MCI Management SA

Wydzielenie spółki zarządzającej aktywami zwiększa przejrzystość MCI Management, która staje się spółką typową holdingową. Spółka zaprezentowała bardzo dobre wyniki finansowe za 2014 rok, m.in. dzięki dezinwestycji PEM oraz wzrostowi wartości portfela inwestycyjnego. Perspektywy na 2015 rok naszym zdaniem również prezentują się bardzo dobrze, gdyż spółka posiada ciekawy portfel inwestycji niepublicznych, które w perspektywie 12 miesięcy mogą się upublicznić lub nastąpi wyjście z nich, co powinno wydobyć wartość ukrytą w portfelu. Do tego spółka wyceniania jest w dalszym ciągu z dyskontem do wyceny księgowej i spółek porównywalnych, co naszym zdaniem jest nieuzasadnione biorąc pod uwagę powyższe czynniki. Aktualizujemy naszą wycenę dla spółki z 13,56 zł do 20,26 zł i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

Bardzo dobre wyniki za 2014 rok i ambitne plany na 2015

Skonsolidowany zysk netto MCI Management za 2014 rok wyniósł 264,8 mln zł (+42% r/r), a jednostkowy 352 mln zł (+197% r/r poprzez efekt dekonsolidacji PEM), a wartość księgowa na jedną akcję 16,46 zł (+37% r/r). Spółka zainwestowała w nowe projekty 237,8 mln zł, a z dezinwestycji pozyskała 275,4 mln zł. Wartość dostępnych środków finansowych wynosiła ok. 292 mln zł. Większymi inwestycjami z ostatniego roku była kolejna runda finansowania windeln.de (34,2 mln zł), Travelata (13,6 mln zł), Geewa (12,3 mln zł) oraz Netia (147 mln zł), z której po niespełna roku spółka wychodzi realizując stopę zwrotu na inwestycji (IRR) 19%. W 1H2015 roku pojawiły się w portfelu nowe inwestycje na rynku DACH (AsGoodAsNew, 11 mln EUR; Auctionata, 10 mln EUR oraz Lifebrain 20 mln EUR), rosyjskim (Oktogo, 10 mln zł) oraz polskim (Ganymede). W 2015 roku zarząd planuje wydać na nowe inwestycje 400 mln zł, a prognozowana przez zarząd wartość aktywów netto na koniec roku wynosi 19,75 zł/akcję.

Ciekawy portfel niepubliczny wyceniany w księgach z dyskontem do rynku

Wyceny spółek niepublicznych wchodzących w skład portfela MCI Management są przez rok od pojawienia się w portfelu wyceniane po cenie nabycia, a później następuje ich przeszacowanie głównie metodami porównawczymi z dyskontem za niepubliczny charakter i brak płynności. Tylko na akcjach WP.pl, która zadebiutuje na GPW 7 maja MCI Management wykaże według naszych szacunków 39% zysku w stosunku do ostatniej wyceny księgowej. Poza tym inwestycje takie jak Invia czy windeln.de, z których wyjście lub upublicznienie może również nastąpić w tym lub w przyszłym roku, prezentują naszym zdaniem potencjał wzrostu w stosunku do wycen prezentowanych w bilansie spółki. Według stanu na 31.03.2015 roku, wycena CI MCI.EuroVentures serii A-D po uwzględnieniu naliczonej opłaty zmiennej wzrosła o 7,4%, a MCI.TechVentures serii A-D o 6,3% w stosunku do stanu na koniec 2014.

Wzrost przejrzystości spółki

Wydzielenie spółki zarządzającej aktywami (Private Equity Managers) zwiększyło przejrzystość MCI Management. Po transakcji jest to typowa spółka holdingowa (jednostka inwestycyjna), której większość majątku stanowią inwestycje w certyfikaty inwestycyjne finansowane kapitałem własnym i długiem w postaci obligacji. W 2015 roku spółka będzie publikować jedynie jednostkowe sprawozdanie, na co pozwala MSSF 10.

Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Główne czynniki ryzyka 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 skorygowany NAV (16,18 zł) oraz porównawczą (21,85 zł), co po zważeniu równymi wagami oraz przy koszcie kapitału 10% implikuje 9-miesięczną cenę docelową równą 20,26 zł.

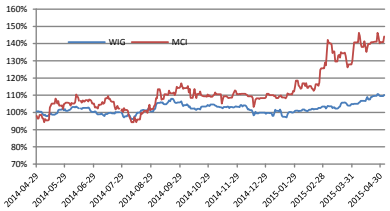
mln zł	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Zyski z inwestycji	134	360	112	122	134
zysk netto	119	352	98	108	120
NAV/akcję	12,0	16,5	18,0	19,7	21,6
P/E (x)	7,1	2,4	8,6	7,8	7,0
P/NAV (%)	111%	81%	74%	68%	62%

Źródło: Spółka, Noble Securities, dane jednostkowe

NOBLE SECURITIES
DOM MAKLERSKI

KUPUJ
(Aktualizacja)

Cena bieżąca	13,40 zł
Cena docelowa (9M)	20,26 zł
Potencjał wzrostu	51%
Kapitalizacja	841 mln zł
Free float	47,98%
Śr. wolumen 6M	57 143



PROFIL SPÓŁKI

MCI Management to jeden z wiodących w Europie Środkowo-Wschodniej fundusz private equity o charakterze multistage. Od 1999 roku grupa zrealizowała ponad 64 projektów inwestycyjnych oraz dokonała 31 pełnych wyjść i 6 wyjść częściowych.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Tomasz Czechowicz	51,99%
Quercus TFI	7,22%
BZ WBK TFI	5,03%
Pozostali	35,76%

WAŻNE DATY

Raport za 1Q2015 r.	11.05.15
Raport za 1H2015 r.	12.08.15

Krzysztof Radojewski, CFA
Analityk akcji
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
+48 22 244 13 03

WYCENA

Akcje MCI wyceniliśmy jako wartość portfela inwestycyjnego (skorygowany NAV) na koniec 2014 roku oraz metodą porównawczą w stosunku do kilku europejskich spółek PE w celu uchwycenia potencjału wzrostowego w najbliższych latach, przypisując tym metodom równe wagi. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczamy na 20,26 zł. Koszt kapitału własnego przyjmujemy na poziomie 10%.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena skorygowany NAV	0,50	16,18
Wycena porównawcza	0,50	21,85
Cena docelowa (9M)		**20,26**
Cena aktualna		13,40
Potencjał		51%

Źródło: Noble Securities

WYCENA PORTFELA INWESTYCYJNEGO

Wzrost wartości aktywów w ubiegłym roku, m.in. poprzez sprzedaż akcji Private Equity Managers i wzrost wartości inwestycji oraz nowe inwestycje dokonane w ostatnich kwartałach systematycznie przekładają się na zwiększanie dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Udział akcji ABC Daty w aktywach spadł już do 21%. Wartość portfela poprzez inwestycje w WP.pl przesunęła się w kierunku spółek niepublicznych, których jednak spora część może być w najbliższych kilku do kilkunastu miesięcy skonwertowana na aktywa publiczne lub gotówkę (IPO WP.pl; IPO windeln.de; IPO, wyjście do inwestora branżowego lub rekapitalizacja Invia.cz). Naszym zdaniem proces ten przełoży się na wydobycie nierozpoznanej do tej pory wartości, gdyż inwestycje te wyceniane są w księgach z dyskontem do spółek porównywalnych. Z uwagi na fakt, iż spółka ma wyemitowane 50 mln zł obligacji zamiennych na akcje po cenie bazowej 12 zł uznaliśmy za zasadne dokonać korekty NAV o wpływ rozwodnienia z tego tytułu.

(mln zł)	Wartość	udział % w aktywach
AKTYWA	**1223**	**100%**
ABC Data	259	21%
Indeks	110	9%
WP.pl	114	9%
Invia	105	9%
KupiVip.ru	32	3%
Windeln.de	47	4%
Morele.net	29	2%
AsGoodAsNew*	33	3%
Auctionata*	30	2%
CI MCI.CreditVentures 2.0.	131	11%
CI Helix Venture Partners	10	1%
CI Internet Ventures	14	1%
Ekwiwalenty gotówki**	187	15%
Pozostałe	124	10%
Obligacje	165	14%
Inne zobowiązania	26	2%
KAPITAŁ WŁASNY (NAV 31.12.2014)	**1032**	**84%**
Wpływy z konwersji obligacji zamiennych	50	
Skorygowana liczba akcji	**67**	
NAV na akcję	16,18	

*Źródło: MCI Management, PEM, szacunki Noble Securities, *inwestycje nabyte w 1Q15, **skorygowane o oczekiwane wpływy ze sprzedaży akcji Netii i PEM oraz wydatki na inwestycje nabyte w 1Q15*

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ AKTYWÓW MCI

Poniżej przedstawiamy wskaźniki wyceny P/BV wybranych europejskich spółek PE. **Wyceny wskazują, iż spółki notowane są z premią do bieżącej, a nawet prognozowanej wartości księgowej. Nie widzimy uzasadnienia, aby inaczej miało być było w przypadku MCI Management, które posiada w portfelu wiele szybkorosnących spółek internetowych. Na bazie naszych prognoz na lata 2015-2016 wyceniamy spółkę metodą porównawczą na 21,85 zł na akcję.**

Wskaźniki wyceny porównawczej dla wybranych europejskich publicznych spółek Private Equity:

Spółka	Waluta	Kapitalizacja (mln)	P/BV (x)		
			2014	2015P	2016P
3I GROUP PLC	GBP	4 842	1,3	1,2	1,1
GIMV NV	EUR	1 053	1,1	1,1	
EURAZEO	EUR	4 426	1,3	1,3	1,3
DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG	EUR	406	1,3	1,3	1,3
Średnia			**1,25**	**1,20**	**1,18**
MCI Management	PLN	841	0,81	0,74	0,68
Premia/dyskonto do średniej (%)			-35%	-38%	-43%
Implikowana wartość godziwa MCI Management	PLN		20,5	21,7	23,3
Implikowana wartość godziwa MCI Management	PLN			**21,8**	

Źródło: Bloomberg, Noble Securities, dane na 04.05.2015 r.

ZAŁOŻENIA DO PROGNOZY WYNIKÓW MCI MANAGEMENT

1. **Wzrost wartości inwestycji:**
   - inwestycje w spółkach zależnych (większość inwestycji rozumiana jest jako udziały w spółkach zależnych, które to z kolei są posiadaczami certyfikatów inwestycyjnych) – wzrost o 10% rocznie (co jest założeniem konserwatywnym biorąc pod uwagę fakt, iż wycena certyfikatów inwestycyjnych na koniec 1Q2015 po uwzględnieniu opłaty zmiennej opublikowana przez spółkę wyniosła dla CI MCI.EuroVentures serii A-D +7,4% w stosunku do stanu na koniec 2014, a CI MCI.TechVentures serii A-D +6,3%),
   - certyfikatów inwestycyjnych (MCI.CreditVentures 2.0. FIZ) wzrost o 8% rocznie,
   - wartości posiadanego pakietu PEM do implikowanego poziomu 440 mln zł za całą spółkę,
2. **Koszty ogólnego zarządu:** 5 mln rocznie,
3. **Koszty finansowe:** zbliżone do obecnych – zakładamy rolowanie obligacji na podobnych warunkach.
4. **Przychody finansowe:** głównie dywidenda a pakietu 10,25% akcji PEM.

PRIVATE EQUITY MANAGERS ZARZĄDZA AKTYWAMI MCI

Wydzielenie i upublicznienie Private Equity Managers, czyli spółki zarządzającej aktywami MCI Management przyniosło wymierne korzyści dla akcjonariuszy MCI Management. Po pierwsze, zwiększona została wartość aktywów pod zarządzaniem przez MCI Management. Po drugie, zwiększona została przejrzystość – MCI Management jest posiadaczem aktywów, a spółką zarządzającą Private Equity Managers. Współpraca pomiędzy podmiotami został uregulowana podpisanym 23.12.2014 Porozumieniem Trójstronnym, którego główne postanowienia opisujemy poniżej. Po trzecie, jest to krok w kierunku światowych standardów, umożliwiający docelowo konsolidację rynku asset managerów oraz otwierający drogę do koinwestycji z innymi światowymi podmiotami tego typu.

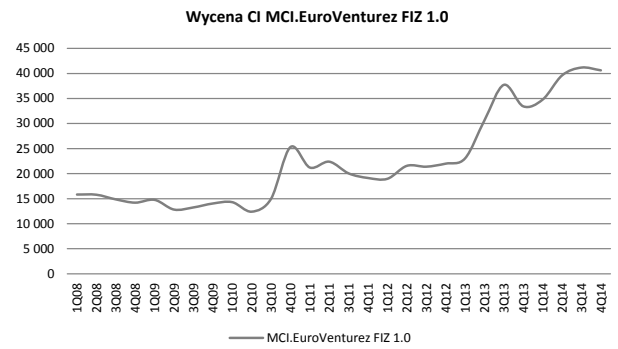
1. **Długość trwania:** 31.10.2023; na dzień podpisania strony wyraziły deklarację przedłużenia obowiązywania na kolejne 10 lat,
2. **Opłaty za zarządzanie:** MCI.EuroVentures 1.0. FIZ – 2% rocznie, MCI.Tech.Ventures 1.0. FIZ – 2,75% rocznie, MCI.CreditVentures 2.0. FIZ – 1% rocznie; możliwość renegocjacji stawek po 31.10.2018,
3. **Zobowiązanie MCI Management oraz podmiotów od niego zależnych do nieżądania dokonania wypłat, z wyjątkiem następujących sytuacji:**
   - **Wypłaty maksymalnie 20% aktywów**, po wypłaceniu których kolejne wypłaty MCI może dokonywać po dokonaniu wpłaty uzupełniającej o wcześniej wypłacone środki,
   - **Wypłaty w celu obsługi przez MCI Management swoich bieżących zobowiązań z tytułu zaciągniętych kredytów**, pożyczek lub emisji obligacji zaciągniętych przed dniem zawarcia Porozumienia Trójstronnego oraz zaciągniętych po dniu zawarcia Porozumienia Trójstronnego w celu zainwestowania w fundusze zarządzane przez PEManagers (165 mln zł według stanu na koniec 2014)
   - **Wypłaty w celu obsługi przez MCI Management swoich zobowiązań do kwoty 50 mln zł** w całym okresie trwania Porozumienia Trójstronnego lub obsługi przez MCI Management swoich zobowiązań z tytułu poręczenia lub gwarancji udzielonych innym podmiotom,
   - **Wypłaty w każdym roku kalendarzowym do 5 mln zł** na potrzeby pokrycia kosztów operacyjnych MCI Management oraz do 5% kapitałów własnych MCI Management (ok. 52 mln zł według stanu na koniec 2014) na potrzeby wypłaty przez MCI Management dywidendy. Warto w tym miejscu dodać, że MCI Management nigdy dywidendy nie wypłacało.
4. Możliwość relokacji od maja 2015 roku do 40% aktywów pomiędzy funduszami, jednak z zastrzeżeniem, że środki zostaną ulokowane w certyfikaty inwestycyjne, na które przypada nie niższe wynagrodzenie za zarządzanie,
5. Zapewnienie zarządzania portfelem inwestycyjnym przez okres obowiązywania Porozumienia wyłącznie przez PEManagers lub inne podmioty od niego zależne,
6. Zobowiązanie MCI Management do głosowania przeciwko zmianom statutów wpływających na obniżenie wynagrodzenia PEManagers lub przejęcia zarządzania przez inne podmioty,
7. Zagwarantowanie MCI Management prawa do obejmowania do 50% certyfikatów inwestycyjnych pierwszej emisji emitowanych przez każdy fundusz inwestycyjny tworzony przez MCI Capital TFI po dniu wejścia w życie Porozumienia Trójstronnego,
8. Możliwość wypowiedzenia umowy: Gdy PEManagers lub inny podmiot zależny utraci wymagane zezwolenia, **po okresie naprawy**, który trwa 12 miesięcy i w którym MCI Management nie zleci zarządzania podmiotowi innemu niż wskazany przez PEManagers, jeżeli nie dojdzie do usunięcia naruszenia, MCI Management może wypowiedzieć umowę z zachowaniem 6-miesiecznego terminu wypowiedzenia.
9. Dopóki MCI Management posiadać będzie przynajmniej 10% akcji PEManagers i jego aktywa pod zarządzaniem stanowić będą nie mniej niż 50% wszystkich aktywów, to może wskazywać osobę do powołania na stanowisko członka zarządu do spraw finansowych PEManagers lub jego spółki zależnej
10. **Kary umowne:** 100 mln zł jeżeli do naruszenia przez MCI Management doszło przed 01.11.2018 albo 50 mln zł po tej dacie. Dodatkowa kara umowna to iloczyn liczby miesięcy do zakończenia umowy oraz wartości miesięcznego zysku PEManagers ustalonego w miesiącu, w którym doszło do naruszenia. W przypadku naruszenia zobowiązań MCI Management zawartych w porozumieniu przed dniem 01.11.2018 istnieje możliwość dochodzenia przez PEManagers odszkodowania w wysokości przewyższającej karę umowną.
11. **Możliwość zmiany lub wypowiedzenia Porozumienia decyzją WZA Private Equity Managers**, o ile za jej oddaniem oddane zostaną głosy stanowiące 75% ogólnej liczby głosów.

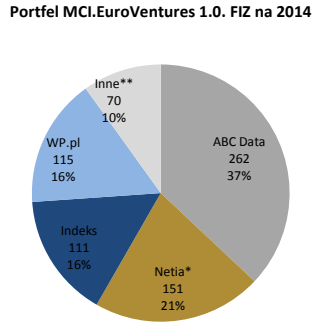
PORTFEL INWESTYCYJNY

MCI.EUROVENTURES FIZ

To fundusz, którego głównym inwestorem jest Grupa Kapitałowa MCI (98,81%). Obszarami inwestycyjnymi funduszu są TMT, usługi finansowe i dla biznesu, e-commerce, dystrybucja, BPO, infrastruktura. Główna strategia to wzrost, ekspansja, buyout oraz leverage buyout. Wielkość inwestycji to 15-35 mln EUR. Głównymi inwestycjami funduszu są akcje ABC Daty, Netii, Indeks, WP.pl. Trzy pierwsze podmioty są spółkami publicznymi, więc łatwo zweryfikować ich wycenę. WP.pl jest spółką niepubliczną, która według informacji prasowych pracuje na pierwszą ofertą publiczną.

Zmiana wyceny certyfikatów MCI.EuroVentures FIZ oraz zestawienie portfela inwestycyjnego





*Źródło: PEManagers, MCI Management, Noble Securities, *15.04.2015 nastąpiła finalizacja sprzedaży pakietu akcji Netii za kwotę 158 mln zł, **w tym 411 tys. akcji PEM sprzedanych w ofercie publicznej za kwotę 45,6 mln zł.*

ABC Data – spółka dywidendowa z ambicjami do większego zaistnienia w e-commerce

ABC Data należy do grona liderów na rynku dystrybucji IT w Polsce. Spółka posiada internetowy system obsługi klientów InterLink, przez który aktualnie składanych jest ponad 90% zamówień spółki. W 2013 roku nastąpiła zmiana w zakresie trzech największych grup towarowych – telefony z czwartego miejsca weszły na miejsce pierwsze (28% udział). Pozostałe dwie wiodące grupy to komputery (26%) i peryferia (20%). Tak istotna zmiana oprócz zmiany potrzeb konsumenckich wynika też z dynamicznego wzrostu eksportu w spółce, który wzrósł z 17,9% w 2010 roku do 45% w 2013. Skorygowana prognoza opublikowana przez spółkę w listopadzie zakłada w 2014 roku wzrost sprzedaży do poziomu 5,54 mld zł (+15% r/r) oraz zysk EBITDA 74,8 mln zł (-6% r/r). 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. **Wszystkie te działania mają wpłynąć na zatrzymanie erozji marży w spółce. ABC Data jest z jednej strony spółką z wysokim potencjałem dywidendowym (DY'14=8,3%), regularnie dzieląca się z akcjonariuszami, a z drugiej strony spółką z ambicjami do zaistnienia na rynku market-place. Dlatego nie oczekujemy aby wyjście z tej inwestycji nastąpiło w najbliższych kwartałach**. Największy potencjał wzrostu MCI Management widzi w transformacji spółki w kierunku zwiększenia udziału e-commerce w sprzedaży (np. rozwoju platformy market-place w Europie Środkowo Wschodniej na kształt Alibaba.com). Głównym czynnikiem ryzyka dla wyników spółki w 2015 roku jest wprowadzenie odwróconego VAT na sprzedaż smartfonów, co może przejściowo zmniejszyć skalę operacji na rynkach eksportowych.

Netia

27.03.2015 MCI Management działając poprzez spółkę zależną zobowiązał się do sprzedaży 7,75 proc. akcji Netii na rzecz FIP 11 FIZAN za 158,06 mln. Realizacja umowy nastąpiła 15 kwietnia 2015. Tym samym inwestycja zostanie zamknięta ze stopą zwrotu (IRR) 19%.

Indeks – lider na dynamicznie rosnącym rynku

Pakiet 20% akcji Indeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Indeks) został nabyty od założyciela spółki w maju 2013 roku. Dodatkowo w późniejszym okresie zostały dokupione akcje z rynku, co wpłynęło na zwiększenie zaangażowania do 22,97%. Spółka Indeks jest dystrybutorem IT działającym na rodzimym, tureckim rynku z udziałem w rynku sprzętu na poziomie 20,9% w 2012 roku, co dawało spółce pozycję lidera. Przesłankami do inwestycji w akcje spółki przez PEManagers były dobre perspektywy wzrostu rynku tureckiego, ekspozycja na dynamiczny rozwój e-commerce, silna pozycja rynkowa spółki oraz dodatek w postaci atrakcyjnego portfela gruntów w centrum Istambułu, który w perspektywie trzech lat ma wygenerować 70 mln USD zysków dla Indeksu. **W 2014 roku spółka zwiększyła przychody do 2,2 mld TRY (+35,9%), zysk EBITDA do 55,7 mln TRY (+ 21,6%, a zysk netto do 25,3 mln TRY (+377,3%). Według prognoz z Bloomberga, spółka ma zwiększyć w 2015 roku sprzedaż do poziomu 2,8 mld TRY (+40% r/r) oraz wynik EBITDA do poziomu 67,3 mln TRY (+38% r/r), co implikuje prognozowany wskaźnik EV/EBITDA na 2015 równy 5,6x. Większość zysku netto powinna być wypłacona w dywidendzie.**

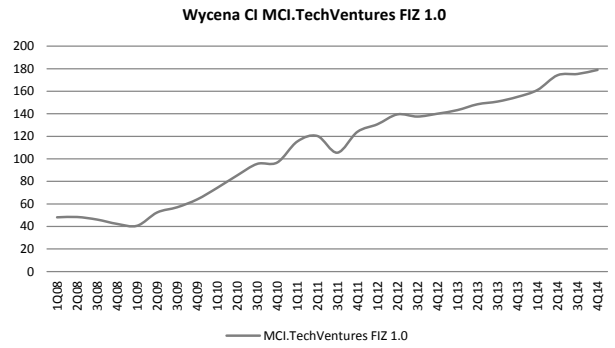
WP.pl – akwizycja po atrakcyjnej cenie, agresywny wzrost i IPO w 2015

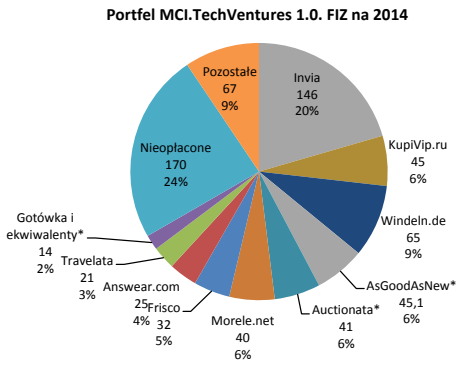
MCI Management objęło za 60 mln zł pakiet mniejszościowy 20% udziałów w Grupie o2 S.A., kontrolowanej przez EMH (European Media Holding S.a r.l.), której właścicielem jest fundusz Private Equity z grupy Innova Capital. W dniu 23 października 2013 r. spółka zależna od Grupy o2 S.A. podpisała przedwstępną umowę nabycia 100% akcji Wirtualna Polska S.A. Tym samym MCI posiada 20% w spółce będącej połączeniem tych dwóch podmiotów. Według danych Megapanel PBI/Gemius zasięg Grupy WP.pl po przejęciu w grudniu 2014 portalu money.pl jest już większy od Grupy Onet.pl. Według tych danych, zasięg i użytkownicy Grupy WP.pl wynosiły odpowiednio 72,7% i 15,63 mln, a Grupy Onet.pl – RASP 72,3% i 15,56 mln). **W kwietniu 2015 roku została przeprowadzona pierwsza oferta publiczna spółki, a cena jednej akcji ustalona na 32 zł, co implikuje wycenę całej spółki przed podniesieniem kapitału na poziomie 800 mln zł (w porównaniu do 575 mln zł wyceny ujętej w księgach funduszu). Akcjonariusz sprzedający (European Media Holding S.à r.l) sprzeda w ofercie 5,85 mln akcji z 16,7 mln akcji posiadanych.**

MCI.TECHVENTURES FIZ

W tym funduszu największym inwestorem jest również Grupa MCI Management (72,1%), a pozostałe certyfikaty są w rękach pozostałych inwestorów. Obszarami inwestycyjnymi funduszu są e-commerce, Internet mobilny, TMT, media cyfrowe. Fundusz inwestuje we wzrost, ale też w projekty na wczesnym stadium rozwoju (venture capital). Wielkość inwestycji to 1,5 - 25 mln EUR. Głównymi inwestycjami funduszu są Invia, KupiVip.ru, Windeln.de, Morele.net, Frisco.pl, Answer.com oraz inne. **Naszym zdaniem aktywa takie, jak Invia czy windeln.de prezentują potencjał wzrostu wyceny w stosunku do bieżącej wyceny w księgach funduszu.**

Zmiana wyceny certyfikatów MCI.TechVentures FIZ oraz zestawienie portfela inwestycyjnego





*Źródło: Spółka, Noble Securities, *inwestycje nabyte w 1Q2015, środki pieniężne skorygowane o wydatki na zakup nowych inwestycji*

Invia.cz – lider na rynku sprzedaży wycieczek online w CEE

Grupa działa w branży e-travel, oferując sprzedaż wyjazdów turystycznych, rezerwację hoteli oraz biletów lotniczych. Spółka kontroluje 60% rynku sprzedaży wycieczek online 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.

Windeln.de – niemieckim lider e-commerce w kategorii produktów dla dzieci

W ostatniej rundzie finansowania w styczniu 2015 roku, windeln.de pozyskał od inwestorów 45 mln EUR na rozwój. Serwis jest niemieckim nr 1 w kategorii sprzedaży online produktów i ubrań dla dzieci. Według rankingu serwisu www.excitingcommerce.de z kwietnia 2014, jednego z czołowych niemieckich portali traktujących o e-commerce, spółka Windeln.de zajęła trzecie miejsce wśród najlepszych portali e-commerce w Niemczech, ustępując nieznacznie pola tylko Amazon.com i Buch.de, a wyprzedzając takie znane marki jak Ebay, Home24 czy Zalando. W 2014 roku poziom sprzedaży brutto wyniósł w spółce 130 mln EUR, co przy założeniu wzrostu w 2015 roku o 20-30% implikuje przychody na poziomie 160-170 mln EUR. Przy założeniu wyceny spółki na poziomie P/S=2,0x (cena Zalando przy IPO na poziomie 2,5xS) uzyskujemy wycenę spółki na poziomie 320-340 mln EUR. Dla przypomnienia MCI nabył 10% spółki za ok. 7 mln EUR. Z informacji prasowych z połowy kwietnia wynika, że do końca 2015 roku spółka chce przeprowadzić IPO i zadebiutować na giełdzie we Frankfurcie. Wartość oferty może wynieść ok. 200 mln EUR.

KupiVIP.ru – klub zakupowy online na rynku rosyjskim

KupiVip.ru to klub zakupowy online na rynku rosyjskim, który powstał w 2008 roku w ciągu kilku lat stał się liczącym graczem na rosyjskim rynku e-commerce. Spółka sprzedaje końcówki serii odzieży wybranej grupie zainteresowanych osób z dyskontem do ceny detalicznej dochodzącej do 90%. Model biznesowy nie wymaga utrzymywania zapasów, a więc spółce odpada ryzyko utrzymywania zapasów.

Morele.net – polski wiodący gracz na rynku e-commerce w kategorii sprzętu IT
Morele.net jest wiodącym graczem na rynku e-commerce sprzętu IT w Polsce. Spółka korzysta z sieci dystrybucyjnej ABC Data, dzięki czemu nie ma ryzyka zapasów, a jedynie zabiega o pozyskiwanie nowych leadów i poprawę konwersji ruchu na swojej stronie internetowej.

AsGoodAsNew Electronics GmbH – lokalny leader rynku re-commerce (odsprzedaży używanych urządzeń)
Jest to lider internetowego handlu odnowionym sprzętem elektronicznym wysokiej jakości w Niemczech. W styczniu 2015 roku MCI.TechVentures FIZ zainwestował 11 mln EUR w nową rundę finansowania, które ma stworzyć dla spółki warunki do umocnienia jej wiodącej pozycji na rynku odnowionych smartfonów, tabletów, aparatów i notebooków.

Auctionata – jeden z globalnych liderów internetowych aukcji dzieł sztuki, antyków i luksusowych dóbr kolekcjonerskich
Spółka z siedzibą w Berlinie prowadzi globalny dom aukcyjny online specjalizujący się w aukcjach dóbr kolekcjonerskich. MCI.TechVentures FIZ uczestniczył w rundzie finansowania o wartości 45 mln EUR, inwestując w spółkę 10 mln EUR obok takich funduszy, jak Hearst Ventures (Nowy York), Kreos Capital (Londyn) i Yuan Capital (Hong Kong). Pozyskane środki zostaną przeznaczone na dalszy rozwój kluczowych kategorii produktowych, m.in. zegarków, aut klasycznych, win, biżuterii, sztuki współczesnej, wzornictwa, antyków oraz sztuki Dalekiego Wschodu. Spółka planuje również wprowadzenie nowych kategorii takich jak instrumenty muzyczne i pamiątki, architektura i ogród, diamenty, luksusowe nieruchomości, oraz dalszy rozwój rozwiązania livestreaming auctions (aukcje online w czasie rzeczywistym) i powiększenie globalnej bazy nabywców i sprzedawców.

MCI.CREDITVENTURES 2.0. FIZ
Jest to fundusz dłużny, który ma stanowić źródło finansowania (mezzanine i venture debt) m.in. dla innych funduszy zarządzanych przez MCI oraz docelowo również dla podmiotów zewnętrznych. W chwili obecnej m.in. udzielił pożyczek akcjonariuszom PEManagers powiązanym ze spółką MCI Management. Warto zauważyć, iż wartość aktywów pod zarządzaniem istotnie wzrosła w 2014 roku (z 4,4 mln zł do 130,9 mln zł), a podpisana umowa inwestycyjna z Mezzanine Accession Capital stwarza potencjał do zwiększania wielkości aktywów pod zarządzaniem w przyszłości. Perspektywiczne spółki, które nie mają dodatnich wyników finansowych oraz przepływów operacyjnych zapewniających bieżącą obsługę finansowania, mają problemy ze zdobyciem finansowania dłużnego. Tego typu lukę wypełniają podmioty takie, jak Sillicon Valley Bank, czy Kreos Capital, które prowadzą swoje europejskie operacje z Londynu. **Tę lukę rynkową ma wypełnić fundusz venture debt.** Warto dodać, że inwestycja w dług docelowo otwiera drogę do inwestycji w kapitał własny.

HELIX VENTURES FIZ I INTERNET VENTURES FIZ – FUNDUSZE Z KFK
W ramach współpracy z Krajowym Funduszem Kapitałowym, MCI Management utworzył dwa fundusze. Są to Helix Ventures Partners (20 mln zł) oraz Internet Ventures (commitment 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 była naliczana od całej kwoty commitmentu (40 mln zł), a od tego momentu 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.

FINANSOWANIE

W większości inwestycje finansowane są ze środków własnych MCI Management (wartość księgowa kapitałów własnych MCI Management na koniec 2014 wynosiła 1,03 mld zł), a w mniejszej części dług (165 mln zł zobowiązań z tytułu emisji obligacji). Od 2004 roku MCI Management jest emitentem obligacji. Dodatkowo finansowanie dłużne występuje na poziomie funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Na koniec 2014 Subfundusz MCI.EuroVentures 1.0 posiadał 59,7 mln zł netto denominowanego w EUR kredytu w Alior Banku. Zarządzanie płynnością między spółkami z grupy kapitałowej MCI Management oraz funduszami inwestycyjnymi odbywa się głównie za pomocą emisji weksli obejmowanych przez poszczególne podmioty. Cena pieniądza jest rynkowa i wyznaczona pośrodku pomiędzy ceną depozytu i kredytu.

HISTORIA WYJŚĆ Z INWESTYCJI

W latach 2005-2013 MCI Management zrealizowało wyjścia z inwestycji o łącznej wartości 472,9 mln zł. Przy czym przez wyjścia oprócz sprzedaży aktywów należy też rozumieć otrzymane dywidendy od spółek zależnych. 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, portalu Bankier.pl (będącego 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, Indeks oraz sprzedaż mniejszościowego pakietu 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 2013 roku przekroczyła 50 mln zł. **W 2014 roku MCI Management pozyskało z dywidend ze spółek zależnych 111,5 mln zł (w tym ok. 1/3 z PEManagers), ze sprzedaży akcji PEManagers w pre-IPO 164 mln zl. Plany z początku roku zakładały wyjścia na poziomie przynajmniej 100 mln zł rocznie.** W najbliższych latach widzimy potencjał wyjść z następujących inwestycji: Invia.cz (IPO, branżowy lub rekapitalizacja), windeln.de (IPO lub branżowy), WP.pl (IPO).

Wybrane wyjścia z inwestycji MCI Management

	Year of invest.	Year of divest.	Net IRR
invia	2008	Year of recap.: 2013	43,4%
domzdrowia.pl	2005	Year of recap.: 2013	n/d
NEXTO PL	2007	2012	n/d
MALL.CZ	2010	2012	174,42%
ABC DATA	2007	Year of first partial exit: 2008	41,16%
jtt computer	1999	2011	11,89%
travelplanet.pl	2000	2011	59,95%
one·2·one GRUPA	2002	2011	104,92%
Bankier.pl POLSKI PORTAL FINANSOWY	2000	2009	30,64%
TECHNOPOLIS	2004	2008	189,33%
S4E storage 4 enterprise	2001	2010	17,03%
ITG INNOVATION	1999	2008	8,29%
Process4E FROM STRATEGY TO PERFORMANCE	2000	2005	20,62%
Retail Info	2006	2012	9,01%
Hoopla.pl	2005	2008	83,89%
finepharm	2007	2008	109,68%
COMTICA	2005	2007	74,44%
MEDCASCO	2010	2011	22,13%
CKAdax	2004	2005	238,26%
Poland.com	1999	2000/2001	n/d

Źródło: MCI Management, PEManagers

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko związane z koniunkturą giełdową – Największa inwestycja portfelowa MCI to ABC Data (ok. 259 mln zł). Do dużych inwestycji należy również turecki Indeks (ok. 110 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 stanowią 39% portfela. Warto dodać, że koncentracja systematycznie się zmniejsza, a dywersyfikacja inwestycji zwiększa.

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. Sytuacja ta będzie się poprawiać poprzez wyjścia lub upublicznienia inwestycji niepublicznych.

Ryzyko postępowań spornych – z istotnych postępowań warto wskazać na kolejny etap sporu ze Skarbem Państwa w sprawie JTT – Skarb Państwa wniósł do Sądu Najwyższego skargę kasacyjną od drugiego wyroku Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu w związku z zapłatą odszkodowania dla spółki JTT (46,6 mln zł łącznie z odsetkami ustawowymi) i przekazał tym samym sprawę do ponownego rozpatrzenia przez Sąd Apelacyjny we Wrocławiu; nie wiemy, z jakim skutkiem skarga zostanie rozstrzygnięta, ale w naszej opinii prawdopodobieństwo, że na niekorzyść spółki, jest znikome.

Rachunek zysków i strat	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Zyski z inwestycji	**134**	**360**	**112**	**122**	**134**
Koszty ogólnego zarządu	10	9	5	5	5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-1	0	0	0	0
EBIT	**123**	**351**	**107**	**117**	**129**
Koszty i przychody finansowe netto	-8	0	-9	-10	-10
Wycena instrumrntów pochodnych	0	9	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	115	360	98	108	120
Podatek dochodowy	-4	7	0	0	0
Zysk netto	**119**	**352**	**98**	**108**	**120**

Źródło: Spółka, Noble Securities

Bilans	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Aktywa	**939**	**1 223**	**1 341**	**1 459**	**1 578**
Aktywa trwałe	**816**	**1 193**	**1 314**	**1 437**	**1 571**
Inwestycje w jednostkach zależnych	745	992	1 091	1 200	1 320
Wartość firmy	0	0	0	0	0
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0	35	45	45	45
Certyfikaty inwestycyjne	30	155	167	180	195
Inne aktywa trwałe	41	11	11	11	11
Aktywa obrotowe	**123**	**31**	**27**	**22**	**7**
Należności	73	2	2	2	2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	42	15	11	6	-9
Inne aktywa obrotowe	8	14	14	14	14
Pasywa	**939**	**1 223**	**1 341**	**1 459**	**1 578**
Kapitał własny razem	**755**	**1 032**	**1 130**	**1 238**	**1 357**
Zobowiązania długookresowe	**85**	**163**	**183**	**193**	**193**
Obligacje	85	163	183	193	193
Zobowiązania krótkookresowe	**99**	**28**	**28**	**28**	**28**
Obligacje	35	3	3	3	3
Zobowiązania z tytułu weksli	49	13	13	13	13
Rezerwy krótkoterminowe	12	12	12	12	12
Inne	2	0	0	0	0

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2013	2014	2015P	2016P	2017P
CF operacyjny	**52**	**25**	**-11**	**-1**	**-1**
CF inwestycyjny	**0**	**-50**	**0**	**0**	**0**
CF finansowy	**-22**	**-2**	**7**	**-4**	**-14**
CF	**30**	**-27**	**-4**	**-5**	**-15**
Stan środków pieniężnych na początek okresu	12	42	15	42	15
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	42	15	11	15	0

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Wartość księgowa na akcję	12,04	16,46	18,01	19,73	21,64
Dług netto	70	136	161	176	190
Dług netto/BV	9%	13%	14%	14%	14%
Liczba akcji	62,4	62,4	62,4	62,4	62,4
P/BV	1,12	0,82	0,75	0,68	0,62

Źródło: Spółka, Noble Securities

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

BV – wartość księgowa
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 wyznaczane są oczekiwaną przez Analityka stopą zwrotu z inwestycji:
- **KUPUJ** – 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, OPRACOWNANIACH I REKOMENDACJACH

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

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.

Metoda NAV – polega na wycenie aktywów netto danego przedsiębiorstwa, czyli aktywów pomniejszonych o zobowiązania; podstawową wadą tej metody, podobnie jak w innych metodach wyceny, jest wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek 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 2014 r., poz. 94 ze zm.), nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- Noble Securities S.A. świadczy bądź może świadczyć w przyszłości odpłatne usługi z zakresu corporate finance, oraz inne usługi dla Emitenta, spółek z grupy kapitałowej Emitenta bądź spółek portfelowych z grupy kapitałowej MCI Management.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz Analityka, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanymi 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).

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 (tj. Dz. U. z 2014 r. poz. 121),
- 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 2013 r. poz. 1382),
- 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 nie 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 inwestowanie 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 jakiejkolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

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

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca MCI Management S.A.	
Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj
Data wydania	27.11.2013
Kurs z dnia rekomendacji	10,22
Cena docelowa	13,56
WIG w dniu rekomendacji	54 544,73

Zalecenie w ostatnich 12 miesiącach	Wydane rekomendacje		Wydane rekomendacje dla klientów bankowości inwestycyjnej Noble Securities	
	Liczba	% wszystkich	Liczba	udział
Kupuj	20	50%	1	5%
Akumuluj	10	25%	0	0%
Trzymaj	10	25%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%
SUMA	**40**		**1**	**3%**