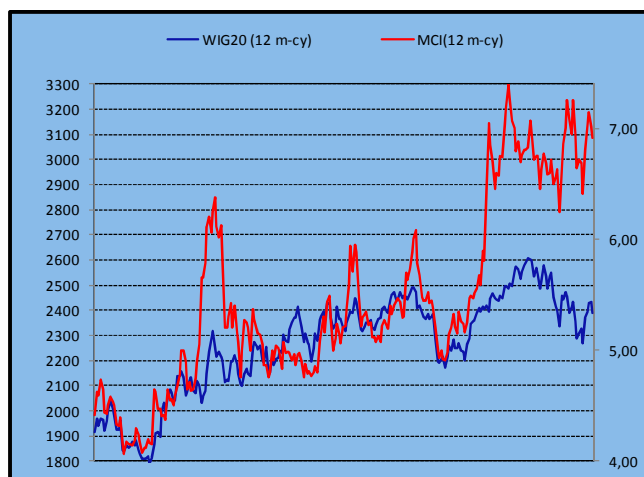
Dane skonsolidowane w tys. zł	2008	2009	1Q 2010	2010P
Przychody ze sprzedaży	1 101	8 794	2 563	18 086
Zysk operacyjny	32 189	49 954	24 923	-
<b>Zysk netto</b>	<b>21 551</b>	<b>44 358</b>	<b>22 524</b>	<b>67 000</b>
Wartość księgowa	206 238	266 021	288 643	333 119
<b>Kapitalizacja</b>	<b>150 646</b>	<b>245 866</b>	<b>327 347</b>	<b>359 114</b>
Liczba akcji (w tys.)	47 373	47 373	47 373	51 970
EPS (zł)	0,45	0,94	1,23	1,29
BVPS (zł)	4,35	5,62	6,09	6,41
P/E	7,0	5,5	5,6	5,4
P/BV	0,7	0,9	1,1	1,1
<b>Kurs (zł)*</b>	<b>3,18</b>	<b>5,19</b>	<b>6,91</b>	<b>6,91</b>

\* dla 1Q 2010 i 2010P kurs bieżący

P - prognoza MCI S.A.

Akcjonariusze:*	% akcji	% głosów
Immoventures Sp. z o.o.	40,96%	40,96%
Pozostali	59,04%	59,04%
<b>Razem</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

\*na podstawie informacji z MCI Management S.A.



Niniejszy raport analityczny powstał w związku z planowaną subskrypcją obligacji MCI Management S.A. Jedną akcję MCI Management S.A. wyceniamy w przedziale od 9,37 (Wariant 1) do 10,90 zł (Wariant 2).

Wycena końcowa MCI Management uwzględnia następujące składowe:

- wycena firmy zarządzającej – 124,6 mln zł;
- wycena aktywów netto MCI – 362,5 mln zł;
- wycena wartości portfela netto MCI oszacowana metodą DCF – 488,8 mln zł.

Wariant 1 wyceny MCI Management obejmuje **sumę wyceny firmy zarządzającej oraz skorygowanych aktywów netto**. Natomiast Wariant 2 to **suma wyceny firmy zarządzającej oraz wyceny wartości portfela netto**, pomniejszona o wartość długu netto na dzień 31.03.2010 roku.

**MCI Management S.A. tworzy dynamicznie rozwijającą się Grupę Kapitałową** działającą w obszarze zarządzania funduszami typu venture capital oraz private equity. Spółka skupia się na inwestycjach w niepubliczne podmioty, które po wzroście wartości są następnie odsprzedawane. Zasada działania polega na kupowaniu aktywów przez fundusze MCI, które następnie są zarządzane przez zespoły MCI Management. **O potencjale Grupy świadczą skutecznie od ponad 10 lat przeprowadzane operacje wyjść z inwestycji, dzięki czemu średnioroczna stopa zwrotu netto (IRR) inwestycji z całego portfela do końca 1Q 2010 roku wyniosła 21,32%.**

Rozwój działalności MCI Management oddają plany dotyczące spółek portfelowych na rok bieżący oraz prognoza zysku netto. **Obecnie zakończyło się IPO ABC Data, która stanowi blisko 60% portfela MCI Management.** W dalszej kolejności planowane jest przeprowadzenie połączenia spółek e-commerce, działających na rynku turystyki i hoteli - Travelplanet oraz czeskiej Invii.

**MCI Management prognozuje na rok bieżący zysk netto w wysokości 67 mln zł.** Po 1Q 2010 roku wypracowany zysk netto osiągnął poziom 22,5 mln zł, co stanowi 33,6% prognozy rocznej. **Wartość aktywów pod zarządzaniem ma osiągnąć poziom 545 mln zł, wobec 436,3 mln zł obecnie.**

Czynnikiem ryzyka jest pogorszenie koniunktury na rynkach finansowych, co okresowo może negatywnie wpłynąć na wyceny spółek portfelowych oraz spowodować przesunięcie w czasie wyjść z inwestycji.

## Branża

Grupa Kapitałowa MCI Management (zwana dalej MCI) zajmuje się zarządzaniem funduszami typu venture capital (VC). Specyfika tej działalności polega na przeprowadzaniu inwestycji private equity (PE) we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, najczęściej poprzez ich dokapitalizowanie. Z tego względu analiza otoczenia – branży, oprócz charakterystyki tego rynku, obejmuje także opis podstawowych czynników, które naszym zdaniem mają wpływ na rozwój funduszy private equity oraz venture capital w Polsce.

### Private equity

Na podstawie dostępnych danych można stwierdzić, że rynek private equity jest w Polsce stosunkowo słabo rozwinięty na tle innych krajów europejskich. Szacuje się, że obecnie w naszym kraju funkcjonuje około 40 funduszy typu PE. Jedną z miar jest porównanie wartości inwestycji funduszy tego typu w stosunku do PKB danego kraju. Dla Polski wskaźnik ten wyniósł w 2008 roku 0,22%, podczas gdy średnia dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej wyniosła 0,32%, a dla całej Europy około 0,4%. Pozytywnym czynnikiem jest to, że co roku dynamika tych inwestycji jest w Polsce bardzo wysoka i w latach 2005-2007 uległy one podwojeniu. Poziom inwestycji PE, jak i ich relacja do PKB w kolejnych latach (2007-2008) wahał się, co spowodowane było pogorszeniem koniunktury na rynkach kapitałowych. W roku 2008 wartość inwestycji PE wyniosła w Polsce 0,7 mld EUR (-36%), natomiast szacuje się że w roku 2009 utrzymały się one na równie niskim pułapie. W Europie wartość a transakcji w latach 2007 – 2008 spadła z 44 do 25 mld EUR (-43%). Większy spadek miał miejsce w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej i wyniósł -52%, tj. 6,6 mld EUR wobec 14 mld w roku 2008. Liczba transakcji spadła z 303 do 146 (-52%).

### Transakcje PE/VC

W Polsce w 2007 roku (podpisano umowę) największą transakcją był zakup przez Fundusz Bridgepoint 75% akcji firmy logistycznej CTL. Wartość tej transakcji szacowana była na około 1,5 mld zł. W tym samym roku fundusz Innova Capital przejął za 113 mln EUR lidera polskiego rynku doradców finansowych firmę Expander, z kolei MCI Management objął 80% udziałów w firmie ABC DATA.

Według danych European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) oraz Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, w 2008 roku fundusze PE/VC wyszły z inwestycji w 17 polskich spółkach, wobec 30 w 2007 roku. Najbardziej powszechną formą zakończenia inwestycji, tak jak w roku 2007, była sprzedaż innemu funduszowi PE/VC. Transakcje tego typu stanowiły 37% ogólnej wartości wyjść w 2008 roku wobec 54% rok wcześniej. Następną formą była sprzedaż inwestorowi branżowemu, tj. stanowiła 28% wartości w 2008 roku, wobec 13% rok wcześniej.

W 2009 roku największą inwestycją było przejęcie przez Societe Generale Alternative Investments firmy ochrony mienia i osób Konsalnet za około 1 mld zł. W latach 2007 – 2008 w Polsce przeważały głównie inwestycje w późnych fazach rozwoju przedsiębiorstw. Szacuje się, że stanowiły one około 80% transakcji, stąd można przyjąć, że rynek VC (wczesne etapy rozwoju) stanowi znaczną mniejszość, czyli około 20% wartości branży. Przedstawiciele funduszy potwierdzają, że w branży PE/VC widoczne jest ożywienie, czego dowodem są sfinalizowane od początku bieżącego roku transakcje. Wymienić należy przede wszystkim zakup przez Advent International 75% akcji WSiP. Z kolei Enterprise Investors przejął od Orbisu część biznesu, zajmującą się sprzedażą usług turystycznych (Orbis Travel). Innova przejęła Libet, a fundusz EQT w wyniku wezwania kupił 97,3% HTLS-Strefa. W bieżącym roku m.in. fundusz Warburg Pincus ma zainwestować w AmRest. Jak szacuje Deloitte, w 2008 roku fundusze PE/VC zainwestowały w Polsce około 600 mln EUR, natomiast w 2009 roku 150-300 mln EUR.

### Finansowanie

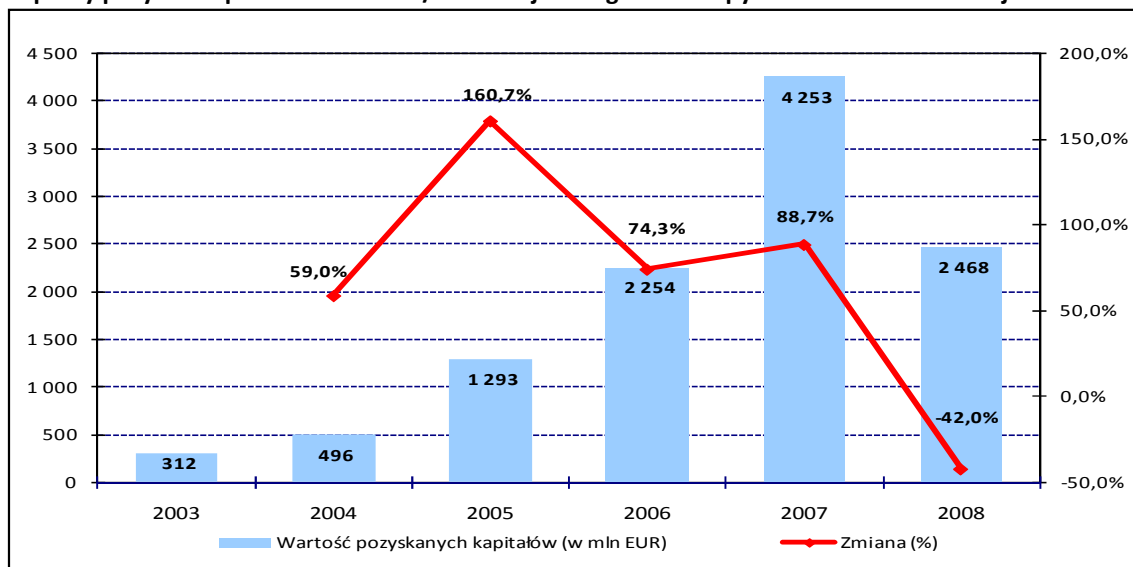
Istotnym czynnikiem ograniczającym rozwój inwestycji PE/VC były skutki kryzysu finansowego, co miało przełożenie na utrudniony dostęp do finansowania dłużnego. Nastąpiła zmiana sytuacji gospodarczej w skali globalnej oraz osłabienie koniunktury gospodarczej w Polsce. Przyczyniło się to do wzrostu poziomu ryzyka, spadku płynności sektora bankowego, zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów oraz wzrostu marż kredytowych. Dodatkowo, negatywnie na rynek finansowy wpływała silna deprecjacja złota, który w 2008 roku osłabił się o ponad 20% wobec USD i o ponad 15% wobec EUR.

Największy wpływ na pogorszenie sytuacji w sektorze finansowym miał spadek wzajemnego zaufania pomiędzy bankami na rynkach globalnych oraz w Polsce. Czynnikiem decydującym był upadek banku

Lehman Brothers oraz kłopoty innych instytucji finansowych. Sytuacja ta skutkowała w Polsce obniżeniem wzajemnych limitów kredytowych dla banków oraz ograniczeniem transakcji na rynku lokat międzybankowych. W efekcie kredytobiorcy – przedsiębiorstwa – miały utrudniony dostęp do kredytu, a banki rywalizowały głównie na polu depozytów, oferując rekordowe oprocentowanie lokat. Z drugiej strony, efektem tego był wzrost zainteresowania ze strony podmiotów gospodarczych alternatywnymi sposobami inwestowania. Z tego powodu na rynku doszło do kilku spektakularnych przejęć, cechą charakterystyczną w branży PE/VC był wzrost liczby nowych, potencjalnych projektów. Fundusze PE/VC miały jednak równie utrudniony dostęp do finansowania, ponieważ duża część środków przeznaczana na finansowanie projektów pochodzi zwykle z kredytu bankowego.

Podsumowując, negatywny okres w sytuacji gospodarczej w skali globalnej przełożył się na mniejsze możliwości inwestycyjne (mniejsze możliwości pozyskania długu, niższe zebrane środki od inwestorów) i w efekcie spadek inwestycji funduszy PE/VC. Interesujące dane dotyczą stopnia lewarowania transakcji PE w krajach rozwiniętych, w których 60% stanowi dług, natomiast w krajach rozwijających się wskaźnik ten szacowany jest na około 35%<sup>1</sup>.

### Kapitały pozyskane przez fundusze PE/VC w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej



Źródło: EVCA

Ważne jest także to, że nominalnie wysoki krajowy PKB w Polsce determinuje w ten sposób wartość inwestycji private equity - w tym ujęciu Polska jest liderem wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Statystyki z lat 2003 – 2008 wskazują, że dominująca część inwestycji funduszy private equity w Polsce zainwestowana została w przedsiębiorstwa w późnych fazach rozwoju. Polska jest postrzegana jako najbardziej atrakcyjny kraj do inwestycji typu PE w 2010 roku, o czym przesądza tempo rozwoju gospodarki. Generalnie cały region Europy Środkowo-Wschodniej jest postrzegany jako szybciej rozwijający się pod względem poziomu inwestycji PE/VC w porównaniu do krajów Europy Zachodniej. Czynnikiem decydującym są podobnie jak w Polsce oczekiwania co do tempa wzrostu przedsięwzięć, bazujące na szybkim rozwoju społeczno – gospodarczym tych krajów.

### Krajowy Fundusz Kapitałowy

Istotnym graczem na polskim rynku funduszy PE/VC jest Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK), będący w 100% własnością Banku Gospodarstwa Krajowego. KFK funkcjonuje jako fundusz funduszy PE/VC, tzn. jako specjalistyczny wehiкул 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<sup>2</sup>. Plany KFK na lata 2008-2012 zakładały inwestycję w ok. 25 funduszy, które miały zainwestować w około 200 MSP łącznie około 200 mln EUR.

<sup>1</sup> Źródło: Partners Group

<sup>2</sup> Źródło: KFK

**Venture capital** Fundusze venture capital funkcjonują jako wyspecjalizowane firmy, inwestujące w przedsięwzięcia o wysokim poziomie ryzyka, najczęściej w firmy będące we wstępnej fazie rozwoju. Rynek venture capital rozwija się w Polsce od początku lat 90-tych. Fundusze tego typu realizują inwestycje we wszystkich gałęziach polskiej gospodarki, korzystając ze zróżnicowanych źródeł finansowania: środków publicznych (pomocowe lub strukturalne) lub prywatnych, opartych na finansowaniu udzielonym ze strony inwestorów instytucjonalnych (banki, agencje, fundusze) i prywatnych. Cechą rozwoju polskiego rynku venture capital było powoływanie kolejnych funduszy przez te, które zaczęły jako pierwsze funkcjonować w Polsce i z sukcesem (zyskiem) zakończyły operacje wyjścia z inwestycji (m.in. Enterprise Investors, Poland Partners). Należy też zwrócić uwagę, że istotnym graczem w tej branży stały się fundusze powstałe po wejściu w życie Programu Powszechnej Prywatyzacji (NFI).

**Koniunktura na rynkach finansowych** Poziom inwestycji funduszy private equity oraz decyzje o ich zakończeniu (wyjście) w dużym stopniu są zdeterminowane przez sytuację makroekonomiczną oraz stan koniunktury na rynkach finansowych, głównie kapitałowych. Ostatnie dwa lata były okresem trudnym, oceniając pod kątem wpływu tych czynników na rynek funduszy private equity. Silne spadki na rynkach akcji w roku 2008 i na początku 2009 roku spowodowały obniżenie wycen rynkowych, co zdeterminowało także niższe wyceny spółek portfelowych, wchodzących w skład poszczególnych funduszy. Bezpośrednim tego skutkiem było odsunięcie w czasie decyzji o wyjściu z inwestycji. Trwała poprawa koniunktury na rynkach akcji, widoczna od drugiej połowy ubr., znajduje odzwierciedlenie w informacjach o zmianach właścicielskich w spółkach portfelowych.

Rok 2008 był najgorszym w historii Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych pod względem skali spadków podstawowych indeksów. W ciągu 12 miesięcy 2008 roku indeks bule chips WIG20 spadł o 48,2%, WIG stracił 51,1%. Rok 2009 stał już pod znakiem odreagowania tych spadków i niwelowania strat, jednak w poszczególnych miesiącach sytuacja mocno się różniła, co wynikało z wpływu czynników zewnętrznych jak i chęci szybkiej realizacji zysków po dotkliwych stratach z miesięcy poprzednich. W Polsce dodatkowym czynnikiem negatywnie wpływającym na nastroje panujące na rynku finansowym była niepewność co do wpływu na przedsiębiorstwa i banki transakcji opcyjnych oraz kontynuacja osłabienia złotego. Powodem trwalszej poprawy koniunktury na rynkach akcji w kolejnych miesiącach stały się lepsze od spodziewanych wyniki spółek publicznych oraz odczyty wskaźników ze sfery realnej. W Polsce PKB wzrósł w 2009 roku o 1,8%, dane te były znacznie lepsze od prognozowanych i potwierdzały poprawę obserwowaną w kolejnych kwartałach ubr. Stopa referencyjna NBP została w ciągu 2009 roku obniżona do 3,5%, wobec 5% na koniec grudnia 2008. W skali całego 2009 roku WIG20 wzrósł o 33,5%, WIG zyskał 46,9%. W bieżącym roku, rynki akcji kontynuują aprecjację mimo okresowych korekt, spowodowanych głównie wysokim deficytem budżetowym niektórych państw członkowskich UE. Głównym czynnikiem negatywnym jest obecnie sytuacja finansowa i ryzyko niewypłacalności Grecji, a w konsekwencji obniżenie ratingów dla tego kraju. Oceniamy, że pomijając wpływ tego czynnika, pojawiające się sygnały ożywienia gospodarczego w skali globalnej oraz pozytywne wyniki spółek publicznych powinny przełożyć się na co najmniej stabilizację notowań na rynkach akcji. Wysoki wzrost cen akcji jaki ma miejsce od początku bieżącego roku powoduje jednak, że pozytywny rozwój sytuacji makro oraz jej przełożenie na wyniki spółek wydaje się być już w znacznym stopniu uwzględniony w bieżących wycenach spółek. Sytuacja ta może skutkować ograniczeniem tempa aprecjacji cen akcji oraz okresowymi korektami w kolejnych miesiącach roku. Niemniej pozytywnym dla branży PE/VC jest to, że wyceny spółek giełdowych są na znacznie wyższym poziomie w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, co korzystnie wpływa na wartość portfeli funduszy.

**Prognozy dla rynku PE/VC** Jak przewidują przedstawiciele funduszy PE/VC, rok 2010 będzie stał pod znakiem zwiększonej aktywności w tej branży. Głównym powodem będzie łatwiejszy dostęp do kredytowania, duże znaczenie mogą także mieć narastające problemy z płynnością przedsiębiorstw – podmiotów, będących celem potencjalnych inwestycji funduszy. Sytuacja ta może skutkować utrzymaniem się wyższego poziomu inwestycji private equity – w spółki w późniejszych fazach rozwoju, w stosunku do venture capital. Jak wynika z raportu przygotowanego przez Thomson Reuters we współpracy z EVCA, fundusze PE/VC w bieżącym roku oczekują nieznacznej poprawy wyników i poziomu inwestycji, natomiast perspektywy długoterminowe pozostają bardzo dobre. Pięcioletnia wewnętrzna stopa wzrostu (IRR) spadła w 2009 roku do poziomu 6,1% wobec 8,5% rok wcześniej, co spowodowane zostało przez niższą dochodowość transakcji wykupu (7,9% w stosunku do 11,1%). Szacuje się, że w dłuższym horyzoncie czasowym (powyżej 5 lat), IRR w Europie dla PE/VC wynosi 8,8%.

## Przedmiot działalności

**Profil działania** MCI Management S.A. (MCI) tworzy Grupę Kapitałową (Grupa MCI), której przedmiotem działania jest zarządzanie funduszami typu venture capital oraz private equity. Zmiana profilu działania z funduszu skupionego na projektach VC, na realizujący projekty typu PE miała miejsce od 2007 roku. MCI Management skupia się na inwestycjach w niepubliczne podmioty, które po wzroście wartości są następnie odsprzedawane. Grupa MCI działa od 1999 roku, w tym czasie (do końca ubr.) zrealizowała 37 projektów inwestycyjnych. Z tych projektów 17 zakończonych zostało poprzez całkowite wyjście z inwestycji, natomiast 6 wyjść było częściowych. Według danych ze Spółki, IRR dla zakończonych projektów narastająco od 1999 roku do końca 2009 roku wyniósł 19,56%, natomiast do końca 1Q 2010 jest na poziomie 21,32%.

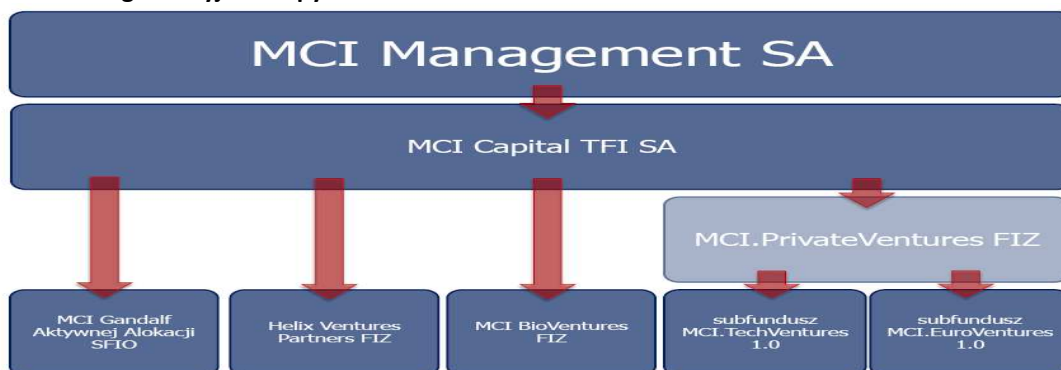
## Grupa kapitałowa

Na dzień 31 marca 2010 roku w skład Grupy Kapitałowej MCI wchodziły następujące podmioty:

- MCI Management S.A. - jednostka dominująca;
- MCI Capital TFI S.A. – spółka ta świadczy usługi zarządzania na rzecz 4 funduszy MCI;
- MCI Fund Management Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością MCI.PrivateVentures Spółka komandytowo-akcyjna – posiadająca większość aktywów finansowych Grupy w postaci certyfikatów funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez MCI Capital TFI S.A.;
- MCI Fund Management Sp. z o.o., pełniąc rolę komplementariusza MCI Fund Management Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością MCI.PrivateVentures Spółki komandytowo-akcyjnej;
- Technopolis Sp. z o.o. w likwidacji – spółka celowa, która w latach 2007/2008 dokonała odkupu i sprzedaży aktywów JTT Computer S.A.

## Struktura organizacyjna

### Struktura organizacyjna Grupy MCI



Źródło: MCI Management S.A.

## Zarządzane fundusze

Na dzień sporządzenia niniejszego raportu, Grupa zarządzała, poprzez spółkę zależną MCI Capital TFI S.A. następującymi funduszami (MCI Management pobiera opłaty za ich zarządzanie):

- MCI.TechVentures 1.0. (subfundusz MCI.PrivateVentures FIZ) – fundusz typu venture capital inwestujący w sektorze nowoczesnych technologii na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. W portfelu tego funduszu znajduje się 14 spółek, wartość aktywów pod zarządzaniem subfunduszu na dzień 31 marca 2010 roku wynosiła 125,9 mln zł (grupa MCI jest właścicielem 97,40% certyfikatów subfunduszu). Oczekiwana stopa zwrotu z portfela (IRR): 25%. Obszar sektorowy: Internet, TMT, usługi i technologie mobilne (B2C), media cyfrowe, e-commerce; przedział inwestycji: 1,5 - 5 mln EUR.
- MCI.EuroVentures 1.0. (subfundusz MCI.PrivateVentures FIZ) - fundusz typu private equity / buy-out inwestujący w sektorach TMT (technologia, media, telekomunikacja) i usług finansowych na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. W portfelu znajdują się 3 spółki, wartość aktywów pod zarządzaniem subfunduszu na dzień 31 marca 2010 roku wynosiła 224,3 mln zł (Grupa MCI jest właścicielem 94,26% certyfikatów subfunduszu). Oczekiwana stopa zwrotu z portfela (IRR): 20%. Obszar sektorowy: TMT, usługi finansowe, e-commerce i dystrybucja, BPO, czyste technologie; przedział inwestycji: 5-25 mln EUR.

- MCI.BioVentures FIZ - fundusz kapitału zalążkowego inwestujący w sektorze biotechnologicznym, ochrony zdrowia i usług medycznych na rynku polskim. W portfelu tego funduszu znajdują się 3 spółki, wartość aktywów pod zarządzaniem subfunduszu na dzień 31 marca 2010 roku wynosiła 8,2 mln zł (Grupa MCI jest właścicielem 99,53% certyfikatów funduszu). Obszar sektorowy: ochrona zdrowia, rynek usług medycznych, biotechnologia; przedział inwestycji: 0,2 – 1,0 mln EUR.
- Helix Ventures Partners FIZ - fundusz venture capital typu commitment, inwestujący w spółki na wczesnym etapie rozwoju (seed, start-up) w sektorze nowoczesnych technologii na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej. W portfelu tego funduszu jest 1 spółka. Docelowa wielkość kapitału zaangażowanego w inwestycje funduszu wynosi 40 mln zł, z czego 50% kapitału będzie pochodzić z KFK (Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A.), 30% z MCI Management SA, zaś pozostałe 20% od inwestora prywatnego. Oczekiwana stopa zwrotu z portfela (IRR): 30%. Obszar sektorowy: Internet, oprogramowanie (usługi, wdrożenia, integracja), technologie mobilne (B2B); przedział inwestycji: 0,5 – 1,5 mln EUR.
- MCI Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO – specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty. Na dzień 31 grudnia 2009 roku wartość aktywów pod zarządzaniem funduszu wynosiła 19,2 mln zł

Według danych Spółki wartość aktywów będących pod zarządzaniem MCI Management (wyceniana zgodnie z wymogami EVCA) na dzień 31.03.2010 roku wynosiła 436,3 mln zł. Natomiast wartość skonsolidowanych aktywów netto MCI Management wyniosła na koniec 1Q 2010 roku 288 mln zł (+34% r/r). Wartość nowych inwestycji w 2009 wyniosła 29,5 mln zł, wobec 64,4 mln zł w roku 2008.

#### Oplaty za zarządzanie funduszami

	Wartość aktywów na dzień 31.03.2010 (w zł)	Oplata za zarządzanie	Prowizja za wynik
MCI EV FIZ	154 989 267	3,00%	25% powyżej 10%; HWM***
MCI TV FIZ	125 916 351	3,25%	40% powyżej 10%; HWM***
MCI BV FIZ	8 220 661	3,25% *	40% powyżej 10% HWM***
MCI HVP FIZ	1 227 128	opłata stała 1 800 000 zł płatne z góry, w dwóch ratach półrocznych (przez pierwsze cztery lata; następnie 4% WAN)**	20% powyżej 7,5% HWM***
MCI GANDALF SFIO	19 195 528	stanowi oddzielne centrum przychodów i kosztów, które obecnie jest neutralne dla MCI; wg biznesplanu tak będzie przez kolejne dwa lata	Por. wyjaśnienia obok

\* Planowane pobieranie od lipca 2010 roku.

\*\* do tej pory pobrano ją dwa razy: w czerwcu (za II półrocze 2009) i w grudniu 2009 roku (za I półrocze 2010 roku); z tego 38 800 zł miesięcznie jest przekazywane na podstawie faktury do HelixVentures (Partner zarządzający Funduszem), reszta trafia do MCI Management.

\*\*\*wynagrodzenie zmienne, success fee, premia od zysku np. 25% powyżej 10% stopy zwrotu. HWM oznacza premię udział w zyskach jeżeli wartość certyfikatu inwestycyjnego funduszu wzrośnie powyżej ostatniej wartości maksymalnej.

Źródło: MCI Management S.A.

#### Portfolio

Według stanu na dzień 31 grudnia 2009 w skład portfolio poszczególnych funduszy zarządzanych przez MCI Management wchodziły 22 spółki, natomiast obecne jest ich 19, po sprzedaży S4E, Nexcom i Nostromo. Do wiodących spółek z portfela MCI Management, stanowiących około 90% jego wartości zaliczyć należy:

- ABC DATA - udział MCI Management: 81,49%. ABC DATA jest spółką zajmującą się dystrybucją sprzętu IT na rynkach Polski, Czech i Słowacji. Spółka ta posiadała w 2008 roku następujące udziały na rynku dystrybucji w wymienionych krajach: 17,9% (lider rynku), 5,2% oraz 2,9%. Obecnie trwa IPO tej Spółki.
- Travelplanet.pl - udział MCI Management: 40,79%, spółka jest liderem krajowego rynku usług turystycznych on-line. Przedmiotem działania jest sprzedaż wycieczek (travelplanet.pl), biletów lotniczych (aero.pl) i miejsc hotelowych (hotele24.pl).
- Invia.cz - udział MCI Management: 50,10%. Czeska spółka prowadząca internetowe biuro podróży, jest liderem rynku usług turystycznych on-line w Czechach i na Słowacji (około 46% udział). W ubr.

Invia.cz dokonała akwizycji największego konkurenta na rodzimym rynku: firmy NetTravel.cz. W bieżącym roku planowane jest połączenie Invia.cz z Travelplanet, w celu utworzenia wiodącej grupy *e-travel* w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

- Retail Info - udział MCI Management: 47%. Czeska spółka zajmująca się dystrybucją ulotek handlowych w formie elektronicznej, prowadzi także porównywarki cenowe. Retail Info posiada m.in. następujące portale (marki) : kupujemy.pl, promoceny.pl, monitor.cz, aknciCeny.cz, oBydleni.cz. Retail info posiada około 2 mln użytkowników, pod tym względem jest jedną z największych spółek w zakresie porównania cen i informacji handlowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.
- Telecom Media – udział MCI Management: 78,45%. Spółka jest wiodącym dostawcą cyfrowych zawartości do telefonów komórkowych (serwis Juup.com), specjalnością tej firmy jest reklama mobilna (marka Spotler). Trwają prace nad przygotowaniem IPO dla tej spółki.
- NaviExpert - udział MCI Management: 56,31%. Spółka jest twórcą i operatorem polskiego systemu nawigacji GPS, działającego w telefonach komórkowych, w technologii on-line.
- Geewa – udział MCI Management: 51%. Spółka zajmuje się prowadzeniem internetowej platformy z gramami on-line, oferuje je także na Facebooku, w 2009 roku posiadał około 2 mln użytkowników.
- Intymna.pl - udział MCI Management: 48,98%. Spółka zajmuje się sprzedażą odzieży on-line, jest liderem pod względem sprzedaży bielizny damskiej w Internecie, dotychczas miała 150 tys. klientów.
- Genomed – udział MCI Management: 40,03%. Spółka zajmuje się diagnostyką medyczną, głównie badaniem ryzyka zachorowania na choroby uwarunkowane genetycznie z użyciem technologii sekwencjonowania DNA. Spółka ma zostać wprowadzona na NewConnect.

#### Portfel Grupy MCI

<b>MCI.EuroVentures 1.0</b>	<b>liczba akcji/udziałów posiadanych przez MCI.PV</b>	<b>% głosów</b>
ABC Data S.A.	81 062 600	81,49%
Grupa Lew Sp. z o.o.	369	23,21%
<b>MCI.TechVentures 1.0</b>	<b>liczba akcji/udziałów posiadanych przez MCI.PV</b>	<b>% głosów</b>
Travelplanet.pl S.A.	884 238	40,79%
One-2-One S.A.	100 000	1,51%
Digital Avenue SA	4 588 620	53,90%
NaviExpert Sp. z o.o.	1 655	56,31%
Telecom Media sp. z o.o.	568	78,45%
NetPress Digital Sp. z o.o.	40 280	50,10%
DomZdrowia.pl SA	2 656 700	58,42%
Belysio Sp. z o.o.	652	39,11%
INVIA.CZ s.r.o.	566 130	50,10%
Biznes.net Sp. z o.o.	13 687	66,67%
Intymna.pl Sp. z o.o.	960	48,98%
Retail Info s.r.o.	47	47,00%
Geewa s.r.o.	80	51,00%
Złote Myśli Sp. z o.o.	15 661	68,09%
<b>MCI.BioVentures</b>	<b>liczba akcji/udziałów posiadanych przez MCI.PV</b>	<b>% głosów</b>
Genomed Sp. z o.o.	976	40,03%
4med Sp. z o.o.	2 000	80,00%
ForMed Centra Medyczne Sp. z o.o.	582	22,54%
<b>MCI.BioVentures</b>	<b>liczba akcji/udziałów posiadanych przez MCI.PV</b>	<b>% głosów</b>
mSejff Sp. z o.o.	8 000	27,76%

Źródło: MCI Management S.A.

**Sektory spółek z portfela** Sektory w jakich działają główne spółki wchodzące w skład portfela MCI Management to: e-commerce (Intymna.pl, Travelplanet.pl, Invia.cz, Domzdrowia.pl), Internet mobilny oraz usługi i technologie mobilne (Belysio, NaviExpert, Telecom Media), biotechnologia (Genomed).

Poszczególne sektory mają bardzo dobre perspektywy wzrostu, co w dużej mierze wynika z opóźnień jakie występują w Polsce w stosunku do krajów rozwiniętych<sup>3</sup>:

- rynek e-commerce: firma badawcza Forrester Research szacuje, że w 2014 roku wartość amerykańskiego rynku internetowej sprzedaży sięgnie 248,7 miliarda dolarów (o 60% więcej w porównaniu z rokiem 2009). W tym okresie wartość rynku będzie rosła rocznie średnio o 10%, a w 2014 roku Internetowa sprzedaż będzie stanowiła 8% całego handlu w USA, wobec 6% w roku ubiegłym. W Europie Zachodniej wartość rynku e-commerce zwiększy się w latach 2009-2014 o 68%, z 68 do 114,5 mld EUR (ok. 11% wzrostu rocznie);
- rynek Internetu mobilnego: Według badania przeprowadzonego przez Mediascope Europe, 71 milionów Europejczyków regularnie korzysta z mobilnego Internetu. European Interactive Advertising Association szacuje, że z Internetu korzysta obecnie 52% mieszkańców naszego kraju, a 2011 roku wskaźnik ten wzrośnie do 57%, a w 2012 roku - do 63%;
- rynek usług i technologii mobilnych: globalny wskaźnik penetracji telefonii komórkowej (stosunek aktywnych kart SIM do liczby mieszkańców) sięgnął 66%, a na początku 2014 roku wyniesie 80%; w większości państw uprzemysłowionych wskaźnik ten przekroczył granicę 100% w 2000 roku; w wielu krajach rozwiniętych może w okresie najbliższych 5-10 lat pokonać barierę 200%;
- rynek biotechnologii: rynek polskiej biotechnologii jest szacowany na 600 mln zł. Funkcjonuje na nim niewielka liczba dojrzałych biznesowo firm w Polsce, jedną firmą dojrzałą jest Bioton. Rozwijający się rynek start-up'ów biotechnologicznych daje duże potencjalne możliwości inwestycji na wczesnym etapie.

## Wyjścia z inwestycji

### Wyjścia w inwestycji MCI Management zrealizowane do końca 2009 roku

Wyjścia całkowite	Rok inwestycji	Rok wyjścia	IRR
Poland.com	1999	2000/2001	-88,7%
Cubeteam	2001	2001	-99,0%
Synergy	2001	2002/2003	-29,0%
Process4E	2000	2003	20,6%
Expertia	2000	2003	-63,8%
CKAdax	2004	2005	238,3%
Comtica	2005	2007	74,4%
Clix	2005	2007	33,7%
Technopolis	2004	2008	189,3%
Finepharm	2007	2008	109,7%
Hoopla.pl	2005	2008	83,9%
CCS	1999	2008	8,3%
Geotec	2000	2008	-34,5%
Bankier.pl	2000	2009	30,2%
<b>Razem wyjścia całkowite</b>			<b>12,13%</b>

Wyjścia częściowe	Rok inwestycji	Rok wyjścia	IRR
Travelplanet.pl	2000	2004-2006	106,6%
S4E	2001	2005-2006	18,5%
Telecom Media	2003	2006-2007	18,7%
One-2-One	2002	2006-2009	127,7%
Digital Avenue	2007	2007	-46,6%
ABC Data	2008	2008	10,0%
Złote Myśli	2009	2009	b.d
<b>Razem wyjścia częściowe</b>			<b>58,19%</b>

**Razem wyjścia** **19,56%**

Źródło: MCI Management S.A.

<sup>3</sup> Źródło: Prezentacja MCI – wyniki z 1Q 2010 roku



W 2009 roku MCI Management zrealizowało wyjścia z inwestycji na łączną kwotę 26,3 mln zł, co stanowiło 88% łącznej wartości (29,9 mln zł) wyjść z roku 2008. Najważniejszą transakcją wyjścia w 2009 roku była sprzedaż spółki Bankier.pl (IRR na całym projekcie wyniosło 30,63 %). MCI Management zredukował znacznie swój udział w One-2-One, a kolejny etap zamykania tego projektu miał miejsce w roku bieżącym. W kwietniu br. subfundusz MCI.TechVentures 1.0 zbył w drodze transakcji na GPW 12,3% akcji One-2-One, po cenie 8,9 zł za 1 akcję. Wartość tej transakcji wyniosła 7,2 mln zł. Po jej uwzględnieniu, średnioroczna stopa zwrotu na One-2-One wyniosła 103%. Całkowite wyjście dotyczyło też spółki S4E (styczeń 2010 roku), notowanej na NewConnect - jednej z najstarszych, bo 10 letniej inwestycji MCI Management (IRR na tej inwestycji wyniosło 17%).

#### Zasilenie w kapitał

Kapitały na inwestycje pozyskane przez MCI Management w 2009 roku pochodziły z następujących źródeł:

- środki z KFK – 20 mln zł, stanowiły 13,3% całości pozyskanych środków;
- emisja akcji – 49,5 mln zł, 32,9%;
- instrumenty dłużne – 52 mln zł, 34,6%;
- certyfikaty FIZ – 29 mln zł, 19,3%.

łącznie z wymienionych źródeł MCI Management pozyskało 150,5 mln zł na inwestycje.

#### Prognozy

Na 2009 roku Zarząd MCI Management zakładał osiągnięcie 28,7 mln zł zysku netto (+33% w stosunku do wyniku za 2008 rok). Prognoza ta została zweryfikowana do 42,5 mln zł po wynikach 4Q ubr., a ostatecznie zysk netto w 2009 roku wyniósł 44,4 mln zł., na co główny wpływ miał wzrost wartości aktywów MCI Management oraz wyższe przychody z zarządzania funduszami.

Oficjalna prognoza Zarządu MCI Management odnośnie skonsolidowanego wyniku netto na rok 2010, wynosi 67,0 mln zł (+50,9%). W ocenie Zarządu, MCI Management na poziomie Grupy ma potencjał wypracować wyższy wynik przy sprzyjających warunkach zewnętrznych – wzrostu gospodarczego oraz koniunktury na rynku kapitałowym. Podobnie jak w ubr., na wynik Grupy MCI w 2010 roku, składać się ma wzrost wartości posiadanych aktywów inwestycyjnych oraz dochody generowane z zarządzania funduszami. Planowana, docelowa wartość aktywów na koniec 2010 roku to 545 mln zł. Jak wynika z ostatnich informacji ze Spółki, tegoroczna prognoza może zostać zweryfikowana (podwyższona) po wynikach 2Q bieżącego roku.

#### JTT Computer – decyzja Sądu

Istotnym czynnikiem, który może mieć wpływ na wynik danego roku obrotowego w którym zpadanie ostateczna decyzja sądu, przepływy pieniężne oraz możliwości inwestycyjne MCI Management będzie odszkodowanie z tytułu utraty wartości w upadłej spółce zależnej JTT Computer (JTT). Upadłość miała miejsce na skutek decyzji organu skarbowego, naliczającego niesłusznie podatek VAT przy imporcie sprzętu IT. Obecnie sprawa jest na etapie apelacji ze strony Skarbu Państwa. Łącznie MCI Management powinno odzyskać 38,5 mln zł plus odsetki (na dzień ogłoszenia wyroku odsetki wyniosły 17,4 mln zł). Zarząd MCI Management nie uwzględnił tej kwoty w opublikowanej prognozie na rok 2010.

#### Umowa z BRE i Internet Group

Ostatnim z ogłoszonych projektów jest potencjalna współpraca pomiędzy MCI Management, BRE Bankiem i Internet Group S.A. (podpisano list intencyjny w tej sprawie), dotycząca restrukturyzacji ostatniej z wymienionych spółek. Z informacji prasowych wynika, że MCI Management może się zaangażować w dokapitalizowanie kilku podmiotów z branży nowych technologii, wchodzących w skład portfela Internet Group. Elementem porozumienia pomiędzy wymienionymi stronami ma być spłata części zadłużenia Internet Group wobec BRE Banku.

#### Program motywacyjny

W 2007 roku Rada Nadzorcza MCI Management przyjęła regulamin Programu Motywacyjnego (Program) na lata 2008 – 2012, dla kadry menedżerskiej i członków Rady Nadzorczej. W międzyczasie nastąpiło kilka zmian zasad działania Programu i kryteriów, na podstawie których przedzielane mają być akcje. Obecnie program ten obejmuje 1,8 mln akcji na lata 2009 i 2010 (transza pierwsza: 900 tys. akcji za 2009 rok, transza druga: 800 tys. akcji za rok 2010 plus dodatkowe 100 tys. akcji do dyspozycji Prezesa MCI Management). Ogólnymi warunkami przyznania opcji w poszczególnych latach realizacji Programu będzie trwałe przekroczenie przez giełdowy kurs akcji Spółki poziomu:

- nie mniej 10,00 zł za akcję w I transzy w okresie 2009 roku lub w okresie późniejszym, ale zawsze nie później niż do 31 grudnia 2011 roku;

- nie mniej niż 15,00 zł za akcję w II transzy w okresie 2010 roku lub okresie późniejszym, ale zawsze nie później niż do 31 grudnia 2011 roku.

Należy przy tym zwrócić uwagę na fakt, że jeżeli te warunki nie zostaną spełnione, Rada Nadzorcza, na wniosek Zarządu, może zdecydować o częściowej i zaliczkowej realizacji Programu Motywacyjnego, jeżeli dojdzie do trwałego przekroczenia przez giełdowy kurs akcji Spółki poziomu: 7,00 zł w pierwszej transzy i nie mniej niż 10,00 zł w transzy drugiej. W 2009 roku na skutek realizacji opcji zakupu doszło do emisji 111 172 akcji, a koszty Programu MCI Management wyceniane według MSSF miały wartość 509 tys. zł w (662 tys zł w roku 2008) .

#### Dywidenda

Zarząd MCI Management deklaruje, że nie wypłacanie dywidendy w długim okresie będzie trwało do momentu, kiedy spółka utrzymywać będzie potencjał zagospodarowania wolnych środków pieniężnych, dzięki czemu zaangażowany kapitał osiągać będzie wysokie stopy zwrotu.

### Sprawozdania finansowe

#### Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat skonsolidowany (w tys. zł)					zmiana %
	2008	2009	1Q 2010	09/08	1Q10/ 1Q09
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 101</b>	<b>8 794</b>	<b>2 563</b>	<b>698,7%</b>	<b>23,7%</b>
Koszt własny sprzedaży	263	1 725	709	555,9%	90,6%
<b>Zysk (strata) brutto na sprzedaży</b>	<b>838</b>	<b>7 069</b>	<b>1 854</b>	<b>743,6%</b>	<b>9,1%</b>
Koszty sprzedaży	6	23	0	283,3%	-
Koszty ogólnego zarządu	7 059	5 419	1 173	-23,2%	-32,3%
Pozostałe przychody operacyjne	319	270	329	-15,4%	5,1%
Pozostałe koszty operacyjne	1 021	1 519	24	48,8%	9,1%
Zyski i straty na sprzedaży jednostek zależnych	-1 009	7 297	0	-	-
Udział w zyskach jednostek objętych konsolidacją	-1 241	38	0	-	-
Pozostałe zyski (straty) z inwestycji	41 368	42 241	23 937	2,1%	-
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>32 189</b>	<b>49 954</b>	<b>24 923</b>	<b>55,2%</b>	<b>1160,6%</b>
Koszty finansowe - netto	-7 055	-7 534	-1 477	6,8%	18,0%
Zysk/Strata związana z utratą kontroli	0	0	0	-	-
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>25 134</b>	<b>42 420</b>	<b>23 446</b>	<b>68,8%</b>	<b>192,3%</b>
Podatek dochodowy	-4 288	-2 544	968	-40,7%	-
<b>Zysk (strata) netto z działalności kontynuowanej</b>	<b>29 422</b>	<b>44 964</b>	<b>22 478</b>	<b>52,8%</b>	<b>165,0%</b>
Wynik na działalności zaniechanej	-8 251	-606	46	-92,7%	-
Udziały mniejszości	-380	0	0	-	-
<b>Zysk (strata) netto akcjonariuszy jednostki dominującej</b>	<b>21 551</b>	<b>44 358</b>	<b>22 524</b>	<b>105,8%</b>	<b>166,9%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Cechą charakterystyczną rachunku zysków i strat jest istotny wzrost przychodów, co związane jest z uzyskiwanymi wpływami z tytułu zarządzania subfunduszami. Zasadniczy wynik EBIT oraz w konsekwencji zysk netto zależy od zysków lub strat osiągniętych przez MCI Management na sprzedaży jednostek zależnych oraz z pozycji „Pozostałe zyski i straty z inwestycji”.

Pozycja ta zawiera zyski i straty z tytułu zmian wartości godziwej instrumentów finansowych oraz zyski i straty z tytułu zbycia instrumentów finansowych. W 2009 roku największy wpływ na osiągnięty wynik z inwestycji (+42,2 mln zł), miała aktualizacja wartości certyfikatów inwestycyjnych w subfunduszach (łącznie na 26,9 mln zł) oraz aktualizacja wartości akcji/udziałów w ABC Data (27,3 mln zł) i Nexcom Netherlands Holding BV (-13,6 mln zł). Dodatkowo nastąpiła aktualizacja wartości pożyczek dla Nexcom Netherlands (-7,7 mln zł). Z kolei operacje na instrumentach finansowych to zbycie akcji ABC Data na kwotę 6,9 mln zł oraz wynik na zamianie obligacji zamiennych na akcje ABC Data (+2,0 mln zł), jako operacje wewnątrz Grupy.

W 1Q 2010 roku na wypracowany wynik netto największy wpływ miały wzrost wartości (+16% w stosunku do końca 2009 roku) certyfikatów subfunduszu MCI Management.TechVentures 1.0. posiadanych przez MCI Management. W związku z tym, po 1Q 2010 roku prognoza tegorocznego zysku

netto wykonana została w 33,6%. Należy zwrócić uwagę, że coraz większe znaczenie w rachunku wyników mają dochody osiągane z tytułu zarządzania funduszami. Działalność ta określana jest w sprawozdaniach finansowych Grupy MCI jako Segment 1 - zarządzanie obcymi kapitałami inwestycyjnymi na rzecz funduszy inwestycyjnych. Z kolei dochody z inwestycji to bezpośrednia działalność inwestycyjna PE/VC – Segment 2. Segment 1 osiągnął w 1Q 2010 przychody w wysokości 2,6 mln zł o raz zysk brutto w kwocie 1,8 mln zł, w kolejnych latach należy się spodziewać dynamicznego wzrostu tych pozycji, wraz ze wzrostem wartości aktywów pod zarządzaniem.

## Bilans

Bilans skonsolidowany (w tys. zł)				struktura		
	31.12.08	31.12.09	31.03.10	31.12.08	31.12.09	31.03.10
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>275 073</b>	<b>313 024</b>	<b>352 451</b>	<b>91,7%</b>	<b>93,8%</b>	<b>95,2%</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1 119	138	136	0,4%	0,0%	0,0%
Wartości niematerialne	624	510	478	0,2%	0,2%	0,1%
Wartość firmy	1 823	0	0	0,7%	0,0%	0,0%
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	361	0	0	0,1%	0,0%	0,0%
Inwestycje w pozostałych jednostkach	14 414	49 064	69 949	5,2%	15,7%	19,8%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 883	3 609	2 789	0,7%	1,2%	0,8%
Należności handlowe oraz pozostałe należności	9 460	286	228	3,4%	0,1%	0,1%
Inne aktywa finansowe	245 389	259 417	278 871	89,2%	82,9%	79,1%
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>18 068</b>	<b>11 691</b>	<b>8 685</b>	<b>6,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,3%</b>
Zapasy	132	0	0	0,7%	0,0%	0,0%
Należności handlowe oraz pozostałe należności	9 531	2 243	2 432	52,8%	19,2%	20,8%
Inne aktywa finansowe	292	8 368	3 913	1,6%	71,6%	33,5%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8 113	1 080	2 340	44,9%	9,2%	20,0%
<b>Aktywa trwale przeznaczone do sprzedaży</b>	<b>6 872</b>	<b>8 964</b>	<b>9 091</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,5%</b>
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>300 013</b>	<b>333 679</b>	<b>370 227</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Kapitał własny jednostki dominującej</b>	<b>206 238</b>	<b>266 021</b>	<b>288 643</b>	<b>68,7%</b>	<b>79,7%</b>	<b>78,0%</b>
Kapitał podstawowy	44 706	47 313	47 373	21,7%	17,8%	16,4%
Kapitał zapasowy	134 615	163 864	163 814	65,3%	61,6%	56,8%
Kapitał rezerwowo z aktualizacji wyceny	597	414	450	0,3%	0,2%	0,2%
Pozostałe kapitały rezerwowe	7 372	12 757	12 809	3,6%	4,8%	4,4%
Zysk/strata z lat ubiegłych	-2 603	-2 685	41 673	-1,3%	-1,0%	14,4%
Zysk netto	21 551	44 358	22 524	10,4%	16,7%	7,8%
<b>Udziały niedające kontroli</b>	<b>1 720</b>	<b>0</b>	<b>80</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>22 668</b>	<b>54 144</b>	<b>44 641</b>	<b>7,6%</b>	<b>16,2%</b>	<b>12,1%</b>
Pożyczki i kredyty bankowe	21 346	7 903	0	94,2%	14,6%	0,0%
Obligacje zamienne na akcje	0	45 792	44 032	0,0%	84,6%	98,6%
Zobowiązanie z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 299	449	605	5,7%	0,8%	1,4%
Rezerwy długoterminowe	17	0	4	0,1%	0,0%	0,0%
Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu finansowego	6	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
Inne zobowiązania długoterminowe	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>63 426</b>	<b>6 991</b>	<b>30 262</b>	<b>21,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>8,2%</b>
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania	11 182	1 199	23 870	17,6%	17,2%	78,9%
Obligacje	51 932	0	1 139	81,9%	0,0%	3,8%
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu finansowego	0	3	1	0,0%	0,0%	0,0%
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty bankowe	312	4 103	4 310	0,5%	58,7%	14,2%
Rezerwy krótkoterminowe	0	986	692	0,0%	14,1%	2,3%
Przychody przyszłych okresów	0	700	250	0,0%	10,0%	0,8%
<b>Zobowiązania przeznaczone do sprzedaży</b>	<b>5 961</b>	<b>6 523</b>	<b>6 601</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,8%</b>
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>300 013</b>	<b>333 679</b>	<b>370 227</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Sytuacja bilansowa Grupy MCI zdeterminowana jest możliwością pozyskania źródeł finansowania, co z kolei przekłada się na jej możliwości inwestycyjne. W aktywach największe znaczenie mają pozycje „Inne aktywa finansowe”. Stanowiły one (długo i krótkoterminowe łącznie) 76% aktywów – sumy bilansowej na koniec 1Q 2010 roku i 94% na koniec 2009 roku. Największe znaczenie ma część długoterminowa, w postaci certyfikatów inwestycyjnych subfunduszy (98% udział na koniec 1Q 2010 roku w strukturze pozycji „Inne aktywa finansowe”).

**Inne aktywa finansowe**

W związku z powyższym, aktualna struktura pozycji „Inne aktywa finansowe” wygląda następująco:

Inne aktywa finansowe	2008	struktura	2009	struktura	31.03.2010	struktura
Certyfikaty inwestycyjne MCI.EuroVentures 1.0	149 886	61,0%	143 354	45,8%	146 093	51,7%
Certyfikaty inwestycyjne MCI.TechVentures 1.0	65 324	26,6%	105 733	33,8%	122 642	43,4%
Certyfikaty inwestycyjne MCI.BioVentures FIZ	92	0,0%	8 205	2,6%	8 182	2,9%
Certyfikaty inwestycyjne Helix Ventures Partners FIZ	0	0,0%	539	0,2%	368	0,1%
Akcje ABC Data	0	0,0%	45 265	14,5%	69 949	0,0%
Obligacje ABC Data	27 655	11,3%	0	0,0%	0	0,0%
Obligacje subfunduszu MCI.TechVentures 1.0	0	0,0%	8 093	2,6%	3 528	1,2%
Depozyty krótkoterminowe krajowe	0	0,0%	275	0,1%	385	0,1%
Depozyty długoterminowe krajowe	2 432	1,0%	1 586	0,5%	1 586	0,6%
Obligacje Skarbu Państwa	292	0,5%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Długoterminowe</b>	<b>245 389</b>	<b>99,9%</b>	<b>304 682</b>	<b>82,9%</b>	<b>348 820</b>	<b>98,6%</b>
<b>Krótkoterminowe</b>	<b>292</b>	<b>0,1%</b>	<b>8 368</b>	<b>17,1%</b>	<b>3 913</b>	<b>1,4%</b>
<b>Razem</b>	<b>245 681</b>	<b>100,0%</b>	<b>313 050</b>	<b>100,0%</b>	<b>352 733</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

**Obsługa zadłużenia**

W zakresie finansowania, struktura pasywów jest bezpieczna, ponieważ dominują w nich kapitały własne. Dług łącznie liczony wskaźnikiem ogólnego zadłużenia wynosił na koniec marca br. 20,2%, wobec 18,3% na koniec 2009 roku. **Należy przy tym uwzględnić, że po dniu bilansowym (31.03.2010 roku) sytuacja w zakresie zadłużenia uległa zmianie. W wyniku nabycia bezgotówkowego 10 mln akcji ABC Data, zobowiązania MCI Management zostały pomniejszone o zobowiązania krótkoterminowe, dotyczące zapłaty za te akcje (na kwotę 23,4 mln zł). Uwzględniając powyższe i podwyższenia kapitałów własnych po emisji akcji serii S, wskaźnik zadłużenia kształtowałby się na poziomie 13,9%, a wskaźnik zadłużenia kapitału własnego wyniósłby 17,6%.**

Wskaźniki finansowe skonsolidowane	2008	2009	1Q 2010
<b>Rentowność</b>			
ROA*	8,03%	14,00%	16,61%
ROE*	11,99%	18,79%	21,07%
<b>Zadłużenie</b>			
Wskaźnik zadłużenia	28,7%	18,3%	20,2%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	41,7%	23,0%	26,0%
<b>Dług - koszty</b>			
Koszty finansowe - netto (w tys. zł)	7 055	7 534	1 477
Dług (w tys. zł)	73 596	57 801	49 482
Dług netto (w tys. zł)	65 483	54 860	47 142

\* dla roku 2010 ROA i ROE obliczono w ujęciu narastającym za ostatnie 4 kwartały

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółki

W analizowanych okresach, w latach 2008 – 2009 koszty finansowe netto utrzymywały się na zbliżonym nominalnie poziomie, mimo spadku wartości długu o ponad 21% r/r. Relacja koszty finansowe/dług wzrosła w 2009 roku do 13% wobec 10% w roku 2008. Na wzrost kosztów finansowych w ubr. złożyły się koszty z tytułu wyemitowanych weksli, od otrzymanych pożyczek, natomiast spadły z tytułu wyemitowanych obligacji (spłata). Kluczowe dla oceny zdolności do obsługi zadłużenia będzie planowane zwiększenie długu w roku bieżącym (w tym głównie emisja obligacji na kwotę 50 mln zł), co wpłynie na przepływy z działalności finansowej oraz na wynik na działalności gospodarczej. Opublikowana prognoza uwzględnia spadek kosztów finansowych netto do poziomu 6,2 mln zł, wydaje się że szacunki trzeba będzie zweryfikować wraz ze wzrostem poziomu zadłużenia.

**Wyemitowane obligacje**

We wrześniu 2009 roku MCI Management wyemitowało 5 000 trzyletnich obligacji zamiennych serii B na akcje o wartości 50 mln zł (termin wykupu wrzesień 2012). Obligacje są oprocentowane według zmiennej stopy procentowej WIBOR 6M + 4,0% w skali roku. Dla pierwszego okresu odsetkowego, wynoszącego 6 miesięcy, oprocentowanie wynosi 8,33%. Okres odsetkowy wynosi 6 miesięcy. Obligatariuszom przysługuje prawo do objęcia w zamian za posiadane obligacje akcji zwykłych na okaziciela serii J Spółki. Cena zamiany akcji wydawanych w zamian za obligacje wynosi 6,25 zł. W związku z tym posiadacz obligacji będzie uprawniony do objęcia w zamian za jedną obligację 1 600 akcji.

Dotychczas nie dokonano żadnej konwersji obligacji na akcje.

W kwietniu br. MCI Management wyemitowało 57 000 obligacji serii D, po cenie emisyjnej 1 006,24 zł. Celem emisji wymienionych obligacji jest objęcie wspólnie z krajowym inwestorem finansowym certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez IPOPEMA 34 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych. 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 emisja wymienionych obligacji ma neutralne znaczenie dla sytuacji bilansowej Grupy MCI.

### Rachunek przepływów pieniężnych

<b>Rachunek przepływów pieniężnych skonsolidowany</b> <b>(w tys. zł)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>1Q2010</b>
<b>Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>			
Wpływy (wydatki) pieniężne z działalności operacyjnej	-5 476	3 094	-134
Odsetki zapłacone	-93	83	-33
Inne korekty	-1 794	-5 610	0
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>-7 363</b>	<b>-2 433</b>	<b>-167</b>
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>			
Odsetki otrzymane	728	494	150
Udzielone pożyczki	0	-25	0
Spłata udzielonych pożyczek	0	2 500	0
Wpływy ze sprzedaży podmiotów powiązanych	5 938	10 000	0
Wydatki na zakup majątku trwałego	-1 452	-107	-27
Wydatki na zakup akcji i udziałów w podmiotach powiązanych	-12 398	0	14
Inne wpływy i wydatki inwestycyjne	-4 798	574	180
Wydatki na zakup certyfikatów inwestycyjnych	-19 448	-908	0
Wpływy ze sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych	0	711	0
Rozliczenia na krótkoterminowych papierach wartościowych	21 396	290	0
Wydatki na zakup obligacji funduszu	0	-7 900	0
<b>Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-10 034</b>	<b>5 629</b>	<b>317</b>
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>			
Wpływy z emisji kapitału zakładowego	7 559	435	-50
Emisja dłużnych papierów wartościowych (obligacje)	8 416	49 174	0
Emisja dłużnych papierów wartościowych (weksle)	16 200	3 238	4 700
Spłata dłużnych papierów wartościowych (obligacje)	0	-50 984	0
Spłata dłużnych papierów wartościowych (weksle)	0	-7 115	-1 634
Odsetki zapłacone	-4 690	-4 683	-2 077
Spłata kredytów	-9 000	0	0
Spłata pożyczek	-6 111	-1 997	0
Zaciągnięcie pożyczek	5 100	0	0
Zmiana stanu kredytów w rachunku bieżącym	0	1 763	170
Pozostałe	0	-22	-2
<b>Środki pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>17 474</b>	<b>-10 191</b>	<b>1 107</b>
<b>Korekta związana ze aktywami przeznaczonymi do sprzedaży</b>	<b>732</b>	<b>-38</b>	<b>2</b>
<b>Zwiększenie/(zmniejszenie) netto środków pieniężnych i ich ekwiwalentów</b>	<b>809</b>	<b>-7 033</b>	<b>1 259</b>
<b>Saldo otwarcia środków pieniężnych i ich ekwiwalentów</b>	<b>7 304</b>	<b>8 113</b>	<b>1 080</b>
<b>Saldo zamknięcia środków pieniężnych i ich ekwiwalentów z uwzgl. różnic kursowych</b>	<b>8 113</b>	<b>1 080</b>	<b>2 340</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

MCI Management ma duże możliwości finansowania nakładów inwestycyjnych. Z rachunku przepływów wynika, że w kolejnych latach Spółka wykorzystuje różne źródła pozyskania środków, z tym że zauważyć można wzrost znaczenia pozyskanych z tytułu emisji papierów dłużnych (weksle i obligacje). Dodatnie przepływy inwestycyjne w 2009 roku to efekt sprzedaży podmiotów powiązanych (m.in. akcji ABC Data).

## ABC Data / Travelplanet

### Prezentacja danych finansowych ABC DATA i Travelplanet za 2009 rok

Dane w tys. zł	Travelplanet	ABC Data
Przychody ze sprzedaży	17 762	2 370 600
EBIT	-556	54 103
<i>Marża operacyjna</i>	<i>-3,1%</i>	<i>2,3%</i>
EBITDA	1 070	57 449
<i>Marża EBITDA</i>	<i>6,0%</i>	<i>2,4%</i>
Zysk (strata) netto jednostki dominującej	-633	30 344
<i>Marża zysku netto</i>	<i>-3,6%</i>	<i>1,3%</i>

Aktywa trwałe	4 947	56 503
Aktywa obrotowe	4 846	527 470

Kapitał własny	3 300	132 632
Zobowiązania ogółem	6 493	451 341

Dług	1 054	121 799
Dług netto	-1 038	116 147

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółek

## IPO ABC Data

Debiut ABC Data na GPW będzie miał duży wpływ na tegoroczne wyniki MCI Management, w zależności od kształtowania się kursu giełdowego ABC Data. Głównym celem emisji ABC Data było pozyskanie środków na konsolidację rynku dystrybutorów IT oraz doprowadzenie do osiągnięcia przez ABC pozycji regionalnego lidera w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Oferta obejmowała 44 mln akcji, w tym 22 mln akcji nowej serii H. Podmioty z Grupy MCI posiadają obecnie łącznie 81,5% akcji i głosów na WZA ABC Data. MCI.Private Ventures FIZ pełniło funkcję Wprowadzającego nr 2 w ofercie ABC Data i oferowało 11 mln akcji. Udział Grupy MCI, przy założeniu objęcia całej oferowanej puli akcji i wyemitowanych akcji za warranty, obniżyłby się po IPO do 55,8% akcji i głosów na WZA ABC Data.

Zarówno MCI Management jak i Artur Holding (Wprowadzający nr 1) odstąpili od sprzedaży oferowanych akcji. Powodem była niska cena emisyjna ustalona na dolnym pułapie widełek cenowych 2,35 – 2,95 zł. Spółka ABC Data przydzieliła wszystkie akcje oferowane w ofercie publicznej, stopa redukcji w Transzy Indywidualnej (obejmującej 2 mln akcji serii H) wyniosła około 80,8%. W Transzy Instytucjonalnej przydzielono wszystkie z oferowanych 20 mln akcji serii H.

## Wycena ABC Data

**Wycena ABC Data** Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki. Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki. Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

## Prognoza na lata 2010-2014

Wycena metodą dochodową oparta jest na następujących założeniach dotyczących prognozy wyników sporządzonej przez DM AmerBrokers na lata 2010-2014:

Prognozowane wskaźniki, dane w tys. zł*	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	2 370 600	2 463 692	2 562 240	2 690 352	2 824 869	2 966 113
Zmiana przychodów	11,9%	3,9%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITDA	57 499	49 856	56 284	61 350	64 708	68 263
Marża EBITDA	2,4%	2,0%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
EBIT	54 103	44 788	48 683	53 807	56 497	59 322
Marża operacyjna	2,3%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk (strata) netto jednostki dominującej	30 344	31 226	32 475	34 099	35 804	37 594
Marża zysku netto	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
P/Sales	0,15	0,14	0,14	0,13	0,12	0,12
EV/EBITDA	8,06	9,39	8,40	7,81	7,51	7,22
P/E	11,45	11,13	10,70	10,19	9,70	9,24
P/BV	2,62	1,46	1,29	1,14	1,02	0,92

\* przy wycenie końcowej

Źródło: Prognoza Spółki na rok 2010, prognoza na pozostałe lata DM AmerBrokers

Podstawą do sporządzenia naszych prognoz są założenia odnośnie kształtowania się wyników Grupy ABC Data w roku 2010, opublikowane w Prospekcie Emisyjnym Spółki. Przedstawione w tym dokumencie prognozy wyników nie uwzględniają kosztów transakcyjnych związanych z planowanymi przejściami podmiotów w 2010 roku, efektów rozliczenia tych przejść oraz wyników finansowych przejmowanych podmiotów.

W związku z tym, jako bazę do naszych prognoz dla Grupy ABC Data na lata 2011-2014 przyjęliśmy umiarkowane tempo wzrostu przychodów oraz nieznaczny wzrost marży EBIT od roku 2011. Marża netto w całym okresie prognozy powinna naszym zdaniem kształtować się na poziomie minimalnym, tj. przyjętym dla roku 2010, zgodnie z przedstawionymi prognozami w Prospekcie Emisyjnym. Przyjmujemy te założenia jako ostrożne, ale będące punktem wyjścia do oszacowania wartości Spółki na dzień sporządzenia niniejszego raportu.

Nakłady inwestycyjne na lata 2010-2012 przyjęte zostały na poziomie prognozowanym w Prospekcie Emisyjnym ABC Data. W latach tych Grupa ABC Data planuje zrealizować inwestycje na łączną kwotę 24,6 mln zł. W 53,6% planowane nakłady sfinansowane zostaną ze środków własnych i kredytów bankowych, w pozostałej części źródłem finansowania będą wpływy z IPO akcji serii H.

Dodatkowo zakładamy, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,5%. Dług netto oraz relację długu do kapitałów własnych przyjęto wg naszej prognozy na koniec 2010 roku (kapitały po IPO, przy uwzględnieniu sprzedaży wszystkich akcji nowej emisji po 2,35 zł).

**Metoda  
dochodowa**
**Wycena metodą DCF**

(tys zł)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2014P+
Zysk operacyjny	44 788	48 683	53 807	56 497	59 322	59 322
- opodatkowanie EBIT	8 510	9 250	10 223	10 735	11 271	11 271
<b>NOPLAT</b>	<b>36 279</b>	<b>39 433</b>	<b>43 584</b>	<b>45 763</b>	<b>48 051</b>	<b>48 051</b>
+ Amortyzacja	5 068	7 602	7 543	8 211	8 941	8 941
- Zmiana kapitału pracującego	-14 138	-10 845	-14 099	-14 804	-15 544	-4 663
<b>Nadwyżka operacyjna</b>	<b>27 208</b>	<b>36 189</b>	<b>37 028</b>	<b>39 170</b>	<b>41 448</b>	<b>52 329</b>
- Wydatki inwestycyjne	7 500	12 540	4 530	9 032	9 835	9 835
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>19 708</b>	<b>23 649</b>	<b>32 498</b>	<b>30 138</b>	<b>31 613</b>	<b>42 494</b>
współczynnik dyskonta	91,8%	84,3%	77,4%	71,1%	65,3%	65,3%
<b>Wartość bieżąca (PV FCF)</b>	<b>18 095</b>	<b>19 938</b>	<b>25 156</b>	<b>21 421</b>	<b>20 631</b>	
Stopa wolna od ryzyka	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Premia za ryzyko (dług)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Efektywny koszt długu</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>
Dług / (Dług + Kapitały własne)	34,8%	34,8%	34,8%	34,8%	34,8%	34,8%
<b>WACC</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>
Suma DCF 2009-2013	105 241					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,5%					
Wartość rezydualna 2012+ (RV)	581 999					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	379 810					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>485 051</b>					
Dług netto	116 147					
<b>Wartość 100% akcji</b>	<b>368 904</b>					
Liczba akcji (tys. szt) po IPO	125 530					
<b>Wartość 1 akcji, w zł</b>	<b>2,94</b>					

Źródło: obliczenia własne

**Wartość 1 akcji ABC Data S.A. wyliczona metodą dochodową, przy przyjętych powyżej założeniach, wynosi 2,94 zł.**

Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przedstawia się następująco:

**Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia:**

Zmienne		Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	1,0%	285 240	303 413	323 747	346 651	372 646
	0,5%	301 857	322 098	344 898	370 775	400 396
	0,0%	320 450	343 145	<b>368 904</b>	398 389	432 474
	-0,5%	341 393	367 033	396 383	430 311	469 980
	-1,0%	365 162	394 377	428 148	467 634	514 417

Źródło: obliczenia własne



**Metoda porównawcza**

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej ABC Data w stosunku do wybranych spółek o zbliżonym profilu działania. Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy. Wartość księgową, sprzedaż, zysk operacyjny i netto dla porównywanych spółek obliczono na podstawie danych finansowych za 2009 rok.

**Wycena porównawcza 01.06.2010**

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
AB	16,75 zł	0,1	6,8	9,3	1,0
ACTION	19,95 zł	0,2	9,8	14,1	1,9
ASBiS	4,70 zł	0,1	11,5	-	0,9
Komputronik	8,50 zł	0,1	19,1	-	0,5
NTT	1,19 zł	0,1	-	-	0,5
<b>Mediana</b>		<b>0,1</b>	<b>10,7</b>	<b>11,7</b>	<b>0,9</b>
<b>Wycena ABC Data S.A. (w tys. zł)*</b>		<b>2,28</b>	<b>5,00</b>	<b>3,56</b>	<b>1,22</b>
<b>Wagi</b>		<b>0,15</b>	<b>0,30</b>	<b>0,40</b>	<b>0,15</b>
<b>Wycena ABC Data S.A. - średnia ważona (w zł)</b>					<b>3,45 zł</b>

\* przy obecnej liczbie akcji - przed emisją serii H

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów za 2009 rok

Przy tak przyjętych założeniach, **wartość 1 akcji ABC Data S.A. obliczona metodą porównawczą wynosi 3,45 zł.**

**Podsumowanie wyceny**

W celu uzyskania końcowej wyceny ABC Data obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą. Dla każdej wyceny przyjęto wagę 0,5. **Wyznaczona w ten sposób końcowa wartość jednej akcji ABC Data S.A. wynosi 3,19 zł.**

**Końcowa wycena ABC Data S.A.**

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,50	2,94
Metoda porównawcza	0,50	3,45
<b>Wycena ABC Data (w zł)</b>	<b>1,00</b>	<b>3,19</b>

Źródło: obliczenia własne

## Wycena MCI Management

### Wycena MCI Management

Wycena MCI Management S.A. została sporządzona w oparciu o:

- wycenę firmy zarządzającej;
- wycenę skorygowanych aktywów netto MCI Management S.A.;
- wycenę zdyskontowanego portfela netto MCI Management S.A.

Podejście do wyceny zdeterminowane jest przez konieczność uwzględnienia naszym zdaniem wartości firmy zarządzającej, która generuje przepływy finansowe z tytułu zarządzania funduszami. Skorygowana wartość aktywów netto to naszym zdaniem wycena portfela inwestycyjnego na dzień dzisiejszy, uwzględniająca „urealnioną” wartość najważniejszych składników portfela MCI Management S.A.: akcji spółki ABC Data wycenionych przez DM AmerBrokers oraz rynkową wartość posiadanych akcji Travelplanet na dzień 1.06.2010 roku.

### Wycena firmy zarządzającej

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności firmy zarządzającej. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych (EBITDA), skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki.

Wycena metodą dochodową oparta jest na następujących założeniach dotyczących prognozy wyników sporządzonej przez DM AmerBrokers na lata 2010-2019:

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Aktywa pod zarządzaniem (AUM)	545 000	654 000	784 800	863 280	949 608	1 044 569	1 096 797	1 151 637	1 209 219	1 269 680
Przychody z tytułu zarządzenia	18 086	19 620	23 544	25 898	28 488	31 337	32 904	34 549	36 277	38 090
<b>EBITDA</b>	<b>9 043</b>	<b>9 810</b>	<b>11 772</b>	<b>12 949</b>	<b>14 244</b>	<b>15 669</b>	<b>16 452</b>	<b>17 275</b>	<b>18 138</b>	<b>19 045</b>

P- 2010 rok prognoza MCI S.A., od roku 2011 DM AmerBrokers S.A.

Źródło: Prognoza AmerBrokers

Punktem wyjścia dla oszacowania wartości aktywów netto jest prognozowana przez Zarząd MCI Management wartość tych aktywów (AUM) na koniec 2010 roku oraz wpływy z tytułu przychodów za zarządzanie na ten rok. EBITDA na poziomie 50% przychodów z tytułu zarządzania została przyjęta na podstawie przewidywanej do uzyskania marży przez MCI Management S.A.

W kolejnych latach prognozy przyjmujemy:

- AUM od roku 2011 do roku 2012 rosnąć będzie o 20% rocznie, w latach 2013-2015 o 10% rocznie, a od roku 2016 do 2019 o 5% rocznie.
- Przychody z tytułu zarządzania kształtować się będą prognozy od 2011 roku na stałym poziomie, wynoszącym 3,0% AUM. Dla roku 2010 wskaźnik ten wyniesie 3,3%, zgodnie w prognozami MCI Management S.A.;
- Marża EBITDA w całym okresie prognozy wynosić będzie 50% przychodów z tytułu zarządzania.

Stopa wolna od ryzyka przyjęta została na poziomie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, obecnie wynosi ona 5,586%. Relacja Dług /Dług + Kapitały liczony jest według stanu po emisji akcji serii S i spłacie zadłużenia z tytułu zobowiązania do nabycia akcji ABC Data.

**Wycena firmy zarządzającej**

(tys zł)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>EBITDA</b>	<b>9 043</b>	<b>9 810</b>	<b>11 772</b>	<b>12 949</b>	<b>14 244</b>	<b>15 669</b>	<b>16 452</b>	<b>17 275</b>	<b>18 138</b>	<b>19 045</b>
współczynnik dyskonta	88,8%	78,9%	70,1%	62,3%	55,3%	49,2%	43,7%	38,8%	34,5%	30,6%
<b>Wartość bieżąca (PV FCF)</b>	<b>8 034</b>	<b>7 743</b>	<b>8 254</b>	<b>8 067</b>	<b>7 883</b>	<b>7 704</b>	<b>7 186</b>	<b>6 704</b>	<b>6 253</b>	<b>5 833</b>
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko (dług)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Efektywny koszt długu</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
Beta	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>
Dług / (Dług + Kapitały własne)	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
<b>WACC</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>
Suma DCF 2009-2013	73 661									
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%									
Wartość rezydualna 2012+ (RV)	166 387									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	50 962									
<b>Wartość firmy zarządzającej (EV)</b>	<b>124 623</b>									

Źródło: obliczenia własne

Przy tak przyjętych założeniach **wycena firmy zarządzającej wynosi naszym zdaniem 124,6 mln zł.**

Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przedstawia się następująco:

**Analiza wrażliwości wyceny DCF na przyjęte założenia**

Zmienne		Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	1,0%	116 677	118 545	120 564	122 750	125 125
	0,5%	118 321	120 331	122 508	124 873	127 452
	0,0%	120 099	122 266	<b>124 621</b>	127 188	129 999
	-0,5%	122 024	124 368	126 924	129 722	132 799
	-1,0%	124 116	126 661	129 446	132 509	135 891

Źródło: obliczenia własne

**Wycena skorygowanych aktywów netto MCI Management**

Wycena skorygowanych aktywów netto MCI Management S.A opiera się na uwzględnieniu oszacowanej przez DM AmerBrokers wartości pakietu akcji ABC Data i rynkowej wartości posiadanych akcji Travelplanet, będących w posiadaniu MCI Management S.A. oraz pozostałych składników aktywów wycenionych według wartości księgowej, skorygowanych o wartość zobowiązań ogółem MCI Management S.A.

Jak wynika ze sprawozdań finansowych MCI Management S.A. oraz funduszy MCI.TechVentures 1.0. i MCI.EuroVentures 1.0. na dzień 31.03.2010 roku wartość pakietów akcji posiadanych w wymienionych spółkach wynosiła:

- ABC Data: 205,6 mln zł, w tym 51 907 600 akcji o wartości 137,7 mln zł w funduszu MCI.EuroVentures 1.0.;
- Travelplanet: 17,7 mln zł, w tym 855 750 akcji o wartości 17,1 mln zł w funduszu MCI.TechVentures 1.0.

Wartość księgowa portfela MCI Management na dzień 31.03.2010 roku pomniejszona została o wartość posiadanych pakietów akcji w ABC Data i Travelplanet. Następnie w wycenie skorygowanych aktywów netto MCI Management S.A. uwzględniono wartość pakietu akcji ABC Data według wyceny sporządzonej przez DM AmerBrokers oraz wartość posiadanego pakietu akcji Travelplanet odpowiadającej kursowi zamknięcia na GPW na sesji z dnia 24.05.2010 roku. Obliczona w ten sposób wartość portfela MCI Management S.A. powiększona została o stan środków pieniężnych, należności krótkoterminowych, innych krótkoterminowych aktywów finansowych, aktywów przeznaczonych do sprzedaży oraz pomniejszona o wartość zobowiązań ogółem (dane bilansowe na dzień 31.03.2010 roku), z których wyłączone zostały zobowiązania, dotyczące zapłaty za akcje ABC Data na kwotę 23,4 mln zł.

**Wycena metodą skorygowanych aktywów netto MCI Management S.A.**

Wartość księgową portfela MCI pomniejszona o akcje ABC Data i Travelplanet	125 561
ABC Data - wycena DM AmerBrokers	258 961
Travelplanet wartość rynkowa na dzień 1.06.2010 roku	18 118
<b>Portfel inwestycyjny razem - wycena DM AmerBrokers</b>	<b>402 640</b>
<b>plus</b>	
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2 340
Należności	2 660
Inne obrotowe aktywa finansowe	3 913
Aktywa trwale przeznaczone do sprzedaży	9 091
<b>minus</b>	
Zobowiązania ogółem*	58 104
<b>Końcowa wycena aktywów netto MCI Management S.A.</b>	<b>362 540</b>

Źródło: obliczenia własne

\* pomniejszone o zobowiązania krótkoterminowe, dotyczące zapłaty za akcje ABC Data S.A.

Przy tak przyjętych założeniach **wycena skorygowanych aktywów netto MCI Management S.A. wynosi 362,5 mln zł.**

**Wycena DCF  
portfela netto  
MCI  
Management**

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności MCI Management S.A. Polega ona na obliczeniu zdyskontowanej na dzień dzisiejszy prognozowanej wartości portfela netto. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki.

Wycena metodą dochodową oparta jest na następujących założeniach dotyczących prognozy wyników sporządzonej przez DM AmerBrokers na lata 2010-2019:

	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Portfel netto	350 182	422 601	507 374	606 100	720 498	852 408	1 003 787	1 176 702	1 373 322	1 595 911
Wzrost portfela netto	21,32%	20,68%	20,06%	19,46%	18,87%	18,31%	17,76%	17,23%	16,71%	16,21%

Źródło: Prognoza AmerBrokers

Punktem wyjścia dla oszacowania portfela netto jest jego wartość na dzień 31.03.2010 roku oraz szacowane tempo jego wzrostu na koniec bieżącego roku. Naszym zdaniem portfel netto MCI Management S.A. wzrośnie do końca 2010 roku o minimum 21,36%, tj. stopie odpowiadającej IRR uzyskanej od początku działania MCI Management S.A.

W kolejnych latach prognozy przyjmujemy, że z uwagi coraz większą dojrzałość rynku PE/VC oraz mniejszą liczbę wyjść o ponadprzeciętnym IRR, tempo wzrostu portfela netto będzie się obniżać, by osiągnąć poziom 16,21% w roku 2019. Wartość portfela netto wyniesie w ostatnim roku prognozy 1,6 mld zł.

Stopa wolna od ryzyka przyjęta została na poziomie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, obecnie wynosi ona 5,586%. Relacja Dług /Dług + Kapitały liczony jest według stanu po emisji akcji serii S i spłacie zadłużenia z tytułu zobowiązania do nabycia akcji ABC Data.

Wycena portfela netto

(tys zł)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Portfel netto	350 182	422 601	507 374	606 100	720 498	852 408	1 003 787	1 176 702	1 373 322	1 595 911
współczynnik dyskonta	88,8%	78,9%	70,1%	62,3%	55,3%	49,2%	43,7%	38,8%	34,5%	30,6%
Wartość bieżąca (PV FCF) Portfela netto	311 104	333 546	355 768	377 568	398 746	419 106	438 461	456 634	473 464	488 806
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko (dług)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Beta	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
WACC	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Zdyskontowana wartość portfela netto	488 806									

Źródło: obliczenia własne

Przy tak przyjętych założeniach wycena wartości portfela netto MCI Management S.A. oszacowana metodą DCF wynosi 488,8 mln zł.

**Wycena końcowa**

Wycena końcowa MCI Management uwzględnia obliczone powyżej składowe:

- wycena firmy zarządzającej wynosi 124,6 mln zł;
- wycena skorygowanych aktywów netto MCI Management S.A. wynosi 362,5 mln zł;
- wartość portfela netto MCI Management S.A., oszacowana metodą DCF, wynosi 488,8 mln zł.

**Wariant 1**

Wariant 1 wyceny MCI Management obejmuje sumę wyceny firmy zarządzającej oraz skorygowanych aktywów netto.

**Wycena MCI Management S.A. wariant 1**

Metoda wyceny	Wycena
Wycena firmy zarządzającej	124 623
Wycena skorygowanych aktywów netto	362 540
<b>Wycena MCI (w tys. zł)</b>	<b>487 163</b>
Liczba akcji MCI Management S.A. (tys. szt)	51 970
<b>Wycena 1 akcji MCI (w zł)</b>	<b>9,37</b>

Źródło: obliczenia własne

Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji MCI Management S.A. wynosi 9,37 zł.

**Wariant 2**

Wariant 2 wyceny MCI Management obejmuje sumę wyceny firmy zarządzającej oraz wyceny wartości portfela netto obliczoną metodą DCF, pomniejszoną o wartość długu netto na dzień 31.03.2010 roku.

**Wycena MCI Management S.A. wariant 2**

Metoda wyceny	Wycena
Wycena firmy zarządzającej	124 623
Wycena portfela netto metodą DCF	488 806
<b>Wycena MCI (w tys. zł)</b>	<b>613 429</b>
Dług netto (w tys. zł)	47 142
<b>Wycena MCI pomniejszona o dług netto (w tys. zł)</b>	<b>566 287</b>
Liczba akcji MCI Management S.A. (tys. szt)	51 970
<b>Wycena 1 akcji MCI (w zł)</b>	<b>10,90</b>

Źródło: obliczenia własne

Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji MCI Management S.A. wynosi 10,90 zł.

Przy tak przyjętych założeniach oraz uwzględniając dwa warianty wyceny końcowej, wartość jednej akcji MCI Management S.A. mieści się w przedziale 9,37-10,90 zł.

## Informacje dodatkowe

### Zastrzeżenia prawne

Niniejsza analiza została przygotowana przez Wydział Corporate Finance. Została ona sporządzona w myśl umowy zawartej w dniu 21 maja 2010 roku, pomiędzy MCI Management S.A., a Domem Maklerskim AmerBrokers S.A.

Analiza została przygotowana przez jej autora z wykorzystaniem najlepszej wiedzy i z zachowaniem należytej staranności, w celu osiągnięcia rzetelności i obiektywności, jak również z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jej treść.

Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument.

Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. z 2006 r., Nr 90, poz. 631). Za wyjątkiem zapisów w umowie pomiędzy MCI Management S.A., a Domem Maklerskim AmerBrokers S.A., powielanie bądź publikowanie niniejszej analizy lub jej części bez pisemnej zgody DM AmerBrokers jest zabronione.

Dane prezentowane w niniejszej analizie pochodzą z następujących źródeł:

- dane finansowe i inne informacje otrzymane od MCI Management S.A.,
- opracowania branżowe;
- informacje prasowe oraz dostępne w Internecie itp.

DM AmerBrokers nie może zagwarantować ich dokładności, poprawności i pełności. Jednakże źródła te zostały uznane przez DM AmerBrokers za wiarygodne i rzetelne.

Datą pierwszego udostępnienia analizy jest data wskazana na pierwszej stronie analizy.

### Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję  
 EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję  
 P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję  
 P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję  
 EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję  
 BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję  
 EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
 ROA - stopa zwrotu z aktywów  
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
 DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne  
 FCF - wolne przepływy pieniężne  
 NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 PV - wartość bieżąca  
 RV - wartość rezydualna  
 EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

### Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

**Metoda dochodowa** (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

**Metoda porównawcza** bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

Przyjęte przez autora analizy założenia przy wycenie spółki, mogą okazać się nietrafne. Dodatkowo niektóre z tych założeń bardzo mocno wpływają na końcową wycenę spółki. W związku z tym do modelu DCF została sporządzona analiza wrażliwości na przyjęte założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy.

### Wykaz rekomendacji

**Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 6 miesięcy:** w ciągu ostatnich 6 miesięcy nie były wydawane dla Spółki rekomendacje.

### Rekomendacje wydane w 1Q 2010 roku

#### Rekomendacje wydane przez DM AmerBrokers w 1Q 2010 roku

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Neutralnie
Liczba rekomendacji	4	7	1	4
Udział procentowy	25%	44%	6%	25%

**Powiązania**

Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a MCI Management S.A.: na podstawie stosownej umowy DM AmerBrokers będzie pośredniczył w subskrypcji obligacji MCI Management. Z tego tytułu, a także innych prac związanych z subskrypcją obligacji, AmerBrokers otrzyma wynagrodzenie od MCI Management S.A.

**Nadzór**

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

## Kontakty

---

**WYDZIAŁ RYNKU  
WTÓRNEGO:**

**Zbigniew Starzycki**  
tel. 22 397 60 10  
zbigniew.starzycki@amerbrokers.pl

**Janusz Bobrowski**  
tel. 22 397 60 12  
janusz.bobrowski@amerbrokers.pl

**Krzysztof Boryczko**  
tel. 22 397 60 13  
krzysztof.boryczko@amerbrokers.pl

**Paweł Kwiatkowski**  
tel. 22 397 60 11  
pawel.kwiatkowski@amerbrokers.pl

**Marcin Markowski**  
tel. 22 397 60 15  
marcin.markowski@amerbrokers.pl

**WYDZIAŁ CORPORATE  
FINANCE:**

**Zbigniew Bętlewski**  
tel. 22 397 60 22  
zbigniew.bettlewski@amerbrokers.pl

**Robert Kurowski**  
tel. 0 663 933 490  
kurowskirobert@gmail.com

*Branże: IT, telekomunikacja, media, przemysł spożywczy, hotele i restauracje, banki, ubezpieczenia*

**Renata Miś**  
tel. 22 397 60 25  
renata.mis@amerbrokers.pl

*Branże: handel detaliczny, handel hurtowy, przemysł: elektromaszynowy, drzewny, farmaceutyczny, lekki, paliwowy, energetyka, przemysł inne, finanse inne*

**Łukasz Rosiński**  
tel. 22 397 60 24  
lukasz.rosinski@amerbrokers.pl

*Branże: budownictwo, deweloperzy, przemysł: materiałów budowlanych, chemiczny, metalowy, motoryzacyjny, tworzyw sztucznych, usługi inne*