

MCI Management SA

MCI Management powoli dywersyfikuje swój portfel inwestycyjny. ABC Data w dalszym ciągu pozostaje kluczową inwestycją, aczkolwiek całkowite lub częściowe wyjście z niej oraz upublicznienie PEM powinno zmniejszyć ten udział. Spółka w dalszym ciągu wyceniania jest z dyskontem 14% do wartości godziwej z końca 3Q2013, a na koniec 2013 roku według naszych szacunków dyskonto to wzrasta do 17%. Naszym zdaniem spółka stanowi dobrą ekspozycję na dalszą kontynuację hossy giełdowej. Wyceniamy MCI w horyzoncie 9-miesięcznym na 13,56 zł, co implikuje 33% potencjał wzrostu od obecnego kursu, dlatego rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki od KUPUJ.

ABC Data – inwestor branżowy czy instytucje?

ABC Data opublikowała bardzo dobre wyniki za 3Q2013. Zarząd spółki podtrzymał na cały rok prognozę przychodów ponad 4,8 mld zł i 80 mln zł EBITDA. Z kolei, zarząd MCI oczekuje po spółce zależnej trzycyfrowego zysku EBITDA w 2014 roku. Przy założeniu 100 mln zł EBITDA w przyszłym roku i wliczając faktoring do długu (110 mln zł), implikuje to wskaźnik EV/EBITDA 7,9x, co naszym zdaniem na chwilę obecną jest wyceną godziwą. Od czerwca 2013 Jefferies poszukuje optymalnych ścieżek rozwoju dla spółki, w tym inwestora branżowego. Wydaje nam się, że oczekiwania cenowe MCI, jak i potencjalnego kupującego niekoniecznie muszą być zbieżne. Biorąc pod uwagę sporą płynność finansową w Grupie oraz sweetener obowiązujący do końca 2014 roku, nie oczekujemy sprzedaży akcji ABC Data w najbliższych miesiącach.

Portfel inwestycyjny – ekspozycja na kontynuację hossy

Portfel inwestycyjny MCI stanowi idealną ekspozycję na dalszą kontynuację hossy, zwłaszcza w segmencie małych i średnich spółek. Po pierwsze, MCI posiada w portfelu spółki giełdowe. W przypadku ABC Daty uważamy, że obecna wycena tej spółki jest godziwa, niemniej jednak utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu wyników w połączeniu z hossą daje skutek w postaci ekspansji wskaźników wyceny. Po drugie, MCI planuje na lata 2014 i 2015 wyjścia z inwestycji portfelowych, co dobra koniunktura powinna ułatwić. Po trzecie, wzrost wycen będzie przekładał się na wzrost wyników, a tym samym również wyceny planowanego do upublicznienia PEM poprzez mechanizm wzrostu opłaty zmiennej.

PEM – planowany częściowy exit w 2014 roku ma uryknąć wycenę spółki

Na koniec września 2013 roku wycena PEM to 105 mln zł. MCI chce w 2014 roku upublicznić spółkę i częściowo z niej wyjść. Dopóki aktywa pod zarządzaniem istotnie nie wzrosną, to wyniki PEM będą mocno uzależnione od opłaty zmiennej. W 2012 roku jej udział w przychodach wynosił około 48%, a w 2013 roku szacujemy go na 70%. Tym samym bieżąca wycena spółki PEM na poziomie 105 mln zł może się okazać zarówno godziwa, jak i konserwatywna. Szacujemy, że zwiększenie wartości aktywów pod zarządzaniem o kilka procent więcej od naszych założeń, będzie miało istotne przełożenie na wzrost wyceny PEM.

Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Widzimy szereg czynników ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji, ale najważniejsze to ograniczona płynność i koncentracja inwestycji oraz uzależnienie od notowań giełdowych spółek portfelowych i koniunktury giełdowej w ogóle.

Wartość akcji MCI Management SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny portfela inwestycyjnego (12,4 zł) oraz porównawczą (13,5 zł), co po zważeniu 75% i 25% oraz przy koszcie kapitału 10% implikuje 9-miesięczną cenę docelową równą 13,6 zł.

| mln zł | 2010 | 2011 | 2012 | 2013P | 2014P | 2015P |
|------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 12 | 34 | 32 | 65 | 33 | 39 |
| zysk netto | 156 | 17 | 41 | 208 | 101 | 118 |
| NAV/akcję | 8,0 | 8,4 | 9,2 | 12,5 | 14,1 | 16,0 |
| P/E (x) | 4,1 | 37,4 | 15,5 | 3,1 | 6,3 | 5,4 |
| P/NAV (%) | 128% | 121% | 112% | 82% | 72% | 64% |

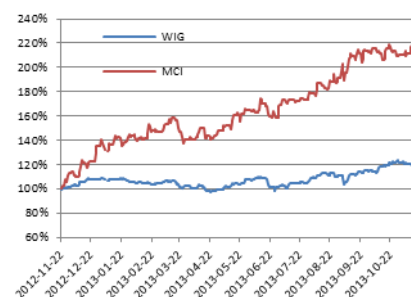
Źródło: Spółka, Noble Securities,

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

KUPUJ

(Pierwsza rekomendacja)

| | |
|--------------------|------------|
| Cena bieżąca | 10,22 zł |
| Cena docelowa (9M) | 13,56 zł |
| Potencjał wzrostu | 33% |
| Kapitalizacja | 641 mln zł |
| Free float | 47,07% |
| Śr. wolumen 6M | 85 879 |



PROFIL SPÓŁKI

MCI Management to jeden z wiodących w Europie Środkowo-Wschodniej fundusz private equity o charakterze multistage. Od 1999 roku grupa zrealizowała ponad 50 projektów inwestycyjnych oraz dokonała blisko 30 pełnych wyjść. Zarządza aktywami o wartości ponad 1 mld zł.

STRUKTURA AKCJONARIATU

| | |
|-------------------|--------|
| Tomasz Czechowicz | 49,88% |
| Quercus TFI | 6,73% |
| Pozostali | 43,40% |

Krzysztof Radojewski, CFA

Analitik akcji

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 785 803 758

Tomasz Kuciński

Analitik akcji

Tomasz.kucinski@noblesecurities.pl

+48 723 335 291

WYCENA

Akcje MCI wyceniliśmy jako wartość portfela inwestycyjnego (NAV) na koniec 2013 roku oraz metodą porównawczą w stosunku do kilku europejskich spółek PE w celu uchwycenia potencjału wzrostowego w najbliższych latach, przypisując tym metodom odpowiednio wagi 75% i 25%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczamy na 13,6 zł. Do wyceny portfela przyjmujemy cenę akcji ABC Data 4,5 zł oraz cenę akcji Indeks 4,0 TRY (ok. 6,2 zł). Koszt kapitału własnego przyjmujemy na poziomie 10%.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

| Podsumowanie wyceny | Waga (x) | Wycena 1 akcji (zł) |
|---------------------------|----------|---------------------|
| Wycena NAV | 0,75 | 12,4 |
| Wycena porównawcza | 0,25 | 13,5 |
| Cena docelowa (9M) | | 13,6 |
| Cena aktualna | | 10,2 |
| Potencjał | | 33% |

Źródło: Noble Securities

WYCENA PORTFELA INWESTYCYJNEGO

Główną zmianą jaka zaszła od końca 3Q2013, a mającą zauważalny wpływ na wycenę aktywów netto na chwilę obecną, a zakładamy również, że sytuacja taka utrzyma się do końca roku, jest wzrost ceny rynkowej akcji ABC Data (4,40 zł obecnie vs 4,10 zł na koniec 3Q2013). Cena drugiej publicznej spółki z portfela, tureckiego Indeksu jest stabilna (3,92 TRY obecnie vs. 3,90 TRY na koniec 3Q2013). Poniżej zamieszczamy naszą opinię do obecnej wyceny najważniejszych spółek portfelowych MCI Management.

MCI.EUROVENTURES FIZ

Wyceny spółek są rynkowe, więc w tym wypadku sprawa jest oczywista. Zawsze można polemizować, czy wycena rynkowa jest ceną transakcyjną w przypadku nie płynnych spółek, jednak ostatnia transakcja sprzedaży 8,8% akcji ABC Data przez Arthur Holding po 4,10 zł (ok. 10% dyskonta do rynku) pokazuje, że przynajmniej w przypadku pakietów mniejszościowych cena transakcyjna jest z lekkim dyskontem do rynkowej.

ABC Data – spółka imponująco poprawia wyniki finansowe oraz wskaźniki płynności i kapitału obrotowego. Zakładamy, że przynajmniej w 2014 roku wysoka dynamika wzrostu wyników zostanie utrzymana i spółka zrealizuje trzycyfrowy zysk EBITDA. Przy założeniu że będzie to 100 mln zł EBITDA w przyszłym roku i wliczając faktoring do długu (110 mln zł), implikuje to wskaźnik EV/EBITDA 7,9x. **Wycena ta naszym zdaniem jest godziwa i sugeruje, że rynek dyskontuje już istotną poprawę wyników w 2014 roku, a na dalszą aprecjację może mieć wpływ ekspansja wskaźników wyceny spowodowana utrzymywaniem się hossy wśród małych i średnich spółek lub poprawa wyników powyżej zakładanego poziomu.**

Indeks – spółka również ładnie poprawia wyniki finansowe w 2013 roku. Przychody za okres 1-3Q2013 wyniosły ponad 1,1 mld TRY (+20% r/r), EBITDA wyniosła natomiast 34,4 mln TRY (+36% r/r). Na wzrost przychodów spółki duży wpływ miało włączenie do oferty sprzętu telekomunikacyjnego i tabletów poprzez podpisanie umowy dystrybucyjnej z Apple. Według Bloomberg, prognoza analityków zysku EBITDA na 2014 rok wynosi 55 mln TRY, co implikuje wskaźnik EV/EBITDA 6,1x. Średnia z cen docelowych trzech rekomendacji wydanych od września 2013 według serwisu Bloomberg wynosi 5,15 TRY (vs. 3,92 TRY obecna cena rynkowa). **W naszej opinii inwestycja ma w 2014 roku szansę na wyższą stopę zwrotu niż ABC Data.**

MCI.TECHVENTURES FIZ

W wypadku spółek niepublicznych inwestycje są przez 12 miesięcy ujmowane po cenie nabycia, a później odpowiednio korygowane metodami wskaźnikowymi z dyskontem za brak płynności. Inwestor ma mniejszą możliwość weryfikacji tych inwestycji z uwagi na ograniczoną dostępność danych finansowych i informacji dotyczących posiadanych udziałów, co obniża przejrzystość. Jednak w proces wyceny są zaangażowane podmioty trzecie, audytor i depozytariusz, co powinno zwiększać wiarygodność wyceny. Poza tym spektakularna transakcja wyjścia MCI Management z Mall.cz pokazuje, że wyceny księgowe spółek niepublicznych potrafią być również konserwatywne (wycena na koniec 2011 roku 123 mln zł, a wyjście w kwietniu 2012 po 160 mln zł).

Invia.cz – potencjał wzrostu w spółce wydaje się tkwić głównie w rozwoju e-travel na rynku rosyjskim poprzez Travelata.ru. Fundusz wycenia spółkę w udziale przypadającym na MCI na 90 mln zł, co implikuje wskaźniki P/S na poziomie 2,3-2,5 oraz P/EBITDA 10,3-11,1, a **ostatnia transakcja sprzedaży mniejszościowego pakietu do Mezzanine Capital naszym zdaniem uwiarygadnia wycenę spółki.**

Pozostałe spółki z portfela MCI.TechVentures FIZ, w tym KupaVip.ru, Windeln.de, Morele.net, Geewa, Frisco.pl, NaviExpert, Answear.com - w przypadku tych spółek, dostępne dane finansowe i wskaźniki wyceny są ograniczone, dlatego nie potrafimy się do nich odnieść. Niemniej jednak są to w naszym odczuciu **ciekawe inwestycje, z których wiele stanowi próbę skopiowania sukcesów amerykańskich czy światowych, tym samym ryzyko inwestycyjne w porównaniu do całkowitych startupów wydaje się być w ich wypadku mniejsze.**

MCI.IMMOVENTURES FIZ

Jest to fundusz dłużny, w skład którego wchodzi nieruchomości wyceniane na około 25 mln zł oraz gotówka i ekwiwalenty środków pieniężnych. Łączna wartość aktywów funduszu wynosi ok. 54 mln zł. W tym wypadku również nie jesteśmy w stanie zweryfikować wyceny części nieruchomościowej, jednak jej **znaczenie w kontekście całej Grupy MCI nie jest istotne.**

PRIVATE EQUITY MANAGERS

Wycena PEM w księgach na koniec 3Q2013 to 105 mln zł. W przypadku tej spółki, która ma być upubliczniona w przyszłym roku, widzimy raczej potencjał do przeszacowania w górę. Jednak wyniki PEM są i przez jakiś czas, do momentu zbudowania większej masy aktywów, pozostaną w dużej mierze uzależnione od opłaty zmiennej, a ta z kolei zależy od wzrostu wartości zarządzanych aktywów. **W przypadku tej spółki widzimy szansę na wzrost wartości powyżej wyceny księgowej, nawet o więcej niż 100 mln zł, jednak w wycenie konserwatywnie to pomijamy.**

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI WYCENY MCI NA ZMIANĘ WARTOŚCI CENY ABC DATA

ABC Data w dalszym ciągu pozostaje największą inwestycją Grupy MCI. My przyjmujemy w wycenie cenę akcji ABC Data 4,50 zł. Szacujemy udział ABC Data w NAV portfela MCI na około 46%. Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyceny częściowych 1 akcji MCI Management w zależności od zmiany ceny ABC Data i Indeksu.

| Analiza wrażliwości wyceny MCI metodą sum częściowych | | | | | |
|---|--------------------------|------|------|------|------|
| Cena akcji Indeks (TRY) | Cena akcji ABC Data (zł) | | | | |
| | 3,50 | 4,00 | 4,50 | 5,00 | 5,50 |
| 3,0 | 10,9 | 11,5 | 12,2 | 12,8 | 13,4 |
| 3,5 | 11,0 | 11,7 | 12,3 | 12,9 | 13,5 |
| 4,0 | 11,2 | 11,8 | 12,4 | 13,1 | 13,7 |
| 4,5 | 11,3 | 11,9 | 12,6 | 13,2 | 13,8 |
| 5,0 | 11,5 | 12,1 | 12,7 | 13,3 | 14,0 |

Źródło: Noble Securities

ZAŁOŻENIA DO PROGNOZY WYNIKÓW PEM ORAZ MCI MANAGEMENT

- Wartość aktywów pod zarządzaniem (AUM)** – będzie rosła w kolejnych latach, głównie ze względu na wzrost wartości aktywów, ale również z uwagi na pozyskiwanie nowych aktywów z zewnątrz:
 - **Zakładamy pozyskanie nowych aktywów** w Subfunduszu MCI.EuroVentures w wysokości 25 mln zł w 2014 roku i po 50 mln zł w latach kolejnych oraz w Subfunduszu MCI.TechVentures po 50 mln zł rocznie, w Funduszach Helix Ventures Partners i Internet Ventures po 4 mln zł rocznie,
 - **Zakładamy wzrost wartości certyfikatów inwestycyjnych netto po opłacie stałej** MCI.Euroventures o 13% rocznie, MCI.TechVentures, MCI.BioVentures, Helix Ventures Partners, Internet Ventures o 15% rocznie.
- Opłaty za zarządzanie:**
 - **Opłata stała** w wysokości maksymalnej 3-4,5% w zależności od zaangażowania pracy w zarządzanie danym funduszem i wielkości zaangażowanych środków pojedynczego klienta oraz **opłata zmienna uzależniona od wyników** w wysokości 19-40% ponad 10-12,5% zysku (w funduszach committentowych 20% powyżej IRR 6,33-7,5%)

| | Opłaty | | Komentarz |
|--------------------------------|-----------|--|---|
| | stała max | zmienna | |
| MCI.EuroVentures 1.0 | 3,00% | 25% z nadwyżki ponad 10% zysku | Opłata stała naliczana co kwartał w stosunku do wartości NAV na początek poprzedniego kwartału; opłata zmienna na koniec roku lub przy emisji certyfikatów; high water mark |
| MCI.TechVentures 1.0 | 3,25% | 19-40% z nadwyżki ponad 10-12,5% zysku | Opłata stała naliczana co kwartał w stosunku do wartości NAV na początek poprzedniego kwartału; opłata zmienna na koniec roku lub przy emisji certyfikatów; high water mark |
| MCI.BioVentures | 3,25% | 40% z nadwyżki ponad 10% zysku | |
| Helix Ventures Partners | 4,50% | 20% ponad IRR 7,5% | 4,5% od 40 mln zł do 21.05.2014; później 4,5% od kwoty zainwestowanej pomniejszonej o wartość papierów zbytych (wg ceny nabycia) |
| MCI.CreditVentures | 3,00% | 20% z zysku | |
| Internet Ventures | kwotowa | 20% ponad IRR 6,33% | Max. 3 mln zł rocznie w latach 2-7, łącznie 5 mln zł w latach 8-10 |

Źródło: MCI, Noble Securities

- Koszty operacyjne** – zakładamy na poziomie 13 mln zł w 2013 roku, 16 mln zł w 2014 i wzrost o 10% w kolejnych latach.
- Przepływy gotówki z PEM do MCI** – szacujemy poziom gotówki netto w PEM na chwilę obecną na 20 mln zł, po ściągnięciu opłaty zmiennej za 2013 rok, poziom ten powinien wzrosnąć do ponad 60 mln zł. MCI może wypłacić te środki w formie dywidendy. Do tego MCI planuje wykup akcji własnych przez PEM za kredyt 40 mln zaciągnięty w Alior Banku. Łącznie daje to ok. 100 mln zł przepływu gotówki z PEM do MCI. Z punktu widzenia skonsolidowanego nie ma to znaczenia do momentu częściowego wyjścia z PEM.

PROGNOZY WYNIKÓW PEM

Wyniki finansowe PEM w 2012 były mniej więcej w połowie uzależnione od opłaty stałej, a w połowie od opłaty zmiennej (carry interest). W 2013 roku sytuacja ta przesunie się istotnie w kierunku opłaty zmiennej, gdyż po raz pierwszy zostanie pobrana opłata zmienna z MCI.Euroventures. **W prezentacji inwestorskiej za 1H2013 zarząd MCI przedstawił prognozę dla PEM na 2013 rok – przychody 49 mln zł, EBITDA 36 mln zł, a zysk po opodatkowaniu 33 mln zł. Ostateczny wynik finansowy PEM będzie w dużej mierze zależał od ceny akcji ABC Data na koniec 2013 roku, ponieważ od niej będzie zależała wartość pobranej opłaty zmiennej z MCI.EuroVentures FIZ. Według naszych szacunków, wyniki PEM będą w tym roku wyższe od prognoz zarządu. Szacujemy przychody na 65 mln zł, EBITDA na 52 mln zł i zysk netto na 48 mln zł.** Zakładamy, że trudno będzie powtórzyć taki wynik w 2014 roku, stąd prognozujemy pogorszenie wyniku PEM w 2014 roku. Poniżej przedstawiamy zestawienie historycznych wyników finansowych PEM i naszych prognoz na kolejne lata. W naszym odczuciu przedstawione prognozy na kolejne lata są bardzo konserwatywne.

| Wybrane dane finansowe PEM (mln zł) | 2011 | 2012 | 2013P | 2014P | 2015P |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| AUM (koniec okresu) | 733 | 830 | 1 041 | 1 209 | 1 415 |
| Przychody | 32 | 32 | 65 | 33 | 39 |
| Subfundusz MCI.EuroVentures 1.0 | 5 | 3 | 6 | 8 | 10 |
| Subfundusz MCI.TechVentures 1.0 | 22 | 7 | 9 | 11 | 14 |
| Pozostałe fundusze | 5 | 6 | 5 | 4 | 4 |
| Wynagrodzenie zmienne | | 15 | 46 | 10 | 12 |
| EBITDA | 24 | 26 | 52 | 17 | 22 |
| zysk netto | 17 | 26 | 48 | 15 | 20 |

Źródło: MCI, Noble Securities

ANALIZA PORÓWNAWCZA PEM

Upublicznienie spółki PEM w przyszłym roku skłania nas do próby wyceny tego aktywa w stosunku do spółek porównywalnych. Na GPW grono spółek zarządzających aktywami jest liczne, ale w naszej opinii baza porównawcza ogranicza się właściwie tylko do Quercus TFI, który zarządza aktywami zewnętrznymi pochodzącymi od klientów detalicznych i w większości odbywa się to poprzez fundusze inwestycyjne otwarte. Ze spółek zagranicznych zwłaszcza na rynku amerykańskim jest szerokie grono spółek tego typu. Niestety zarówno Quercus TFI, jak i grono spółek zagranicznych nie są podmiotami, które można uznać za w pełni porównywalne do Private Equity Managers, co naszym zdaniem wynika z braku w PEM zdywersyfikowanej grupy klientów oraz słaby track record w pozyskiwaniu aktywów zewnętrznych. Niemniej jednak, jest to grupa porównawcza najbardziej zbliżona do PEM. Spośród przedstawionych wskaźników wyceny najmniej miarodajnym wydaje się być P/AUM, co wynika z braku porównywalności bazy aktywów pod zarządzaniem (aktywa dłużne i ETFy mają niskie stawki za zarządzanie).

Podsumowanie wskaźników wyceny porównawczej PEM

| Spółka | Waluta | AUM | Kapitalizacja (mln) | P/E (x) | | | EV/EBITDA (x) | | | P/AUM |
|---------------------------------|--------|-----------|------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|------------|------------|------------|
| | | | | 2013P | 2014P | 2015P | 2013P | 2014P | 2015P | |
| BLACKSTONE GROUP LP/THE | USD | 248 065 | 29 860 | 11,3 | 9,2 | 8,0 | 12,3 | 9,2 | 8,4 | 12% |
| CARLYLE GROUP/THE | USD | 185 024 | 10 115 | 12,9 | 10,2 | 9,6 | 21,0 | 16,7 | 14,4 | 5% |
| APOLLO GLOBAL MANAGEMENT | USD | 112 687 | 5 074 | 13,8 | 12,7 | 11,9 | | | | 5% |
| FORTRESS INVESTMENT GRP | USD | 57 971 | 3 698 | 10,1 | 9,7 | 8,2 | | | | 6% |
| BLACKROCK INC | USD | 4 096 356 | 51 348 | 18,9 | 17,0 | 14,7 | 12,3 | 10,6 | 9,1 | 1% |
| LEGG MASON INC | USD | 656 000 | 4 740 | 21,5 | 14,9 | 13,9 | | | | 1% |
| FRANKLIN RESOURCES INC | USD | 844 700 | 34 393 | 15,8 | 14,2 | 12,9 | 9,4 | 7,9 | 6,4 | 4% |
| INVESCO LTD | USD | 745 500 | 14 958 | 16,0 | 13,8 | 12,2 | | | | 2% |
| WADDELL & REED FINANCIAL | USD | 113 744 | 5 587 | 23,0 | 18,7 | 16,3 | | | | 5% |
| JANUS CAPITAL GROUP INC | USD | 166 700 | 2 010 | 17,8 | 14,7 | 13,0 | | | | 1% |
| T ROWE PRICE GROUP INC | USD | 647 200 | 20 987 | 21,0 | 18,9 | 17,1 | 11,2 | 10,0 | 8,9 | 3% |
| EATON VANCE CORP | USD | 268 755 | 5 210 | 19,4 | 16,8 | 15,3 | 10,4 | 9,3 | | 2% |
| FEDERATED INVESTORS INC | USD | 366 715 | 2 864 | 17,8 | 16,1 | 14,1 | | | | 1% |
| OCH-ZIFF CAPITAL MANAGEMEN | USD | | 6 054 | 9,2 | 9,8 | 9,2 | | | | |
| QUERCUS TFI | PLN | 4 022 | 573 | 14,3 | | | 11,4 | | | 14% |
| Mediana | | | | 16,0 | 14,5 | 12,9 | 11,7 | 9,7 | 8,9 | 3% |
| PEM | PLN | 1 051 | 105 | 2,2 | 7,2 | 5,3 | 0,9 | 7,8 | 4,8 | 10% |
| Premia/dyskonto do średniej (%) | | | | -86% | -50% | -59% | -93% | -19% | -46% | |

Źródło: Bloomberg, Noble Securities, dane na 26.11.2013 r.; Wynik Quercus TFI - prognoza NS

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI

Aktywa będące w posiadaniu MCI wyceniamy po wartości księgowej, która powinna być odzwierciedleniem wartości godziwej. Historia (lata hossy giełdowej 2006-2007) pokazuje jednak, że w niektórych okresach wycena aktywów może być z premią do wartości księgowej aktywów. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wyceny P/BV wybranych europejskich spółek PE. **Przedstawiona analiza skłania nas do nieprzyjmowania premii w wycenie aktywów MCI. Na bazie naszych prognoz na lata 2013-2015 wyceniamy spółkę metodą porównawczą na 13,5 zł na akcję.**

Wskaźniki wyceny porównawczej dla wybranych europejskich publicznych spółek Private Equity

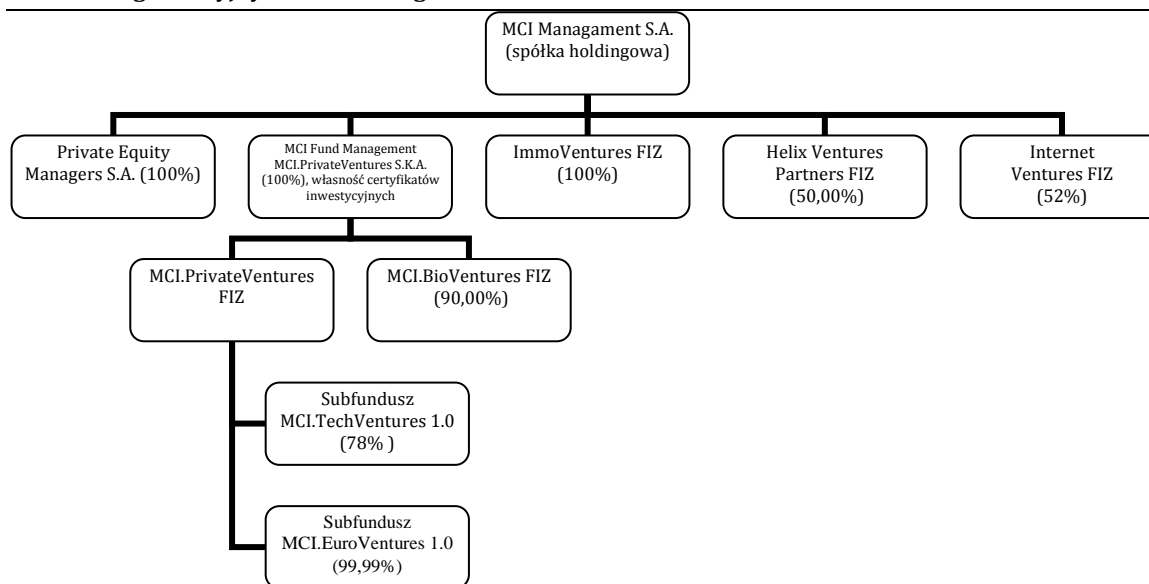
| Spółka | Waluta | Kapitalizacja (mln) | P/BV (x) | | |
|--|--------|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2013P | 2014P | 2015P |
| 3I GROUP PLC | GBP | 3 468 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |
| GIMV NV | EUR | 915 | 0,9 | 0,9 | |
| EURAZEO | EUR | 3 647 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG | EUR | 272 | 1,0 | 0,9 | |
| Średnia | | | 1,00 | 0,96 | 0,91 |
| MCI Management | PLN | 641 | 0,82 | 0,73 | 0,64 |
| Premia/dyskonto do średniej (%) | | | -18% | -25% | -29% |
| Implikowana wartość godziwa MCI Management | PLN | | 12,4 | 13,5 | 14,5 |
| Implikowana wartość godziwa MCI Management | PLN | | | 13,5 | |

Źródło: Bloomberg, Noble Securities, dane na 26.11.2013 r.

OPIS SPÓŁKI I MODEL DZIAŁANIA

Spółka MCI została założona w 1999 roku, a dwa lata później zadebiutowała na GPW w Warszawie. W 2007 roku powstało MCI Capital TFI SA i model działania spółki zaczął być systematycznie przekształcany do formy, w której funkcjonuje obecnie. W modelu tym MCI Management S.A. jest spółką holdingową, a działalność związana z zarządzaniem aktywami jest skoncentrowana w Grupie Private Equity Managers S.A. (PEM), która jest spółką dominującą wobec MCI Capital TFI. MCI Capital TFI zarządza aktywami zgromadzonymi w Funduszach Inwestycyjnych Zamkniętych. Rozwiązanie takie zapewnia efektywne zarządzanie środkami, możliwość pozyskiwania funduszy od inwestorów zewnętrznych poprzez emisję certyfikatów inwestycyjnych oraz optymalizację podatkową. Na koniec 3Q2013 wartość aktywów pod zarządzaniem MCI wynosiła 1051 mln PLN, a wartość kapitału własnego 747 mln zł. Jak dotąd Grupa zrealizowała łącznie ponad 50 projektów inwestycyjnych oraz dokonała blisko 30 pełnych wyjść. W okresie od 01.01.1999 do 30.09.2013 MCI osiągnął stopę zwrotu netto (net IRR) na poziomie 19,8% i uplasował się w czołówce europejskich funduszy private equity. Poniżej przedstawiamy poglądowy schemat organizacyjny oraz udział własności zarządzanych certyfikatów inwestycyjnych.

Schemat organizacyjny GK MCI Management S.A.



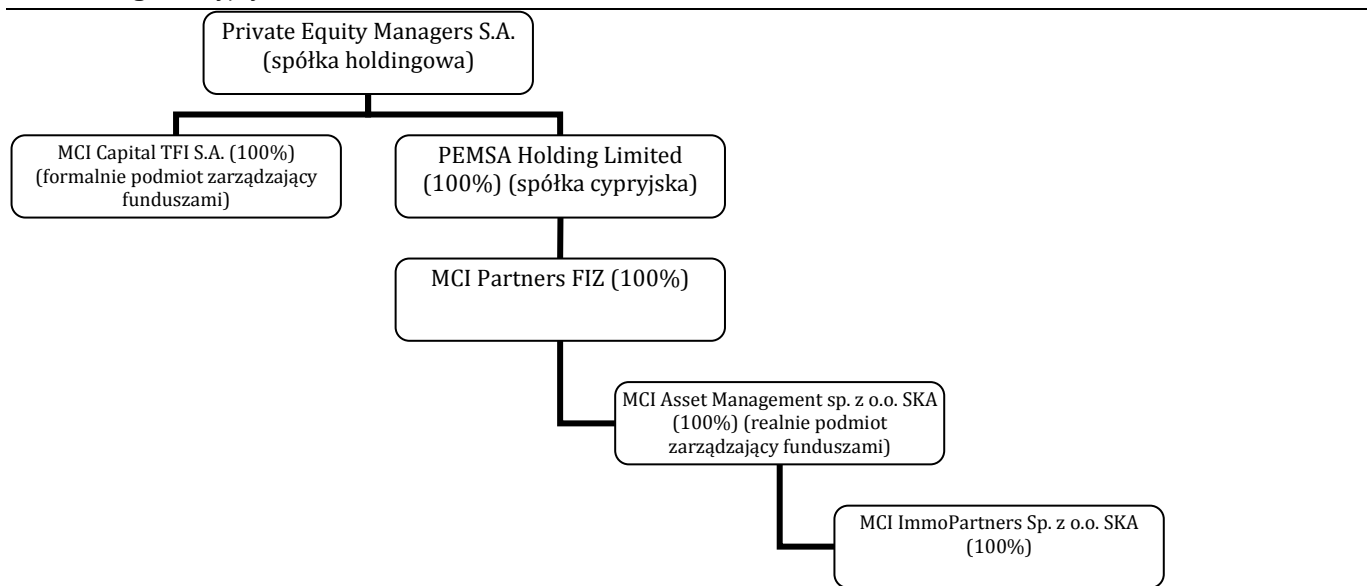
Źródło: MCI, Noble Securities

Grupa Private Equity Managers (PEM)

Grupa Kapitałowa Private Equity Managers jest objęta konsolidacją od 3Q2012 roku. Ujęcie spółki zajmującej się zarządzaniem aktywów jako osobnego aktywa zarząd spółki tłumaczy faktem, iż opłaty za zarządzanie pomniejszają aktywa netto funduszy, a powinny być neutralne wynikowo z punktu widzenia całej Grupy Kapitałowej. Ponieważ środki te zostają w Grupie i mogą być przeznaczone na dalsze inwestycje, ich wyłączenie zaniżyłoby wartość aktywów. Z drugiej strony, można zadać pytanie, czy ujęcie tego aktywa jako ośrodka generującego środki pieniężne nie jest z kolei zawyżaniem wartości aktywów? Nie jest tak, gdy założymy, że docelowo spółka ta ma być upubliczniona, jej wartość u rynkowiona i uwiarygodniona, a udział MCI w spółce spadnie. Spółka ta będzie powiązana z MCI jedynie osobą głównego akcjonariusza, który obejmie również większościowy pakiet w PEM. Prawdopodobnie przez kilka lat również aktywa MCI będą stanowiły główną część aktywów, którymi będzie zarządzał PEM. Wydzielenie działalności inwestycyjnej oraz konieczność zapewnienia bezpieczeństwa przyszłym potencjalnym inwestorom PEM wymusiło konieczność podpisania porozumienia, obwarowanego dotkliwymi sankcjami, dotyczącego utrzymania obecnych stawek za zarządzanie w następnych latach oraz zobowiązującego MCI do powierzenia swoich środków dalej w zarządzanie PEM.

W skład Grupy Kapitałowej PEM oprócz spółki matki wchodzi MCI Capital TFI, MCI Asset Management (sp. z o.o. i SKA), ImmoPartners (sp. z o.o. i SKA), MCI.Partners FIZ i spółka cypryjska (PEMSA Holding Limited). Poniżej przedstawiamy poglądowy schemat struktury organizacyjnej PEM.

Schemat organizacyjny PEM

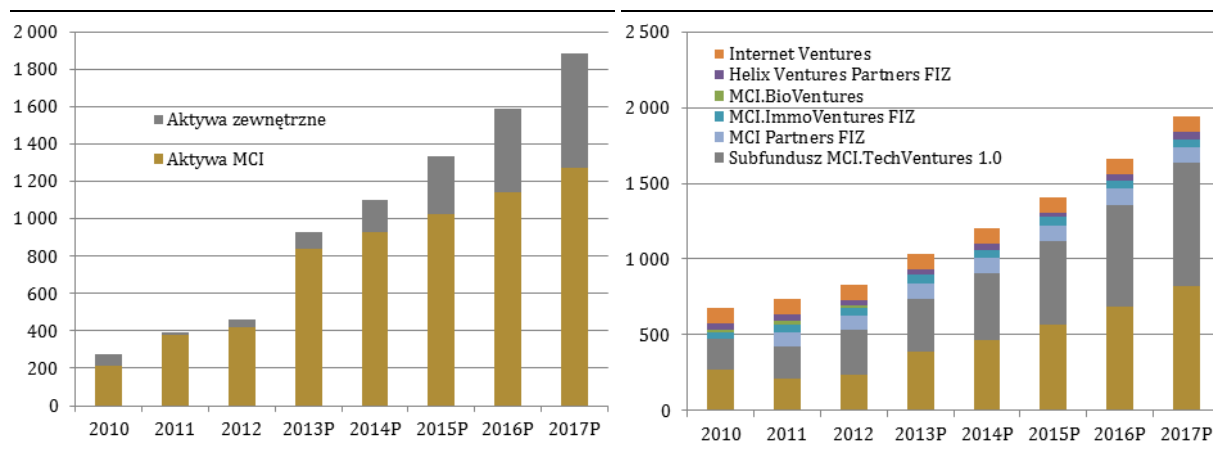


Źródło: MCI, Noble Securities

Struktura organizacyjna ma na celu pełną optymalizację podatkową. W przyszłości podatek płacony będzie jedynie przez akcjonariuszy spółki PEM w momencie otrzymania dywidendy lub zrealizowania zysku kapitałowego na inwestycji.

Poniżej przedstawiamy zestawienie aktywów netto zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez spółkę. **Na koniec 3Q2013 certyfikaty o wartości 844 mln zł były w rękach spółki, reszta (88 mln zł) to aktywa zewnętrzne. Wartość aktywów pod zarządzaniem wyniosła 1,05 mld zł.** Według naszych szacunków aktywa pod zarządzaniem na koniec 2013 roku będą zbliżone do tego poziomu, a aktywa netto (NAV) przekroczą poziom z końca 3Q2013 (747 mln zł) i wyniosą 780 mln zł. Poniżej przedstawiamy ewolucję zmian poziomu aktywów pod zarządzaniem przez PEM w rozbiciu na poszczególne fundusze. W przypadku funduszy zarządzanych w ramach współpracy z KFK, spółka pobiera wynagrodzenie od całej kwoty zobowiązań inwestorów (tzw. commitment), mimo iż wartość wyemitowanych certyfikatów jest zdecydowanie niższa. W przypadku Helix Ventures Partners to jest 40 mln zł (vs. 17,2 mln zł w zarządzaniu), a w przypadku Internet Ventures 100 mln zł (vs. 3 mln zł w zarządzaniu).

Aktywa zarządzane przez PEM



Źródło: MCI, Noble Securities

POZOSTAŁE SPÓŁKI PORTFELOWE

Spółki publiczne znajdujące się w portfelu są wyceniane po kursie giełdowym. Spółki niepubliczne przez pierwsze 12 miesięcy od nabycia są wyceniane po koszcie nabycia, a później ich wycena jest odpowiednio korygowana w górę lub w dół głównie metodami wskaźnikowymi w stosunku do spółek notowanych lub cen transakcyjnych. Dodatkowo na wycenę nakładane jest dyskonto z uwagi na brak płynności. Wyceny są weryfikowane przez Ernst & Young Audit oraz depozytariusza.

ABC Data

Działalność spółki

ABC Data zajmuje się dystrybucją sprzętu IT, stanowiąc tym samym łącznik pomiędzy producentami sprzętu a jego szeroko pojętymi resellerami (zarówno mali, tradycyjni resellerzy, sieci detaliczne, jak i więksi integratorzy systemów). Zdaniem zarządu, posiadana oferta 280 dostawców, w tym czołowych producentów sprzętu – HP, Dell, Fujitsu, Asus, Acer, Lenovo, Toshiba, Apple, MSI, Samsung i Sony, jest największa na polskim rynku. Trzema grupami towarowymi o największym udziale w strukturze sprzedaży są komputery, peryferia oraz komponenty. Najbardziej dynamicznie zmieniającą się grupą towarową pod względem udziału w sprzedaży są telefony, których udział wzrósł w przeciągu roku, od 2011 do 2012 roku z 1 do 14% udziału w całkowitej sprzedaży. Ma to naszym zdaniem związek z jednej strony ze zmianami po stronie konsumenckiej (wzrost rynku smartfonów), z drugiej zaś strony smartfony, jako urządzenia relatywnie drogie i niewielkich rozmiarów, są przedmiotem eksportu. ABC Data poświęca dużo uwagi rozwojowi internetowego systemu obsługi klientów InterLink, przez który aktualnie składanych jest ponad 90% zamówień spółki. Umożliwia on kompleksową obsługę transakcji, w tym składanie zamówień, sprawdzanie stanu magazynowego, kontrolowanie realizacji złożonych zamówień oraz kontrolowanie stanu płatności. Źródłem wzrostu sprzedaży i zysku w ostatnich latach jest przede wszystkim dynamicznie rosnący eksport, który wzrósł z 17,9% w 2010 roku do 20,2% w 2011 i 34,3% w 2012 roku. W 3Q2013 udział sprzedaży zagranicznej w całkowitej sprzedaży wynosi już 49,6%.

Prognoza wyników na 2013 rok i perspektywy wzrostu w kolejnych latach

Spółka zaprezentowała dobre wyniki za 3Q2013. Sprzedaż wyniosła 1,21 mld zł (+35,9% r/r). Spółce udało się poprawić marżę brutto o 28 pb. z 4,17% w 3Q2012 do 4,45% przy wyższym udziale eksportu, co jest dobrym prognostykiem na przyszłość. Dodatkowo, dzięki zmniejszeniu udziału kosztów SG&A w relacji do przychodów, spółka osiągnęła imponujące dynamiki wyników na poziomie EBITDA 19,5 mln zł (+105% r/r) oraz na poziomie zysku netto 14,2 mln zł (+184% r/r). Przychody ze sprzedaży na rynku polskim w 3Q2013 wyniosły 601 mln PLN (+3,8% r/r). Głównym motorem napędowym wzrostu przychodów w 3Q2013 była więc, podobnie jak we wcześniejszych kwartałach, sprzedaż zagraniczna, która wyniosła 601,3 mln zł (+98,3% r/r) i stanowi już 49,6% obrotów. Spółce, dzięki dobrym wynikom finansowym i poprawie w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym, udało się wypracować 20,9 mln zł gotówki operacyjnej. Średnio, w okresie 1-3Q2013 cykl konwersji gotówki spadł o 3,3 dni z 34,5 w analogicznym okresie rok wcześniej do 31,2 w tym roku. We wrześniu spółka podniosła prognozę wyników opublikowaną w maju, zwiększając prognozę przychodów o 15,6% do 4,9 mld zł i EBITDA o 13,4% do 80,2 mln zł. Po 1-3Q2013 spółce udało się zrealizować 70,4% prognozy na poziomie przychodów i 64% prognozy zysku EBITDA. Uważamy, że prognoza zostanie zrealizowana, a może być nawet lekko przekroczona. **Główne czynniki wzrostu sprzedaży i poprawy wyników w kolejnych latach to dalszy intensywny rozwój eksportu, rozwój marki własnej, wejście w segment dystrybucji gier (w tym również działalność wydawnicza), RTV/AGD i rozwój platformy market-place.** To wszystko skłania nas do konkluzji, że spółka może nadal rozwijać się w tempie dwucyfrowym, a dzięki korzyściom skali i zahamowaniu erozji marż ze sprzedaży, poprawiać swoją rentowność na poziomach EBITDA i zysku netto. **Naszym zdaniem oczekiwania zarządu MCI trzycyfrowego zysku EBITDA w spółce w 2014 roku są realne.**

Rynek i konkurencja

Według szacunków IDC, wartość polskiego rynku IT na koniec 2012 roku wyniosła 34 mld zł, co implikuje średnioroczne tempo wzrostu w latach 2001-2012 w wysokości 9,7%. Z kolei według prognoz CompaniesandMarkets.com, polski rynek hardware'u IT będzie rósł w latach 2011-2014 w tempie ok. 7,7% rocznie. Największym obszarem polskiego rynku jest segment sprzętu, którego wartość wyniosła na koniec 2011 roku 17,9 mld zł (57% całego rynku). ABC Data jest jednym z największych dystrybutorów sprzętu IT w regionie CEE. Głównymi konkurentami spółki w Polsce są spółki AB, Action oraz Tech Data Polska. ABC Data, Action i AB zajęły w edycji 2013 rankingu Computerworld Top 200, miejsca odpowiednio pierwsze, drugie i czwarte pod względem przychodów ze sprzedaży rozwiązań IT w 2012 roku. Tech Data, osiągnęła w roku obrotowym (1 luty 2011 – 31 styczeń 2012), za który posiadamy sprawozdanie finansowe spółki, 1,57 mld zł przychodów.

Pomiędzy głównymi konkurentami (ABC, AB i Action), występuje kilka istotnych różnic:

- **poziom rentowności brutto na sprzedaży**, najniższy w AB – 3,9% w 3Q2013, średni w ABC Data – 4,5% w 3Q2013, najwyższy w Action – 6%. Najwyższa marża w Action jest związana przede wszystkim z najsilniejszymi markami własnymi (Active Jet), które podwyższają rentowność spółki,
- **cykl konwersji gotówki (dane za 3Q2013)**, mimo najdłuższego cyklu rotacji zapasów i należności Action, dzięki zdecydowanie najdłuższej rotacji zobowiązań handlowych, ma najkrótszy cykl konwersji gotówki, ABC Data mimo najszybszego spłacania swoich zobowiązań, zyskuje na krótszej rotacji zapasów i należności.

| dni | ABC Data | AB | Action |
|------------------------|----------|----|--------|
| rotacja zapasów | 25 | 31 | 33 |
| rotacja należności | 30 | 39 | 41 |
| rotacja zobowiązań | 26 | 34 | 56 |
| cykl konwersji gotówki | 28 | 36 | 17 |

Źródło: spółki, Noble Securities

Potencjał exitowy

27 czerwca MCI Management poinformowało o podpisaniu umowy z doradcą finansowym, bankiem Jefferies, na dokonanie analizy strategicznych opcji dalszego rozwoju i ekspansji ABC Data, na co wcześniej, 10 czerwca zgodę wyraziło WZA spółki. Według informacji z października, ABC Data odbyła już szereg spotkań z inwestorami, zarówno potencjalnymi inwestorami strategicznymi jak i finansowymi, którzy wyrazili wstępne zainteresowanie spółką, a wybrani z nich mają zostać zaproszeni do dalszych rozmów, w ramach tzw. data room. Przy okazji prezentacji wyników za 3Q2013 zarząd stwierdził, że MCI Management nie zamierza na siłę szukać inwestora strategicznego. Wśród potencjalnych inwestorów strategicznych, którzy mogliby być zainteresowani zakupem ABC Data i dysponują ew. odpowiednim zapleczem finansowym, należy wymienić przede wszystkim czołowych światowych (w tym europejskich), dystrybutorów IT, spółki Tech Data i Ingram Micro. Tech Data działa na polskim rynku, gdzie jest czwartym największym dystrybutorem (po ABC Dacie, AB i Action) z przychodami ponad 1,5 mld PLN. Ingram Micro próbował natomiast zdobyć istotną pozycję w Polsce na początku poprzedniej dekady, jednak po dwóch latach działalności, w listopadzie 2002 roku poinformował o jej zakończeniu, w związku z nieosiągnięciem „masy krytycznej”. W poprzednim roku pojawiły się również informacje o tym, że Tech Data być może zakończy swoją działalność w Polsce. Z drugiej strony, stanowisko doradcy zarządu ds. rozwoju biznesu w Tech Data Polska objął Andrzej Sobol, były wieloletni wiceprezes i prezes ABC Data, co sugeruje chęć dalszego rozwoju spółki. Podchodzimy dość sceptycznie do perspektyw sprzedaży akcji ABC Data do inwestora strategicznego. Uważamy, że zagraniczne, międzynarodowe korporacje z oddziałami w danych krajach, jak Tech Data i Ingram Micro mogą nie być zainteresowane przejmowaniem działalności eksportowej ABC Data, która w 3Q2013 odpowiadała za 50% przychodów spółki. Bardziej prawdopodobne wydaje nam się być częściowe przynajmniej wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji inwestorom finansowym, korzystając z wysokiej dynamiki wyników i dobrej koniunktury giełdowej. Na podobny ruch zdecydował się 19 listopada drugi największy akcjonariusz ABC Data, Arthur Holding, sprzedając w ramach transakcji pakietowych 11,09 mln akcji spółki, stanowiących 8,86% w kapitale zakładowym. Akcje były sprzedawane za 4,1 PLN, co oznaczało 9,3% dyskonta w stosunku do ceny zamknięcia z dnia poprzedniego. **Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę sporą płynność finansową w Grupie, takiej transakcji nie należy się spodziewać w najbliższych miesiącach. Dodatkowo, MCI ma motywację, aby sprzedawać akcje po 2014 roku, gdyż do tego czasu będzie zobowiązany do wypłaty „Sweetenera” dla Arthur Holding, którego wielkość będzie oparta o różnicę pomiędzy przychodami ze sprzedaży akcji ABC Data, a ceną jednej akcji wynoszącą 2,60 zł. Poza tym w związku z potencjałem dywidendowym ABC Data, MCI może sobie pozwolić na dodatkową zwłokę.** Zarząd ABC Data poinformował o podtrzymaniu aktualnej polityki dywidendowej i rekomendować będzie wypłatę minimum 50% rocznego zysk netto za 2013 roku.

Indeks

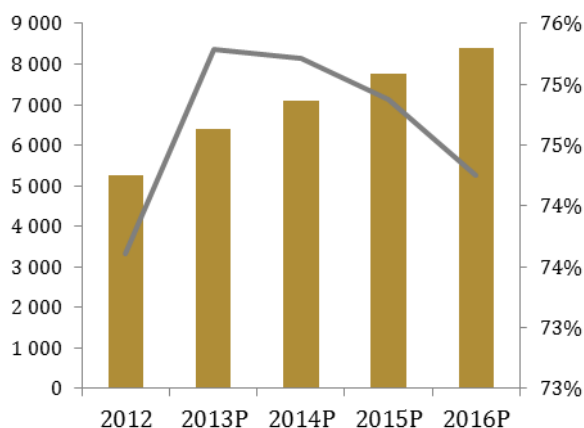
W maju bieżącego roku, MCI Management poprzez MCI.Euroventures FIZ nabył 11,2 mln akcji spółki notowanej na giełdzie w Istambule, Indeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Indeks), stanowiących 20% udział w akcjonariacie. Sprzedającym akcje był Erol Bilecik, założyciel spółki, który po transakcji nadal pozostaje akcjonariuszem z największym udziałem w kapitale, wynoszącym 35,9%. Maksymalna cena akcji została ustalona na 4,35 TRY, ale ostateczna cena będzie zależała od wyników, jakie Indeks osiągnie w latach 2013-2014. Pierwsza transza została zapłacona w maju 2013 roku, po cenie z dyskontem w stosunku do ówczesnej ceny giełdowej. **Według informacji przedstawionych w prezentacji wynikowej MCI Management za 1H2013, wartość inwestycji wyniosła około 71 mln zł.** Średnia z cen docelowych trzech rekomendacji wydanych od września 2013 według serwisu Bloomberg wynosi 5,15 TRY (vs. 3,86 TRY obecna cena rynkowa). **Według prognoz z Bloomberg, wskaźnik EV/EBITDA na 2014 wynosi 6,1x.**

Działalność spółki

Spółka Indeks jest dystrybutorem sprzętu IT działającym na rodzimym, tureckim rynku. Według szacunków firmy International Data Corporation, wartość tureckiego rynku IT wyniesie na koniec 2013 roku niemal 8,5 mld USD, z czego 75% będzie stanowił rynek hardware'u. Największy z segmentów tureckiego rynku IT ma rosnąć według prognoz IDC w latach 2013-2016 w średnim tempie ponad 7% rocznie. W 2012 roku udział Indeksu w rynku sprzętu wyniósł 20,9%, co czyniło ze spółki największego dystrybutora na lokalnym rynku. Na podstawie przychodów osiągniętych w 2010 roku, Indeks był siódmą największą spółką z szeroko pojętego sektora ICT, działająca na rynku tureckim, po m. in. Turkish Telecom i Vodafone. **Przesłankami do inwestycji w akcje spółki przez MCI były dobre perspektywy wzrostu rynku tureckiego, ekspozycja na dynamiczny rozwój e-commerce, silna pozycja rynkowa spółki oraz dodatek w postaci portfela gruntów w centrum Istambułu, który w perspektywie trzech lat ma**

wygenerować 70 mln USD zysków dla Indeksu. Zarząd MCI oczekuje stopy zwrotu z inwestycji w Indeks porównywalnej do stopy zwrotu z inwestycji w ABC Data.

Wielkość tureckiego rynku sprzętu IT w mln USD (lewa oś) i jego udział w całym rynku IT (prawa oś)

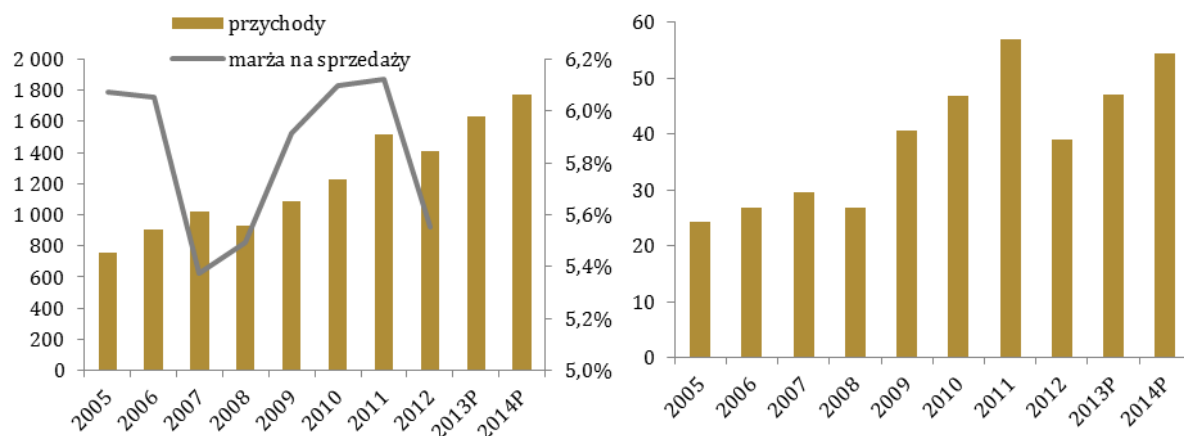


Źródło: IDC, Turkey IT Expenditures Research

Wyniki finansowe

Przychody spółki w okresie 2002-2012 wzrosły z 457 do 1,41 mld TRY, co przekłada się na średnioroczny wzrost wynoszący 11,9%. Przychody spadły w 2012 roku w ujęciu rocznym przede wszystkim ze względu na zmieniającą się strukturę dystrybuowanych produktów i niewystarczające dostosowanie oferty do zmian rynkowych (niewystarczająca oferta tabletów i smartfonów). Spółka generuje niemal całą sprzedaż na rynku tureckim. Udział eksportu w sprzedaży wyniósł w 2012 roku 0,6%. Marża brutto ze sprzedaży jest nieco większa niż na polskim rynku i oscyluje w przedziale 5,5-6,1%. Zysk netto był w ostatnich latach, podobnie jak w 1H2013 jest obciążony stratą na kursach walutowych (osłabiający się TRY względem USD). Wyniki spółki w tym roku poprawiają się w ujęciu rocznym. Przychody za okres 1-3Q2013 wyniosły ponad 1,1 mld TRY (+20% r/r), EBITDA wyniosła natomiast 34,4 mln TRY (+36% r/r). Na wzrost przychodów spółki duży wpływ miało włączenie do oferty sprzętu telekomunikacyjnego i tabletów poprzez podpisanie umowy dystrybucyjnej z Apple. Umowa ta ma przynieść w 2013 roku dodatkowe 250 mln TRY przychodów. Na koniec 2Q2013 dług netto spółki wynosił 100,7 mln TRY. Cykl konwersji gotówki na koniec 2Q2013 wynosił 19 dni (79 dni – rotacja należności, 29 dni – rotacja zapasów, 89 dni rotacja zobowiązań) i pogorszył się w stosunku do końca 2012 roku o 4 dni.

Przychody, marża brutto (lewy wykres) i EBITDA w mln TRY



Źródło: spółka, Bloomberg (prognozy), Noble Securities

Grunty w Istambule pod projekt komercyjny

Ważnym aktywem spółki jest grunt w dzielnicy Ayazaga w Istambule, na którym powstawać ma, począwszy od 1Q2014, kompleks biznesowo/biurowo-rezydencyjny. Indeks, poprzez swoją spółkę zależną Teklos, ma realizować projekt wspólnie z partnerem – Seba Construction. Teklos ma 46,5% udziałów w powołanej spółce celowej i będzie otrzymywał taką proporcję przychodów z projektu w zamian za wniesienie gruntu. Projekt ma powstawać trzy lata, w ciągu których ma wygenerować około 70 mln USD zysków dla Indeksu.

Invia.cz

Spółka działająca w branży e-travel, oferująca sprzedaż wyjazdów turystycznych, rezerwację hoteli oraz biletów lotniczych. Spółka kontroluje 60% rynku e-travel w Czechach i na Słowacji. W 2011 r. spółka dokonała akwizycji od MCI Travelplanet, a w drugiej połowie 2012 roku rozpoczęła ekspansję na rynek rosyjski, inwestując 5 mln USD w Travelata.ru. W drugiej połowie 2013 roku MCI dokonał częściowej rekapitalizacji oraz wyjścia ze spółki – Fundusz Mezzanine Capital III kupił według informacji prasowych pakiet akcji za 14 mln zł oraz udzielił spółce finansowania dłużnego na rozwój Travelata.ru. Według naszych szacunków, MCI wycenił całą spółkę Invia.cz na koniec półrocza 2013 roku na około 120-130 mln zł, co biorąc pod uwagę prognozę sprzedaży i zysku EBITDA na 2013 rok w wysokości odpowiednio 12,5 oraz 2,8 mln EUR implikuje wycenę P/S na poziomie 2,3-2,5 oraz P/EBITDA 10,3-11,1. Dla porównania amerykański gigant priceline.com jest wyceniany na 59 mld USD, co implikuje na 2014 rok wskaźniki EV/Sales 6,6x i EV/EBITDA 16,8x. Wartość inwestycji przypadająca na MCI na koniec 1H2013 wynosiła 90 mln zł.

KupiVip Holding

Spółka powstała w 2008 roku, a MCI zainwestował w nią w 2012 roku. KupiVIP Holding prowadzi serwis KupiVip.ru, będący największym klubem zakupowym na rynku rosyjskim. Oprócz tego prowadzi butik internetowy oraz specjalną platformę e-commerce udostępniającą gotowe rozwiązania producentom marek modowych z zakresu tworzenia dedykowanych sklepów internetowych. Spółka w 1H2013 zanotowała wzrost wartości sprzedaży netto o ok. 17% r/r oraz poprawę zysku EBITDA o ponad 24% r/r. MCI nie ujawnia jej wyników finansowych. Wartość inwestycji przypadająca na MCI na koniec 1H2013 wynosiła 42 mln zł.

Windeln.de

Windeln.de powstał w 2010 i jest to największy w Niemczech sklep internetowy oferujący produkty codziennego użytku dla niemowląt. Internetowy sprzedawca oferuje ponad 20 tys. produktów ponad 300 marek, które młodzi rodzice mogą wygodnie zamówić z domu. MCI zainwestował w spółkę w 2012 roku w trzeciej rundzie finansowania. Wejście na niemiecki rynek e-commerce wynika z faktu, iż na rynku polskim fundusz nie znalazł równie dobrych projektów inwestycyjnych o takiej skali i potencjale rozwoju. Według prognoz przedstawionych przez MCI w maju 2013, Windeln.de ma w 2013 roku zwiększyć sprzedaż do 70,6 mln EUR (vs. 27,1 mln EUR w 2012 roku). Wartość inwestycji przypadająca na MCI na koniec 1H2013 wynosiła 32 mln zł.

Morele.net

Serwis jest jednym z liderów polskiego rynku e-commerce w zakresie sektora dystrybucji IT i consumer electronics. Serwis powstał w 2000 roku. Fundusz zainwestował w Morele.net w 2011 roku. Spółka posiada bardzo wydajny system logistyczny, który jest w stanie obsłużyć ponad 100 tysięcy osób dziennie. W towar zaopatruje się m.in. w ABC Data. Spółka miała w 1H2013 roku przychody 100 mln PLN (wzrost o ponad 20% r/r), a w całym 2013 roku jej przychody mają wzrosnąć o 60% r/r. Wartość inwestycji przypadająca na MCI na koniec 1H2013 wynosiła 25 mln zł.

Geewa

Spółka, założona w 2005 roku w Czechach, rozwija oraz dystrybuje na własnej platformie internetowej gry on-line (portfolio ponad 20 gier), wzbogacone o elementy społecznościowe oraz od maja 2009 roku oferuje gry on-line na Facebooku. Spółka jest jedną z wiodących spółek w swojej branży oraz inwestuje w zwiększenie skali działania na rynkach o ponadprzeciętnych przychodach generowanych przez graczy, jak również umacnia swoją pozycję na rynku gier online poprzez wejście ze swoimi produktami w segment gier mobilnych. Fundusz zainwestował w spółkę w 2007 roku. W ostatnich kwartałach zatrudnienie w spółce wzrosło z 20 do 60 osób i spółka zintensyfikowała prace nad nowymi grami w oczekiwaniu, że któraś z nich stanie się hitem porównywalnym do Clash of Clans stworzonym przez Supercell. Spółka Supercell w ciągu trzech lat z nikomu nieznanego producenta gier wyrosła na podmiot wyceniany na ponad 3 mld USD. Wartość inwestycji przypadająca na MCI na koniec 1H2013 wynosiła 17 mln zł.

Frisco.pl

Frisco.pl to lider polskiego rynku e-commerce artykułów spożywczych (e-grocery) i największa spółka w tym segmencie prowadząca wyłącznie dystrybucję w kanale online. Powstała w 2006 roku spółkę wyróżnia fakt, że w segmencie e-grocery posiada najnowocześniejsze w Europie Środkowo-Wschodniej centrum kompletacji i najbardziej zaawansowany system obsługi zamówień. W przeciwieństwie do systemów konkurencji, proces kompletacji jest wysoce skalowalny, co daje możliwości obsłużenia bardzo dużego przyrostu zamówień. Fundusz zainwestował w spółkę w 2012 roku. Obecnie sklep działa jedynie w aglomeracji warszawskiej i ma ponad 4000 klientów. Liczba ta ma się zwiększyć dwukrotnie w ciągu roku. Docelowo Frisco.pl ma też rozszerzyć swój zasięg na cały kraj. Wzorem dla spółki jest angielski serwis ocado.com, notowany na londyńskiej giełdzie i wyceniany na 2,5 mld GBP co implikuje na 2014 rok wskaźniki EV/Sales 2,7x i EV/EBITDA 35x. Wartość inwestycji ulokowanej w funduszach Tech Ventures i HVP na koniec 1H2013 wynosiła 14,9 mln zł.

NaviExpert

Spółka założona w 2005 roku opracowała i wprowadziła na rynek pierwszy polski system nawigacji GPS działający w większości nowoczesnych telefonów komórkowych. System oferuje wszystkie funkcje standardowej nawigacji oraz szereg możliwości dostępnych wyłącznie w technologii on-line. Dzięki unikalnej technologii Community Traffic™ (omijanie korków) i zawsze aktualnym mapom, pozwala dojechać na miejsce w czasie szybszym o 10-50%, niż przy użyciu tradycyjnej nawigacji. Ciekawą funkcjonalnością aplikacji jest również CB radio, które pozwala kierowcom wymieniać się informacjami o fotoradarach, kontrolach drogowych, wypadkach czy niebezpiecznych miejscach. Na koniec 2Q2012 przekroczona została liczba 1,6 mln użytkowników. Fundusz zainwestował w spółkę w 2007 roku.

Answer.com

Spółka została założona w 2011 roku przez Krzysztofa Bajołkę i zespół związany poprzednio z Artmanem (marki House i Mohito) i LPP. Spółka posiada w swojej ofercie ponad 200 marek modowych. Fundusz zainwestował w spółkę w lipcu 2013 roku dzięki zaferowaniu swojego doświadczenia w branży e-commerce. Wzorem dla spółki z zachodnich rynków jest notowany na londyńskiej giełdzie ASOS, który większość marży czerpie z własnej marki. ASOS ma wycenę rynkową 4,8 mld GBP, co implikuje wskaźniki na 2014 EV/Sales 4,7x i EV/EBITDA 53x. Docelowo własną markę ma wprowadzić również answer.com. Obecnie e-commerce odzieży stanowi około 20-25% całego rynku e-commerce. Zarząd MCI oczekuje, że w kolejnych latach e-commerce będzie przejmował coraz większą część tradycyjnego retailu.

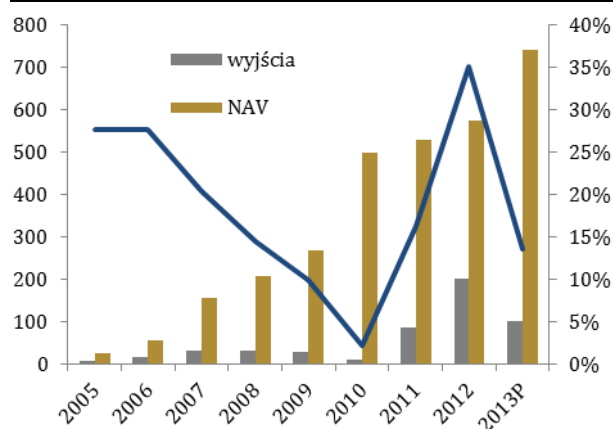
MCI.CreditVentures FIZ – Immoventures

Jest to fundusz dłużny, przekształcony z funduszu nieruchomościowego, który powstał pod koniec 2010 roku poprzez przejęcie aktywów nieruchomościowych od Prezesa Czechowicza za 42 mln zł. Akwizycja została sfinansowana emisją akcji MCI (po 7,53 zł/akcję) w ramach kapitału docelowego. Na koniec 1H2013 wartość certyfikatów funduszu wynosiła 54 mln zł, w tym wartość niesprzedanych nieruchomości ok. 25 mln zł, a reszta aktywów to gotówka i ekwiwalenty środków pieniężnych. Fundusz ten ma stanowić źródło finansowania (mezzanine i venture debt) m.in. dla innych funduszy zarządzanych przez MCI oraz docelowo również do podmiotów zewnętrznych.

HISTORIA WYJŚĆ Z INWESTYCJI

W latach 2005-2012 MCI Management zrealizowało wyjścia z inwestycji o łącznej wartości 405,8 mln zł. Przy czym przez wyjścia oprócz sprzedaży aktywów należy też rozumieć otrzymane dywidendy od spółek zależnych. Średniorocznie oznaczało to wyjścia na poziomie 19,1% wysokości aktywów netto.

Wartość aktywów netto i wyjść z inwestycji MCI Management w mln zł



Źródło: spółka, obliczenia Noble Securities

Najważniejsze wyjścia z inwestycji w latach 2011-2013

| podmiot | rodzaj wyjścia | kwota (mln PLN) | IRR | uwagi |
|-----------------------|--------------------------------------|-----------------|--------------------------|---------------------------------|
| 2011 | | | | |
| ABC Data | post IPO | 11 | 48,01% | 4,5% posiadanych akcji |
| JTT | odszkodowanie od Skarbu Państwa | 46,4 | - | |
| TravelPlanet | sprzedaż całego pakietu akcji (44%) | 14,4 | 60% | Invia.cz |
| 2012 | | | | |
| Netretail (Mall.cz) | sprzedaż wszystkich udziałów (18,2%) | 165 | 174% (4,2x cash on cash) | nabycie przez Naspers |
| ABC Data | dywidenda za 2011 r. | 13 | | |
| MCIcreditVentures FIZ | sprzedaż nieruchomości | >20 | | |
| 2013 | | | | |
| Invia.cz | sprzedaż mniejszościowego pakietu | 14 | bd. | |
| Invia.cz | dywidenda za 2012 r. | >12 | - | Accession Mezzanine Capital III |
| ABC Data | dywidenda za 2012 r. | 18,7 | | |
| Indeks | dywidenda za 2012 r. | 5,4 | | |

Źródło: spółka, Noble Securities

Rekordowy poziom wyjść z inwestycji o wartości 200,1 mln zł udało się zrealizować w 2012 roku. Większość z tej kwoty stanowiła największa transakcja sprzedaży w historii spółki – sprzedaż 18,2% udziałów w spółce Netretail, będącej właścicielem największego sklepu internetowego w CEE – Mall.cz. Udziały zostały sprzedane za 38,5 mln EUR (kwota rzędu 160-170 mln zł), co stanowiło 4,2x wielkość zainwestowanych środków. Dzięki krótkiemu horyzontowi inwestycyjnemu transakcja implikowała IRR wynoszący 174%. Kupującym był fundusz Naspers, znany z wcześniejszych dużych transakcji na polskim rynku, m.in. zakupu Gadu-Gadu oraz Allegro. W 2009 roku Naspers poprzez spółkę MIH Allegro B.V. (właściciela portalu Allegro) ogłosił zakończone sukcesem wezwanie na akcje Bankier.pl, będący również spółką portfelową MCI Management. Prócz sprzedaży udziałów w Netretail – główne źródło wyjść to dywidendy ze spółek. W 2013 roku były to dywidendy ze spółek ABC Data, Invia oraz tegorocznego nabytku, tureckiego Indeksu. Fundusz również sprzedał w tym roku, w transakcji powiązanej z uzyskaniem finansowania mezzanine, mniejszościowy pakiet akcji w Invii za 14 mln zł (według doniesień prasy) do funduszu Accession Mezzanine Capital III. MCI nadal pozostaje jednak wiodącym akcjonariuszem spółki. Łączna wartość exitów w tym roku przekracza 50 mln zł.

Transakcja sprzedaży udziałów w Netretail pokazuje skalę możliwych do osiągnięcia zysków w przypadku trafionej inwestycji. MCI Management zainwestował w mniejszościowy pakiet akcji w dwóch rundach finansowania w 2010 i 2011 roku łącznie ponad 9 mln EUR. Sklepowi Mall.cz udało się zwiększyć sprzedaż w horyzoncie dwóch lat 2,5-krotnie, do poziomu 171 mln EUR w 2011 roku. Na podstawie ceny sprzedaży pakietu akcji ustaliliśmy implikowaną wartość firmy (EV) na poziomie 211 mln EUR. Przy podanym poziomie przychodów ze sprzedaży, wskaźnik EV/S wyniósł 1,24x, był więc dość niski w porównaniu do dużych transakcji z ostatnich lat, gdzie kupujący (Amazon, eBay) płacą za przejęcie w przedziale 1,2-2,3x. Zablokowane przez UOKiK przejęcie Merlina przez Empik miało się jednak odbyć przy jeszcze niższym wskaźniku (1,15x).

Plany spółki zakładają realizowanie w przyszłości przynajmniej 100 mln zł rocznie z wyjść z inwestycji. Wśród inwestycji o potencjale exitowym na lata 2014-2015 zarząd wymienia spółki: ABC Data, PEM, Morele.net, Invia, Geewa, Frisco.pl i eBroker.pl. Wyjście z Private Equity Managers ma odbyć się poprzez IPO w 2014 roku i docelowo ma spowodować całkowite wydzielenie podmiotu zarządzającego z grupy kapitałowej. W przypadku ABC Data, w naszej opinii, najbardziej prawdopodobne wydaje się częściowe sprzedanie pakietu akcji przez giełdę (szerzej potencjał do wyjścia z ABC Data omawiamy w części poświęconej spółce). Prócz sprzedaży pakietów akcji/udziałów, spółka może nadal pobierać dywidendy z bardziej dojrzałych projektów – ABC Data, Indeksu czy Invii.

WSPÓŁPRACA Z KFK

W ramach współpracy z Krajowym Funduszem Kapitałowym, MCI Management utworzył dwa fundusze o łącznym maksymalnym poziomie tzw. commitmentu (zobowiązań inwestycyjnych) 140 mln zł. Są to Helix Ventures Partners (40 mln zł) oraz Internet Ventures (100 mln zł). Pierwszy powstał w 2009 roku, a drugi w 2010. Opłaty stałe za zarządzanie są kształtowane w nich według nieco innych zasad niż w przypadku klasycznych funduszy. W przypadku Helix Ventures do maja 2014 roku opłata jest naliczana od całej kwoty commitmentu (40 mln zł), a później od wielkości zainwestowanych środków pomniejszonych o wartość papierów zbytych (wg ceny nabycia). W przypadku funduszu Internet Ventures opłata stała jest określona kwotowo w poszczególnych latach trwania funduszu. Wielkość inwestycji jest ograniczona wartościowo do 1,5 mln EUR, stąd jest to często kapitał inkubacyjny. Warto dodać, że w 2012 roku fundusz Internet Ventures przechodził transformację, gdyż drugi zarządzający i inwestor (IIF) rozstał się z funduszem, stąd możliwości działania w jego ramach były ograniczone. Biorąc pod uwagę możliwości wyjść z inwestycji przewyższających istotnie 50 mln zł rocznie (same dywidendy ze spółek zależnych mogą przekroczyć tę kwotę w 2013 roku), w naszej opinii fundusze te mają charakter marginalny w całym obrazie spółki.

FINANSOWANIE

MCI Management finansuje działalność inwestycyjną głównie kapitałami własnymi, a także finansowaniem dłużnym w postaci obligacji na poziomie spółki holdingowej. Od 2004 roku spółka jest emitentem obligacji. Na koniec 3Q2013 spółka miała zobowiązania z tytułu trzech serii obligacji na kwotę 91,1 mln zł, w tym 54 mln zł długoterminowych. Dodatkowo spółka posiłkuje się finansowaniem dłużnym zewnętrznym na poziomie funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Na koniec pierwszego półrocza 2013 Subfundusz MCI.EuroVentures 1.0 posiadał 55,2 mln zł netto denominowanego w EUR kredytu w Alior Banku. Pod koniec września 2013 również PEM poinformował o podpisaniu umowy kredytowej na 40 mln zł z Alior Bankiem celem wykupu i umorzenia części akcji własnych od MCI.

Zarządzanie płynnością w ramach grupy kapitałowej odbywa się głównie za pomocą emisji weksli lub obligacji obejmowanych przez poszczególne podmioty.

Bieżące i potencjalne źródła płynności zarząd spółki szacuje na około 250 mln zł. Można do nich zaliczyć:

- gotówkę na rachunkach bankowych – na koniec 3Q2013 gotówka i ekwiwalenty środków pieniężnych wynosiły 52 mln zł, dodatkowo kwota ta wzrosła o kolejne ponad 40 mln zł po otrzymaniu przez PEM wynagrodzenia za zarządzanie i sukces za 2013 rok
- możliwość wyemitowania do końca 2015 roku obligacji zamiennych na kwotę 50 mln zł,
- promesy kredytowe w bankach, w tym kredyt 40 mln w Alior Banku przyznany PEM na wykup akcji własnych od MCI Management

OBSZARY ZAINTERESOWAŃ INWESTYCYJNYCH

Zarząd MCI wymienia kilka kluczowych obszarów inwestycyjnych, będących w kręgu zainteresowań spółki:

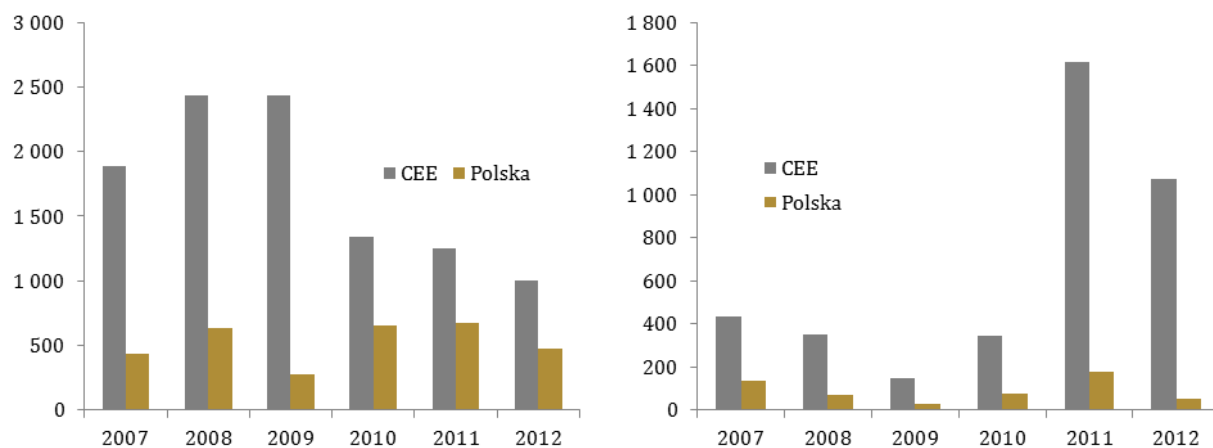
1. **Płatności** – jest to obszar komplementarny do e-commerce. Rozwój handlu internetowego i wzrost liczby użytkowników mobilnych musi iść w parze z rozwojem łatwego i bezpiecznego systemu płatności. Globalna wartość transakcji mobilnych ma wzrosnąć z 171 mld USD w 2012 roku do 472 mld USD w 2015 roku.
2. **Big Data** – rynek dużych zbiorów danych rośnie średnio o 40% rocznie, a jego wartość ma wzrosnąć z 10 mld USD w 2012 roku do 48 mld USD w 2015 roku.
3. **Internet of Things** – szybki rozwój tego rynku związany jest z dynamicznym wzrostem globalnej liczby urządzeń internetowych, która ma wzrosnąć w 2020 roku do 50 mld sztuk w porównaniu do 8,7 mld sztuk w 2012 roku.
4. **Market-place** – dynamiczny rozwój e-commerce będzie wspierał rozwój platform typu market-place.

RYNEK PRIVATE EQUITY W POLSCE I W REGIONIE

Aktualnie, w ramach Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK), zrzeszającego fundusze private equity/venture capital, zarejestrowanych jest 45 podmiotów (wśród nich MCI Management). Większość z zrzeszonych funduszy posiada swoje fizyczne placówki w Polsce, są wśród nich jednak podmioty, które prowadzą inwestycje z biur zlokalizowanych poza granicami, głównie w Londynie. W związku z tym, że średnia wartość transakcji zawieranych w Polsce jest nieduża w porównaniu chociażby z Europą Zachodnią, w Polsce działają głównie fundusze typu mid-market, inwestujące w ramach pojedynczej transakcji (tzw. equity ticket) 20-100 mln EUR. Fundusze o wyższym equity ticket mogą mieć problem z lokowaniem kapitału w Polsce – np. fundusz EQT Partners zmienił w związku z tym strategię z wcześniej założonych min. 100 mln EUR w ramach pojedynczej transakcji do poziomu 25-75 mln EUR. Największe międzynarodowe fundusze biorą udział jedynie w największych transakcjach na rynku, związanych z takimi spółkami jak Alior Bank, Polkomtel czy Multimedia Polska.

Polska jest największym rynkiem funduszy PE w regionie CEE. W ostatnich trzech latach inwestycje w Polsce odpowiadały za około 50% wszystkich inwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej. Nominalnie, wielkość zainwestowanych środków wyniosła w 2012 roku w Polsce 478 mln EUR (przy nieco ponad 1 mld EUR w regionie). Lata 2007-2009 były okresem wzrostu inwestycji. W latach 2011-2012 nasiliły się natomiast wyjscia funduszy ze swoich inwestycji. Polska była w 2012 roku czwartym największym rynkiem w CEE pod tym względem. Największą transakcją w Polsce w ubiegłym roku była sprzedaż Lux-Medu przez fundusz Mid Europa Partners do rumuńskiej grupy Bupa za 400 mln EUR. W bieżącym roku fundusze PE są bodźcem dla rynku IPO w Europie. Według raportów PWC – IPO Watch Europe, 6 z 10 największych IPO w Europie, przeprowadzonych w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2012 roku, było wyjściami funduszy tego typu przez giełdę.

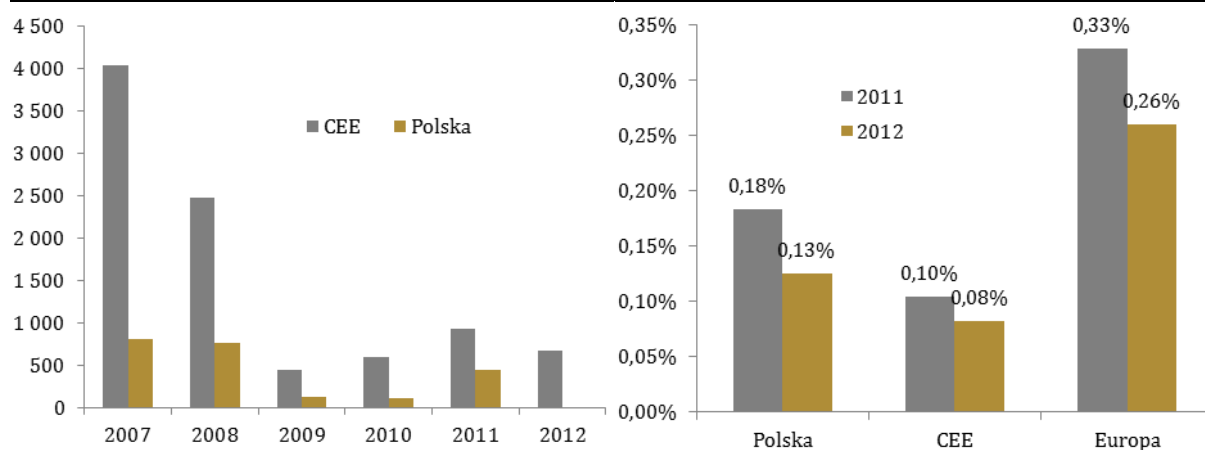
Inwestycje (wykres lewy) i wyjścia (po historycznym koszcie inwestycji) funduszy PE w Polsce, regionie CEE (mln EUR)



Źródło: EVCA

Warto zwrócić uwagę na wyraźny spadek inwestycji po 2009 roku. Spadek ten jest opóźnioną reakcją na zdecydowane zmniejszenie ilości zbieranego kapitału przez fundusze po kryzysie finansowym. Głównym źródłem kapitału pozostały agencje rządowe i fundusze funduszy, a większość środków pochodziło z Europy Zachodniej. Wielkość inwestycji PE w relacji do wielkości polskiej gospodarki wynosi 0,13% i jest o 0,05 p.p. wyższa od średniej dla regionu (trzecie miejsce, po Bułgarii i Słowacji), z drugiej jednak strony dwukrotnie niższa od średniej dla całej Europy, wynoszącej w 2012 roku 0,26%.

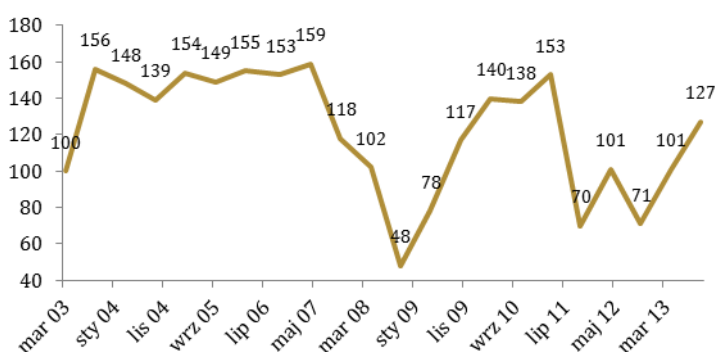
Zebrane aktywa funduszy PE (mln EUR, wykres lewy) i relacja wielkości inwestycji PE do PKB



Źródło: EVCA

Branżowy indeks zaufania wskazuje na poprawę sentymentu zarządzających funduszami. Niemal połowa z nich oczekuje poprawy ogólnego klimatu ekonomicznego, a pozostała część uważa, że kondycja gospodarki pozostanie bez istotnych zmian. Większość funduszy zamierza w najbliższym czasie koncentrować swój czas i energię na poszukiwaniu nowych inwestycji, co również wskazuje na poprawę nastrojów.

Central Europe PE Confidence Index

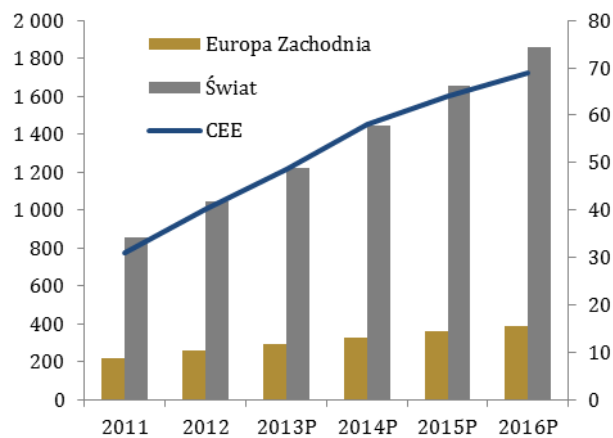


Źródło: Deloitte, Centreal Europe Private Equity confidence survey

RYNEK E-COMMERCE W POLSCE I NA ŚWIECIE

W 2012 roku wielkość światowego rynku e-commerce przekroczyła 1 bln USD. Według prognoz eMarketer, osiągnie on w 2016 roku wielkość 1,9 bln USD. Głównym motorem napędowym wzrostu światowego rynku będzie wzrost handlu internetowego w Azji. Szybko ma się również rozwijać rynek w Europie Środkowo-Wschodniej, którego CAGR w latach 2013-2016 eMarketer szacuje na 14,4%.

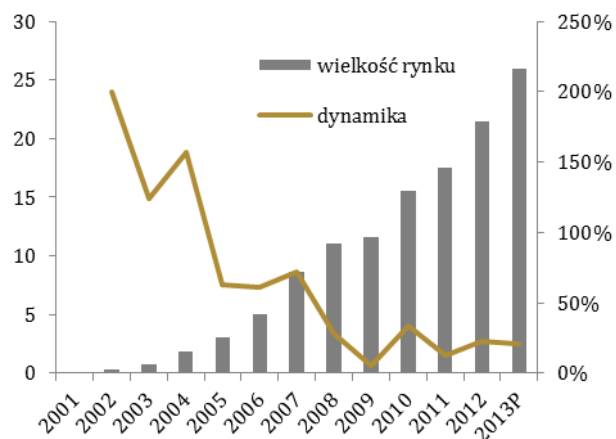
Wielkość rynku e-commerce na świecie i w Europie w mld USD (wielkość dla CEE na prawej osi)



Źródło: eMarketer

Historia polskiego rynku e-commerce sięga połowy lat dziewięćdziesiątych XX w. – w 1994 roku powstawały pierwsze typowe sklepy internetowe. Aktualnie polski rynek e-commerce jest wart według różnych szacunków od 19 do 23 mld PLN.

Wielkość polskiego rynku e-commerce w mld PLN i jego roczna dynamika wzrostu

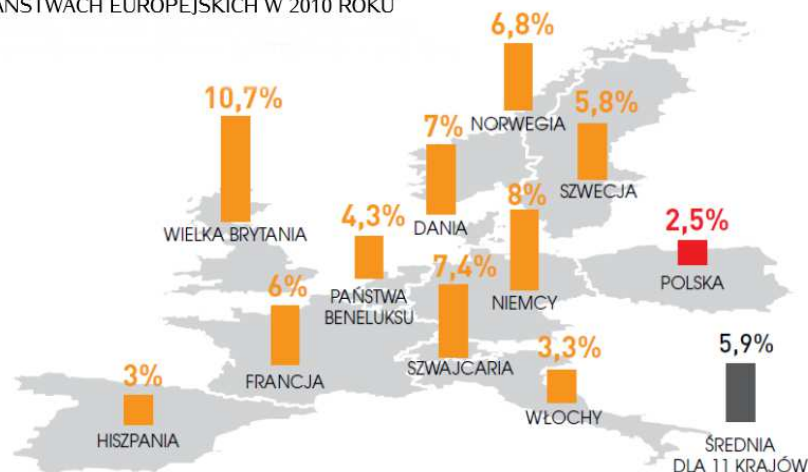


Źródło: Polskie Badania Internetu, obliczenia Noble Securities

Najdynamiczniejszy okres wzrostu rynku przypadł jednak na lata 2001-2004 – roczna dynamika wzrostu przyjmowała wtedy trzycyfrowe wartości, na co główny wpływ miało upowszechnianie się internetu w polskich gospodarstwach domowych. Kolejne lata przyniosły znaczny spadek tempa rozwoju, nadal jednak tempo rozwoju było i jest, wykluczając 2009 rok, dwucyfrowe. Według szacunków PBI, polski rynek e-commerce ma szansę wzrosnąć w 2013 roku o ponad 20%, co będzie jednym z wyższych wyników w Europie. W okresie 2006-2012 liczba sklepów internetowych w Polsce wzrosła ponad czterokrotnie, z 2,8 tys. w 2006 do 12,1 tys. w 2012 roku. Jednocześnie, wraz ze wzrostem liczby sklepów, zmienia się ich struktura przychodowa. Coraz więcej sklepów (ponad 40% w 2012 roku), to niewielkie biznesy, generujące mniej niż 10 tys. zł obrotu miesięcznie. Relatywnie coraz więcej sklepów, szczególnie o małych obrotach, generuje straty, w związku z tym oczekujemy, że w najbliższych latach może dochodzić do procesów konsolidacyjnych.

Ważnym wskaźnikiem opisującym stopień rozwoju e-commerce w danym kraju jest odniesienie jego wielkości do wielkości sprzedaży detalicznej w ogóle. W Polsce w 2010 roku wskaźnik ten wynosił 2,5% i był o blisko 60% niższy od średniej dla 11 europejskich krajów. Według danych PBI w 2012 roku udział ten wyniósł już 3,8%.

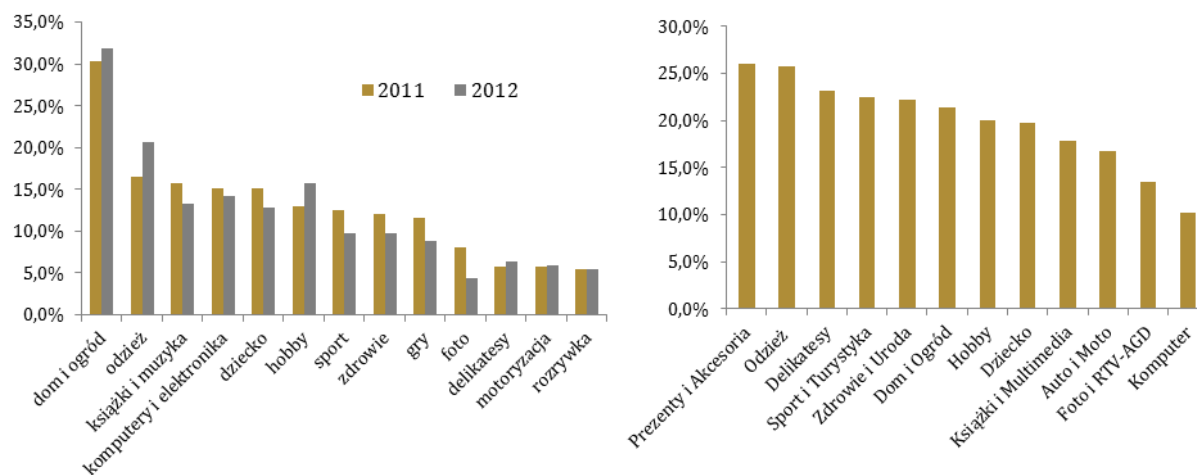
UDZIAŁY ZAKUPÓW ONLINE W OGÓLNYM WOLUMENIE ZAKUPÓW
W 11 PAŃSTWACH EUROPEJSKICH W 2010 ROKU



Źródło: Centre for Retail Research

Największa liczba sklepów internetowych w Polsce wciąż jest klasyfikowana do segmentu „dom i ogród”. Największą dynamikę nowych sklepów, według raportu eHandel Polska, notują e-delikatesy (17% wzrostu) oraz odzież i obuwie – 14% wzrost. Mimo wzrostu liczby sklepów, rynek e-delikatесów ma wartościowo wciąż duży potencjał do wzrostu. Według raportu Internet Standard, wielkość polskiego rynku e-delikatесów wynosiła w 2012 roku około 200 mln zł, co stanowiło około 0,1% polskiego rynku spożywczego, podczas gdy w Europie Zachodniej wskaźnik ten oscyluje w okolicach 1,5%. Według szacunków PMR, wartość internetowego rynku sklepów spożywczych może wzrosnąć do końca 2014 roku do 450 mln zł. Rozpiętość marż handlowych w zależności od segmentu przekracza 15% – od 10% na komputerach, do ponad 25% na prezentach i akcesoriach oraz odzieży. Łącznie, średnia marża handlowa wynosi 21,7%.

Podział polskich sklepów ze względu na segmenty oraz ich marżowość (wykres prawy)



Źródło: eCommerceStandard, O krok przed konkurencją; sklepy24.pl

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko związane z koniunkturą giełdową – Największa inwestycja portfelowa MCI to ABC Data (ok. 360 mln zł). Do dużych inwestycji należy również turecki Indeks (ok. 65 mln zł). Są to spółki publiczne, a ich wyceny giełdowe mają bieżący wpływ na wyniki finansowe i wycenę spółki MCI, stąd pogorszenie koniunktury giełdowej może negatywnie odbić się na wycenie inwestycji portfelowych MCI.

Ryzyko koncentracji inwestycji – Trzy największe inwestycje (nie licząc PEM) stanowią ponad 60% portfela, spółka dąży do takiego zwiększenia dywersyfikacji portfela, aby jedna inwestycja nie przekracza 20% aktywów. Do osiągnięcia tego celu konieczne jest m.in. udane wyjście (częściowe lub całkowite) z ABC Data.

Ryzyko niskiej płynności wielu inwestycji – Mimo iż część inwestycji (ABC Data, Indeks) to podmioty publiczne, niemniej jednak płynność ich akcji w kontekście posiadanych przez MCI pakietów pozostaje niska; jeszcze niższa jest płynność inwestycji na rynku niepublicznym.

Ryzyko postępowań spornych, interpretacji prawnych kwestii podatkowych i innych – MCI bezpośrednio lub pośrednio uczestniczy w postępowaniach spornych oraz z uwagi na optymalizację podatkową dokonuje szeregu czynności mających na celu odroczenie płatności podatku, co wiąże się z ewentualnym ryzykiem wypływu ze spółki środków pieniężnych:

- **Spór z Anną Hejka** – były członek zarządu MCI domaga się od spółki 15,8 mln zł odszkodowania (wcześniej 30 mln zł), zdaniem zarządu MCI roszczenie jest całkowicie bezpodstawne; biorąc pod uwagę zarobki zarządu MCI łącznie z programem akcyjnym w okresie, kiedy Pani Hejka była w zarządzie (2007-2008), jak i w ostatnich latach, jej roszczenie wydaje się być bezpodstawne,
- **Ostatni etap sporu ze Skarbem Państwa w sprawie JTT** – Skarb Państwa wniósł do Sądu Najwyższego skargę kasacyjną od ostatniego wyroku Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu w związku z zapłatą odszkodowania dla spółki JTT (46,6 mln zł łącznie z odsetkami ustawowymi); nie wiemy, z jakim skutkiem skarga zostanie rozstrzygnięta, ale w naszym odczuciu prawdopodobieństwo, że na niekorzyść spółki, jest znikome,
- **Kwestia kar nałożonych przez KNF** – łącznie 450 tys. zł, postępowania odwoławcze się nie zakończyły,
- **Kwestia spornego VAT** – 1 mln zł plus odsetki ustawowe od 2007 roku, spółka złożyła odwołanie do Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie,
- **Zmiana sposobu opodatkowania spółki komandytowo-akcyjnej** i konieczność znalezienia alternatywnego rozwiązania odroczenia płatności podatku dochodowego z działalności operacyjnej prowadzonej w Grupie PEM po 2015 roku.

Ryzyko transakcji z podmiotami powiązanymi – AIP powiązany z osobą Pana Prezesa Czechowicza, będący równocześnie głównym udziałowcem MCI, zawiera ze spółką lub funduszami inwestycyjnymi przez nią zarządzanymi szereg transakcji, głównie o charakterze płynnościowym, ale również kupna i sprzedaży aktywów (w przeszłości np. nieruchomości i prawdopodobnie w przyszłości np. kupno udziałów w PEM). Transakcje te są zawierane na warunkach rynkowych i są ujawniane w sprawozdaniach finansowych. Ponieważ zakładamy, że głównym aktywem AIP są akcje MCI, a zarząd spółki jest motywowany programami opcyjnymi, wydaje się, że zachęta do budowania wartości spółki jest wysoka. Tym samym uważamy, że ryzyko niekorzystnych z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych transakcji z podmiotami powiązanymi jest znikome.

| Rachunek zysków i strat | 2010 | 2011 | 2012 | 2013P | 2014P | 2015P |
|---|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Przychody ze sprzedaży | 12 | 34 | 32 | 65 | 33 | 39 |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne | 163 | 22 | 23 | 164 | 90 | 101 |
| EBIT | 164 | 15 | 45 | 216 | 106 | 122 |
| Koszty i przychody finansowe netto | -8 | 10 | -8 | -8 | -5 | -5 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 156 | 24 | 37 | 208 | 101 | 118 |
| Podatek dochodowy | -1 | -7 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| Udziały mniejszości | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej | 156 | 17 | 41 | 208 | 101 | 118 |
| Amortyzacja | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 164 | 15 | 45 | 216 | 106 | 122 |

Źródło: Spółka, Noble Securities

| Bilans | 2010 | 2011 | 2012 | 2013P | 2014P | 2015P |
|---|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| Aktywa | 635 | 641 | 780 | 958 | 1 059 | 1 177 |
| Aktywa trwałe | 592 | 561 | 663 | 847 | 918 | 1 018 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Wartość firmy | 0 | 0 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| Aktywa z tytułu odr. podatku dochodowego | 6 | 4 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Inne aktywa finansowe | 471 | 496 | 568 | 752 | 823 | 923 |
| Inne aktywa trwałe | 115 | 61 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Aktywa obrotowe | 43 | 80 | 117 | 111 | 141 | 159 |
| Należności | 8 | 14 | 75 | 17 | 17 | 17 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 20 | 25 | 34 | 67 | 98 | 115 |
| Inne aktywa obrotowe | 15 | 40 | 7 | 26 | 26 | 26 |
| Pasywa | 635 | 641 | 780 | 958 | 1 059 | 1 177 |
| Kapitał własny razem | 498 | 526 | 572 | 780 | 881 | 999 |
| Zobowiązania długookresowe | 118 | 61 | 37 | 92 | 92 | 92 |
| Obligacje | 63 | 58 | 35 | 90 | 90 | 90 |
| Inne | 55 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Zobowiązania krótkookresowe | 19 | 54 | 170 | 86 | 86 | 86 |
| Obligacje | 0 | 28 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług i inne | 0 | 13 | 100 | 8 | 8 | 8 |
| Zobowiązania z tytułu weksli | 0 | 0 | 29 | 65 | 65 | 65 |
| Rezerwy krótkoterminowe | 0 | 11 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Inne | 19 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Źródło: Spółka, Noble Securities

| Rachunek przepływów pieniężnych | 2010 | 2011 | 2012 | 2013P | 2014P | 2015P |
|--|-----------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| CF operacyjny | -5 | 47 | 17 | 30 | 42 | 29 |
| Zakup i sprzedaż certyfikatów | 0 | -37 | -18 | -3 | -4 | -4 |
| Rozliczenie na krótkoter. pap. wartościowych | 0 | 16 | 128 | 57 | 0 | 0 |
| Wydatki na zakup weksli | 0 | 0 | -125 | -8 | 0 | 0 |
| Wydatki na zakup obligacji | 0 | -18 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| Pozostałe | 0 | -28 | 4 | -74 | 0 | 0 |
| CF inwestycyjny | 0 | -68 | -15 | -27 | -4 | -4 |
| Podwyższenie kapitału | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zmiana zadłużenia odsetkowego | 28 | 35 | -50 | 63 | 0 | 0 |
| Odsetki | -6 | -7 | -9 | -9 | -7 | -7 |
| Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inne | 0 | -2 | 44 | -24 | 0 | 0 |
| CF finansowy | 23 | 26 | -15 | 30 | -7 | -7 |
| CF | 18 | 6 | -13 | 33 | 31 | 17 |
| Stan środków pieniężnych na początek okresu | 1 | 20 | 48 | 34 | 67 | 98 |
| Stan środków pieniężnych na koniec okresu | 20 | 25 | 34 | 67 | 98 | 115 |

Źródło: Spółka, Noble Securities

| Wybrane wskaźniki | 2010 | 2011 | 2012 | 2013P | 2014P | 2015P |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Dług netto | 29 | 20 | 22 | -4 | -34 | -52 |
| Dług netto/BV | 6% | 4% | 4% | -1% | -4% | -5% |
| Liczba akcji | 47,4 | 62,0 | 62,4 | 62,4 | 62,4 | 62,4 |
| P/BV | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 0,8 | 0,7 | 0,6 |

Źródło: Spółka, Noble Securities

OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRAWOWANIACH I REKOMENDACJACH PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

BV – wartość księgową
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez Noble Securities S.A. obowiązuje przez okres 9 miesięcy lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny analityka.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczone są oczekiwaną przez Analityka stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPIJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -20,00% do -10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRAWOWANIACH I REKOMENDACJACH

Metoda DCF – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez ocenianą podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych – pozwala wskazać przedsiębiorstwa, które wykazują zyski księgowe, ale nie zarabiają wystarczająco dużo, aby pokryć koszt alternatywny zaangażowania kapitału dla właścicieli. Kluczową wadą tej metody jest oparcie analizy o dane księgowe, a nie gotówkowe.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Metoda sum częściowych – opiera się na osobnej wycenie poszczególnych segmentów ocenianego podmiotu i ich późniejszym zsumowaniu; wadą tej metody jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od Noble Securities S.A. nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- Analityk nie posiada papierów wartościowych Emitenta ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- ani Analityk, ani osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2010 r., Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.), nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- Noble Securities S.A. pozostaje stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Rekomendacji i pobiera z tego tytułu wynagrodzenie.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz Analityka, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanych z Noble Securities S.A. oraz Analitykiem **nie występują inne niż wskazane w treści Rekomendacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Rekomendacji powiązania lub okoliczności w rozumieniu § 9-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), które mogłyby wpłynąć na obiektywność Rekomendacji.**

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Rekomendacja jest materiałem sporządzonym zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) i na zlecenie Emitenta.

Rekomendujący zapewnia, że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania aktywami.

Rekomendacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- będzie udostępniana nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie jej na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Rekomendacji, w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

Na zasadach określonych w § 14 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), część opisowa przygotowywanej Rekomendacji została udostępniona Emitentowi w celu weryfikacji faktów prezentowanych w części opisowej Rekomendacji i po tej weryfikacji odpowiednio zmieniona.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wyeliminowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

Dodatkowe informacje o Noble Securities S.A. i kwestiach związanych z ryzykami w inwestowaniu w instrumenty finansowe za pośrednictwem Noble Securities S.A. oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez Noble Securities S.A. konfliktom interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Noble Securities S.A. nie wydał rekomendacji dla spółki MCI Management S.A.

| Zalecenie w ostatnich 12 miesiącach | Wydane rekomendacje | | Wydane rekomendacje dla klientów bankowości inwestycyjnej Noble Securities | |
|-------------------------------------|---------------------|--------------|--|------------|
| | Liczba | % wszystkich | Liczba | udział |
| Kupuj | 10 | 43% | 5 | 50% |
| Akumuluj | 3 | 13% | 1 | 33% |
| Trzymaj | 8 | 35% | 1 | 13% |
| Redukuj | 2 | 9% | 0 | 0% |
| Sprzedaj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| SUMA | 23 | | 7 | 33% |