

# MCI Management

**kupuj**

spółka holdingowa

poprzednia rekomendacja: -----

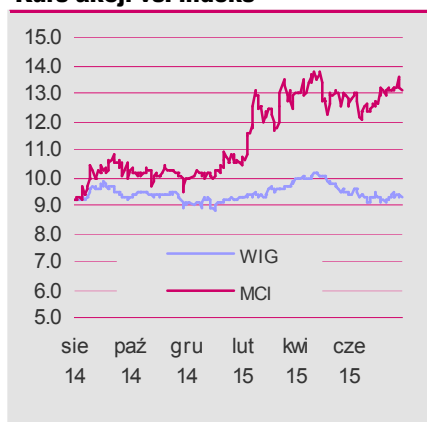
Cena: 13.0

Cena docelowa: 19.0

## Atrakcyjne aktywa z wysokim dyskontem

Po spin-offie spółki zarządzającej Private Equity Managers, MCI Management jest spółką holdingową posiadającą pośrednio portfel spółek związanych z nowymi technologiami umiejscowionymi głównie w subfunduszach MCI.TechVentures oraz MCI.EuroVentures. Cały czas relatywnie duże znaczenie mają akcje ABC Data (15% aktywów netto funduszy), jednak ich udział systematycznie maleje. MCI Management ma bardzo dobry długoterminowy track record - wartość aktywów netto na akcję rosła w okresie 2000-2014 średniorocznie o 19.8%. Tym samym spółka dowiodła, że dostarcza dużą wartość swoim akcjonariuszom. Wprawdzie sądzimy, że w kolejnych latach utrzymanie tempa wzrostu aktywów na poziomie zbliżonym do 20% będzie dużo trudniejsze (MCI będzie musiał inwestować w coraz większe spółki), jednak nadal powinno wynosić wysokie kilkanaście procent. Inwestując w akcje MCI trzeba pamiętać o dużej wrażliwości kursu na koniunkturę giełdową, co jest pochodną ponadprzeciętnego ryzyka (ale i potencjału wzrostu) wynikającego z profilu spółek portfelowych.

Kurs akcji vs. indeks



## Kolejny rok silnego wzrostu aktywów netto na akcję

W roku 2015 fundusze MCI według oficjalnej prognozy zrealizują nowe inwestycje na poziomie ok. 400 mln PLN i istnieje szansa na przekroczenie tego celu (na koniec półrocza fundusze miały 320 mln PLN wolnej gotówki). Natomiast poziom wyjść (z dywidendami) po I półroczu wyniósł 486 mln PLN i powinien być w zakresie 500-700 mln PLN. Prognozowana wartość aktywów netto (NAV) na akcję MCI jest na poziomie 19.75 PLN na koniec 2015 r. (+19.5% r/r). Biorąc pod uwagę, że od początku roku wzrost NAVu wyniósł 10% (do 18.1 PLN) również ten cel jest realny. Trzeba jednak pamiętać, że 30% portfeli funduszy to spółki notowane (ABC Data 15%, Wirtualna Polska 6%, Indeks 6%), a więc ewentualne spadki na giełdach mogą istotnie wpływać na wartość aktywów netto MCI.

## Wycena 19.0 PLN i rekomendacja kupuj

Aktualnie akcje MCI są notowane z dyskontem na poziomie 28.2% do aktualnie przypadających aktywów netto oraz 34.2% do prognozowanych przez zarząd na koniec roku. Uważamy, że to dyskonto jest zbyt duże. Wyceniamy 1 akcję na 19.0 PLN oraz rekomendujemy kupno akcji MCI. Głównym ryzykiem dla tej rekomendacji byłaby ewentualna bessa na rynku akcji (biorąc pod uwagę dużą wrażliwość kursu akcji MCI na ryzyko rynkowe).

Max/min 52 tygodnie (PLN)	13.8 / 9.15
Liczba akcji (mln)	62.7
Kapitalizacja (mln PLN)	816
EV (mln PLN)	979
Free float (mln PLN)	661
Średni obrót (mln PLN)	0.3
Główny akcjonariusz	Tomasz Czechowicz
% akcji, % głosów	54.2%, 54.2%
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny	3.7%    -4.2%    48%
Zmiana rel. WIG	3.6%    3.0%    45%

**Marcin Palenik, CFA**  
+48 22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Zyski z inwestycji	EBIT	Zysk netto	EPS	CEPS	NAV na akcję	P/E	P/NAV	DY (%)	EV /EBIT	ROE (%)
2014	359.6	350.5	343.4	5.49	-0.26	16.5	2.4	0.79	0.0%	2.8	33.3
2015p	175.1	169.0	162.2	2.59	-0.21	19.0	5.0	0.68	0.0%	5.8	15.7
2016p	166.4	160.3	153.8	2.45	-0.20	21.5	5.3	0.60	0.0%	6.1	12.9
2017p	187.3	181.2	175.2	2.79	-0.19	24.3	4.7	0.54	0.0%	5.4	13.0

p - prognozy jednostkowe Millennium DM, mln PLN

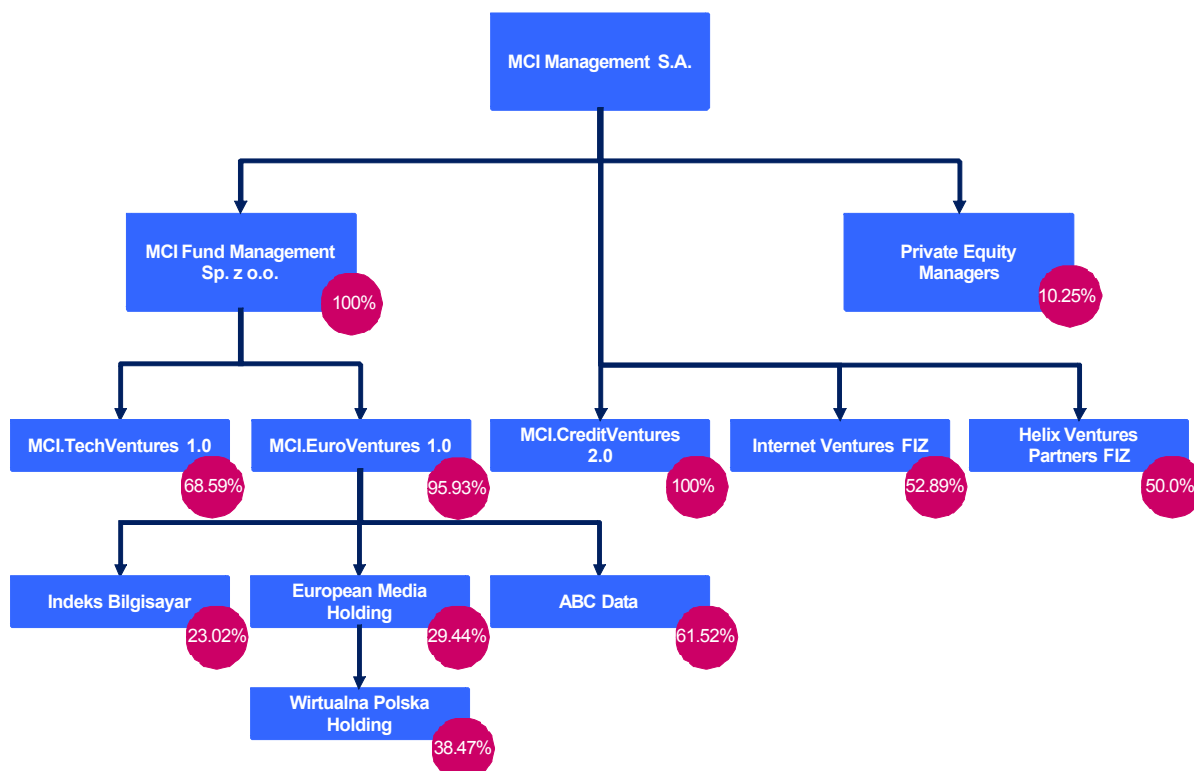
## Działalność MCI Management S.A.

MCI Management S.A. jest grupą funduszy Private Equity działających w Europie Środkowo-Wschodniej, a także w Niemczech i Austrii (DACH) oraz krajach byłego Związku Radzieckiego. Spółka w roku 1998 została założona przez Tomasza Czechowicza, który pozostaje prezesem Zarządu Grupy MCI i posiada pakiet kontrolny spółki (54.17%). MCI jest notowany na GPW od roku 2001, a w tym czasie wartość aktywów netto na akcję wzrosła 15-krotnie.

Aktualnie Grupa MCI jest podmiotem holdingowym, natomiast spółką zarządzającą aktywami funduszu jest Private Equity Managers (formalnie jest to MCI Capital TFI - spółka zależna PEMu). Na 30 czerwca wartość aktywów funduszy zarządzanych w grupie MCI wynosiła 1934 mln PLN, natomiast wartość kapitałów własnych 1136 mln PLN. Fundusze, których certyfikaty inwestycyjne posiada MCI Management, zrealizowały dotychczas ponad 60 projektów inwestycyjnych oraz blisko 30 wyjść z inwestycji. Wartość aktywów netto na akcję rosła w okresie 31.12.2000-31.12.2014 średniorocznie (CAGR) o 19.8%, co oznacza czołówkę tego typu funduszy w Europie.

MCI inwestuje w obszarach czystych modeli internetowych (media cyfrowe, e-commerce, marketplaces, Fintech, Internet of Things, Software as a Service, cloud computing, mobilny internet oraz rozrywka cyfrowa) oraz na rynku rozwoju infrastruktury internetowej (telekomunikacja i centra gromadzenia danych). MCI wspiera również inwestycyjnie spółki, które po osiągnięciu wiodącej pozycji w tradycyjnej gospodarce mają ambicje, aby wspiąć się na poziom europejski i globalny dzięki wykorzystaniu możliwości Internetu.

### Schemat organizacyjny MCI Management S.A



Aktywa MCI Management umiejscowione są w 5 zarządzanych funduszach o różnej wielkości oraz skupiających się na różnych obszarach inwestycyjnych i fazach rozwoju celów inwestycyjnych. MCI współpracuje również z Krajowym Funduszem Kapitałowym (KFK) w ramach wspólnych inwestycji poprzez fundusze Helix Ventures Partners FIZ oraz Internet Ventures FIZ. Są to fundusze commitmentowe, a wartość zobowiązań inwestycyjnych wynosi odpowiednio dla tych funduszy 40 oraz 100 mln PLN. Udział MCI w certyfikatach funduszu Helix Ventures Partners FIZ wynosi 50%, a w Internet Ventures 52.89%. Pozostałe certyfikaty ma KFK.

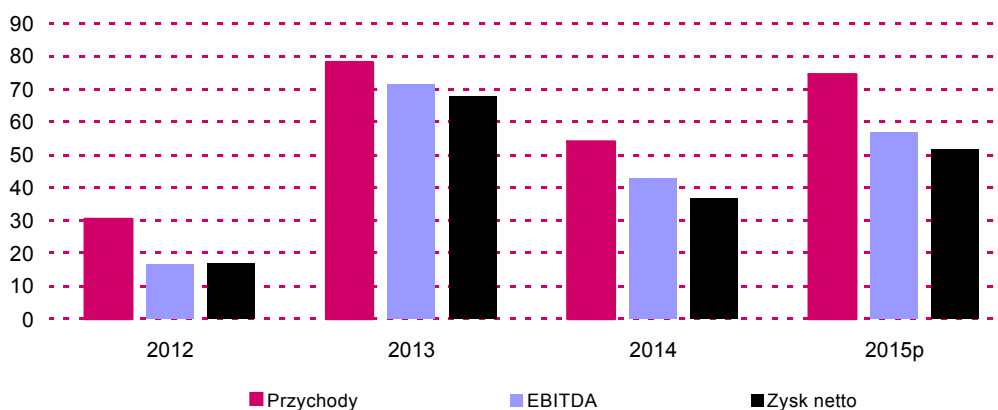
## Private Equity Managers

Private Equity Managers S.A. (PEM) jest spółką dominującą Grupy PEManagers specjalizującej się w zarządzaniu aktywami w funduszach private equity, w tym również w funduszach venture capital. Działalność w zakresie zarządzania aktywami została wydzielona z Grupy MCI. Model biznesowy, w którym właściciel aktywów (MCI Management) oraz asset manager (PEM) występują oddzielnie jest uznawany za standard w branży zarządzania funduszami typu Private Equity. W 2014 i na początku 2015 r. przeprowadzone zostało w trzech etapach pre-IPO (akcje nabyte w znacznej części przez kadrę zarządzającą), a w kwietniu br. miał miejsce debiut spółki na GPW. Po debiucie MCI Management posiada 10.25% akcji PEManagers.

PEManagers uzyskuje przychody z tytułu zarządzania aktywami w formie opłaty stałej (1-4.5% w zależności od funduszu) oraz opłaty zmiennej naliczanej w przypadku uzyskania nadwyżki ponad wymaganą stopę zwrotu (zróżnicowane zasady jej naliczania dla poszczególnych funduszy). W 2014 r. przychody PEM wyniosły 54.1 mln PLN z czego 53% stanowiło wynagrodzenie stałe, a 47% zmienne. Obecna umowa współpracy pomiędzy MCI oraz PEM obowiązuje do 31.10.2023, jednak obie strony zadeklarowały chęć jej przedłużenia po jej wygaśnięciu na kolejne 10 lat.

Na koniec I kwartału 2015 r. wartość aktywów pod zarządzaniem (AUM) wynosiła 1.79 mld PLN, podczas gdy na koniec 2014 r. było to 1.69 mld PLN. Zarząd spółki szacuje, że w tym roku wartość AUM przekroczy 2 mld PLN. Wzrost wartości aktywów pod zarządzaniem przekłada się na zwiększenie przychodów z tytułu opłaty stałej za zarządzanie. Spółka planuje dzielić się zyskiem z akcjonariuszami - przyjęta przez zarząd spółki polityka dywidendowa zakłada wypłatę 50-100% skonsolidowanego zysku w formie dywidendy (za 2014 rok wypłacono cały zysk 36.8 mln PLN). Strategia spółki skupia się na dążeniu do zwiększania dynamiki przychodów z zarządzania aktywami dzięki tworzeniu nowych funduszy, poprzez ekspansję na nowe, perspektywiczne rynki oraz konsolidację branży zarządzania aktywami niepublicznymi. Zarząd prognozuje na ten rok EBITDA na poziomie 56.7 mln PLN natomiast zysk netto na poziomie 51.8 mln PLN. Aktualnie spółka jest notowana przy prognozach na 2015 rok ze wskaźnikiem EV/EBITDA 8.1 oraz C/Z 8.5.

## Wyniki finansowe Private Equity Managers w kolejnych latach



Źródło: Private Equity Managers S.A.

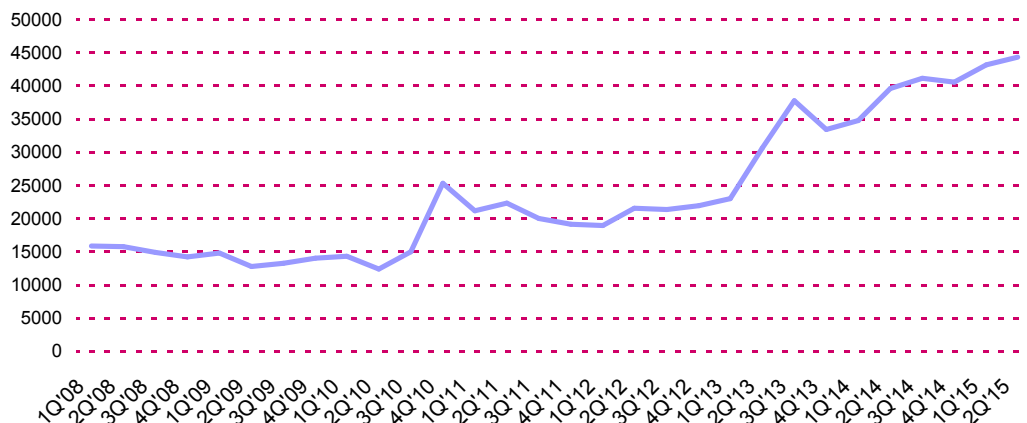
## Zarządzane fundusze

Ponieważ MCI Management S.A. jest spółką holdingową, realna wartość aktywów (udziały w spółkach portfelowych) znajdują się w zarządzanych funduszach. Właścicielem certyfikatów MCI.EuroVentures 1.0 FIZ oraz MCI.TechVentures 1.0 FIZ jest bezpośrednio MCI Fund Management Sp. z o.o. Dlatego wartość certyfikatów tych funduszy w sprawozdaniu finansowym pokazywana jest jako wartość "inwestycji w jednostkach zależnych". Natomiast certyfikaty w pozostałych funduszach (MCI.CreditVentures 2.0, Internet Ventures, Helix Ventures Partners) posiadających udziały w spółkach portfelowych, są bezpośrednio własnością MCI Management S.A.

### MCI.EuroVentures 1.0

MCI.EuroVentures 1.0 realizuje inwestycje typu private equity w odniesieniu do spółek średniej wielkości, posiadających ugruntowaną pozycję na rynku lub będących liderami w danym obszarze działalności. Fundusz dokonuje inwestycji w branżach TMT, usług finansowych, e-commerce, dystrybucji, BPO oraz infrastruktury. Realizowane strategie inwestycyjne obejmują wykupy oraz wykupy lewarowane, wzrost oraz dojrzałość, natomiast wartość spółek będących celami inwestycyjnymi mieści się w przedziale 15-35 mln EUR. Na koniec czerwca 2015 r. aktywa pod zarządzaniem funduszu wynosiły 796.7 mln PLN (ogółem, z tego 764.3 mln PLN przypada na MCI Management). Na koniec czerwca 95.93% certyfikatów inwestycyjnych znajdowało się w posiadaniu MCI Management, natomiast pozostała część znajdowała się w rękach inwestorów indywidualnych. W portfelu funduszu znajdują się obecnie cztery spółki: ABC Data, Wirtualna Polska, Index oraz Lifebrain. Na mocy podpisanej umowy warunkowej portfel zostanie w przyszłości uzupełniony o spółkę eCard. Poza Lifebrain wszystkie spółki w portfelu funduszu są spółkami giełdowymi i są wyceniane wg wartości rynkowej.

### Wartość certyfikatu inwestycyjnego funduszu MCI.EuroVentures 1.0 FIZ

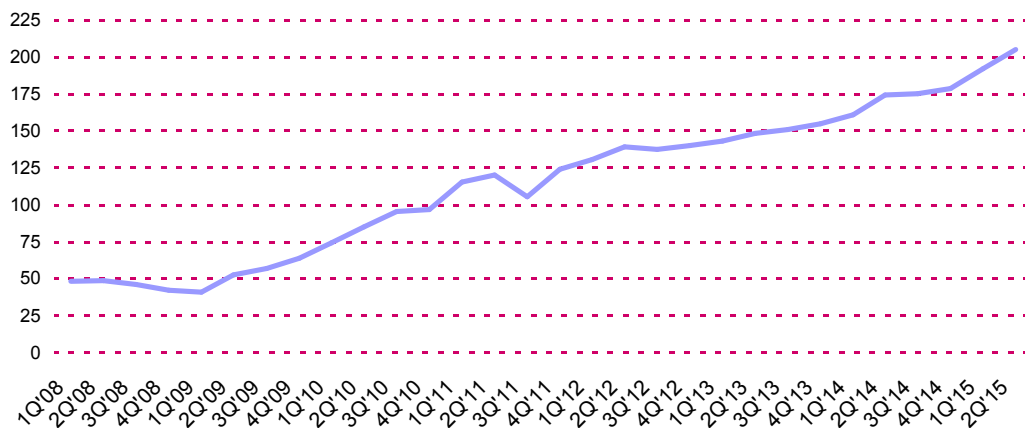


Źródło: MCI.EuroVentures 1.0 FIZ

### MCI.TechVentures 1.0

MCI.TechVentures dokonuje inwestycji w niepubliczne spółki wzrostowe o wysokim potencjale w zakresie stopy zwrotu, działające w obszarach e-commerce, technologii mobilnych, TMT, mediów cyfrowych oraz Fintech. Docelowe zaangażowanie w poszczególnych inwestycjach mieści się w przedziale 1.5-25 mln EUR. Na koniec czerwca 2015 r. aktywa pod zarządzaniem funduszu wynosiły 853.0 mln PLN (ogółem, z tego 585.1 mln PLN przypada na MCI Management). Na koniec czerwca 68.59% certyfikatów inwestycyjnych znajdowało się w posiadaniu MCI Management, natomiast pozostałe należały do inwestorów indywidualnych. Największe inwestycje funduszu to Invia, KupiVIP, Windeln.de, Auctionata, Morele.net oraz frisco.pl. Spółki są wyceniane głównie metodą porównawczą oraz metodą ostatniej transakcji porównywalnej.

## Wartość certyfikatu inwestycyjnego funduszu MCI.TechVentures 1.0 FIZ



Źródło: MCI.TechVentures 1.0 FIZ

## MCI.CreditVentures 2.0 FIZ

Fundusz specjalizuje się w inwestycjach w instrumenty o charakterze dłużnym. Strategia inwestycyjna zakłada inwestycje o wielkości 1-50 mln PLN w finansowanie typu mezzanine dla funduszy private equity, venture debt dla funduszy venture capital oraz obligacje high yield. Na koniec czerwca 2015 r. AUM funduszu wyniosły 135 mln PLN. MCI posiada 100% certyfikatów inwestycyjnych.

## Internet Ventures FIZ

Fundusz koncentruje się na inwestycjach w spółki na wczesnym etapie rozwoju (early stage) oraz w fazie wzrostu, działające w obszarach e-commerce, Fintech, Software as a Service (SaaS), cloud computing, technologie internetowe i mobilne, media cyfrowe. Fundusz angażuje w ramach pojedynczego projektu kapitał do 1.5 mln EUR. Fundusz został utworzony w 2010 r. z udziałem KFK na okres 10 lat. MCI posiada 52.89% certyfikatów inwestycyjnych funduszu, którego docelowe aktywa pod zarządzaniem wynoszą 100 mln PLN (na koniec czerwca 2015 wynosiły 27.3 mln PLN). Spółki portfelowe są wyceniane wg kosztu nabycia.

## Helix Ventures Partners FIZ

Fundusz dokonuje inwestycji w spółki na wczesnym etapie rozwoju (early stage), których działalność skupia się w obszarach cloud computingu, software, technologii internetowych, mobilnych i bezprzewodowych. Fundusz realizuje inwestycje o wartości nieprzekraczającej 1.5 mln EUR. Został utworzony w 2009 r. z udziałem KFK z okresem trwania określonym na 10 lat. MCI posiada 50% certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Docelowe aktywa pod zarządzaniem wynosiły 40 mln PLN, jednakże w 2014 r. okres inwestycyjny dobiegł końca - na koniec czerwca 2015 r. wartość portfela inwestycyjnego wynosiła 19.8 mln PLN, z czego 9.9 mln PLN przypada na MCI. Spółki wyceniane są metodami DCF, porównawczą oraz ostatniej transakcji porównywalnej.

## Fundusze zarządzane w grupie MCI

	Udział MCI	WAN (w mln PLN)	Strategia inwestycyjna
<b>MCI.EuroVentures 1.0</b>	95.93%	796.7	ekspansja, spółki dojrzałe
<b>MCI.TechVentures 1.0</b>	68.59%	853.0	wzrost, ekspansja
<b>MCI.CreditVentures</b>	100%	135.0	instrumenty dłużne
<b>Internet Ventures</b>	52.89%	27.3	wczesny etap, wzrost
<b>Helix Ventures Partner</b>	50.0%	19.8	start-up, wczesny etap

Źródło: MCI Management S.A., dane na 30 czerwca 2015

## Najważniejsze spółki portfelowe

### ABC Data

Pakiet 61.52% akcji w spółce ABC Data będący w posiadaniu MCI.EuroVentures 1.0 jest aktualnie największą pojedynczą inwestycją grupy MCI i stanowi ok. 15% aktywów funduszy. ABC Data jest jednym z 3 największych dystrybutorów sprzętu IT w Polsce z udziałem w rynku ok. 21%. Spółka buduje swoją pozycję w 7 innych państwach regionu. W 2014 r. spółka miała 5.6 mld PLN przychodów oraz 33.3 mln PLN zysku netto. Ponieważ jednak na ubiegłoroczne wyniki istotny wpływ miały zdarzenia jednorazowe, oczekujemy poprawy zysku netto w tym roku do poziomu 51.8 mln PLN. Przy obecnej cenie daje to wskaźnik C/Z na ten rok na poziomie 8.3. O dużym prawdopodobieństwie skokowej poprawy wyników w tym roku świadczy I kwartał, w którym skorygowany zysk netto wzrósł z 9.5 mln PLN (6.8 mln PLN raportowane) do 12.9 mln PLN.

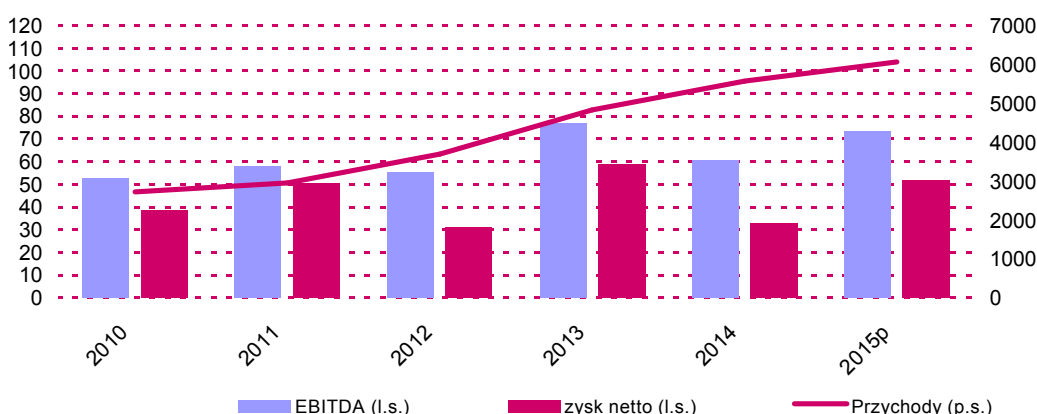
W czerwcu spółka opublikowała strategię na lata 2016-2018. W tym czasie ABC Data ma wzmocnić swoje udziały na wszystkich rynkach, na których działa i zajmować miejsca przynajmniej w pierwszej piątce. Spółka ma również wdrażać nowe projekty zwiększające wartości dodane dla kontrahentów. Jednym z celów zarządu jest osiągnięcie wyceny Grupy ABC Data w wysokości 1 mld PLN do 2018 roku. 2.5-krotny wzrost kapitalizacji jest naszym zdaniem nierealny bez ewentualnej emisji akcji i dużych przejęć. Uważamy jednak, że ABC Data jest notowana z istotnym dyskontem do wartości godziwej. Nasza aktualna wycena wynosi 4.07 PLN na akcję (vs cena rynkowa 3.48 PLN) i taką wartość zakładamy przy wycenie MCI (wycena 4.43 PLN w raporcie z 26 maja skorygowana o prawo do dywidendy 0.36 PLN na akcję).

### Wskaźniki dla polskich dystrybutorów IT

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
AB	9.3	8.4	7.5	10.5	9.1	8.5	11.6	9.6	8.8
Action	8.3	9.5	9.0	9.2	11.0	10.1	9.1	11.1	10.6
ABC Data	10.1	8.3	7.9	10.4	8.6	8.2	12.9	8.3	7.9

Źródło: prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

### Wyniki finansowe ABC Data w latach 2010-2015 (mln PLN)

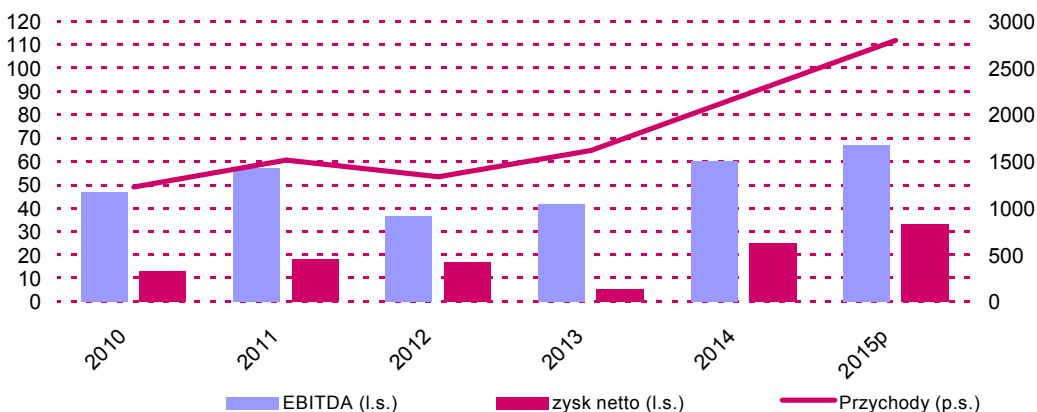


Źródło: ABC Data S.A., prognoza Millennium DM

## Indeks Bilgisayar

Indeks Bilgisayar jest liderem tureckiego rynku dystrybucji sprzętu IT, którego udział w rynku wynosił w 2014 r. ok. 22.97%. Pakiet 20% akcji spółki został nabyty przez fundusz MCI.EuroVentures w maju 2013 r., a następnie został zwiększony do 23.02%. Indeks Bilgisayar działa jako holding zrzeszający 6 spółek zależnych, z których każda specjalizuje się w dystrybucji produktów z określonej grupy (np. komputery, podzespoły, akcesoria, elektronika, smartfony). Indeks Bilgisayar uzyskuje bardzo wysoką dynamikę wzrostu sprzedaży, która w 2014 r. wzrosła o 37% r/r, a w I kwartale br. o 51% r/r. Spółka odnotowała w 2014 r. wzrost EBITDA o 43.5% r/r (w I kw. br. +78.2% r/r) oraz zysku netto o 385.2% r/r (w I kw. br. +78.1% r/r). Po wcześniejszych dwucyfrowych dynamikach, wzrost rynku IT zaczął wyhamowywać, a w kolejnych latach spodziewana jest stabilizacja tempa wzrostu w przedziale 2-4%. W 2014 r. wartość tureckiego rynku szacowana była na 6.4 mld USD. Estymowana przez Bloomberg wartość EBITDA na koniec 2015 r. wynosi 67.2 mln TRY, co implikuje wskaźnik EV/EBITDA na ten rok na poziomie 5.3x, natomiast przy zysku prognozowanym na 33.2 mln TRY P/E wynosi 9.4. Wartość rynkowa pakietu należącego do MCI wynosi ok. 95 mln PLN.

### Wyniki finansowe Indeks Bilgisayar w latach 2010-2015 (mln TRY)



Źródło: Indeks Bilgisayar, prognoza Bloomberg

## Wirtualna Polska

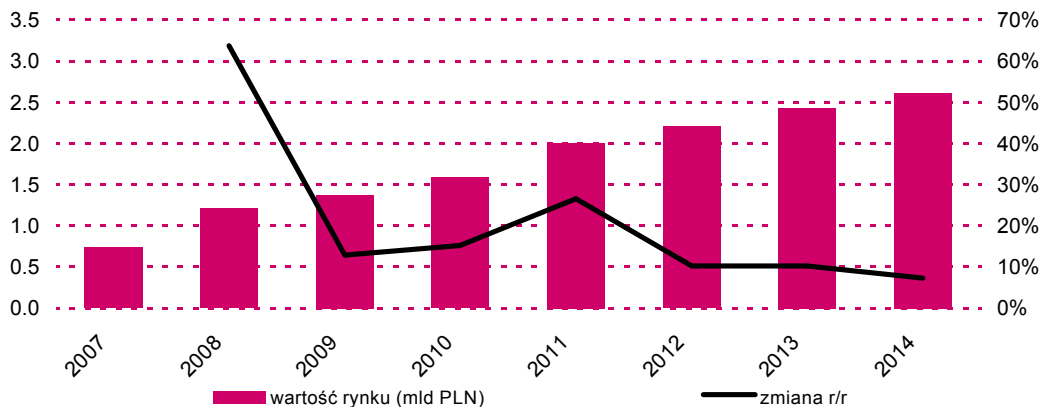
Działalność Grupy skoncentrowana jest na dostarczaniu użytkownikom różnorodnych treści poprzez ok. 40 portali internetowych - są to zarówno tzw. portale horyzontalne o szerokim zakresie treściowym (Wirtualna Polska, o2), jak i tzw. portale wertykalne o charakterze specjalistycznym (Money.pl, Dobreprogramy.pl). Grupa udostępnia także bezpłatne skrzynki poczty elektronicznej szerokiej grupie użytkowników (ok. 8 mln). Oba kanały pozwalają na dotarcie do bardzo szerokiego grona odbiorców z przekazami reklamowymi, zarówno poprzez prezentowanie użytkownikom treści reklamowych, jak też w zakresie przekierowania ich do sklepów internetowych (tzw. generowanie leadów).

Dzięki przejściu w ubiegłym roku grupy Money (portal Money.pl) Grupa Wirtualna Polska uzyskała pozycję lidera na polskim rynku Internetu - na koniec 2014 roku miała 15.63 mln użytkowników względem 15.56 mln użytkowników grupy Onet (wg badania Megapanel PBI/Gemius). Grupa miała w 2014 r. 200 mln PLN przychodów i wypracowała zysk netto w wysokości 3.8 mln PLN. Udział grupy w rynku reklamy online wyniósł w roku ubiegłym 6.2%. Rynek ten przekroczył 2.5 mld PLN w 2014 roku, a dynamika spadła do 7% (z ok. 10% w latach 2012 i 2013).



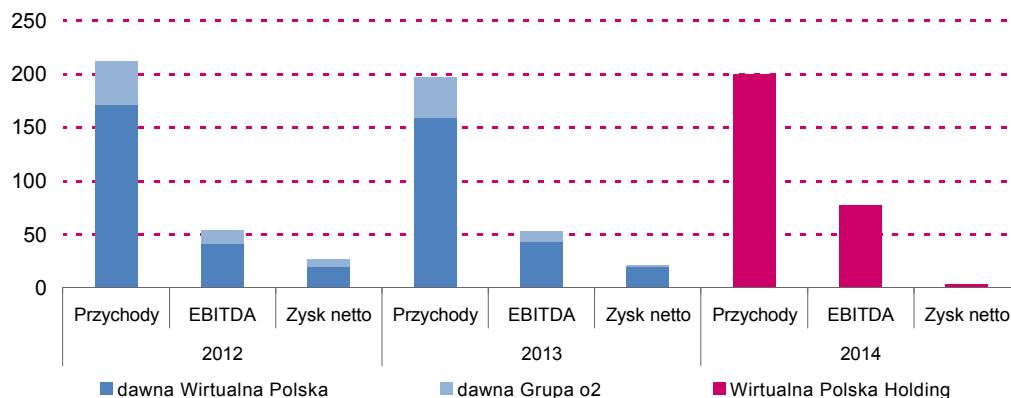
MCI Management obejmując w lutym 2014 roku udziały w European Media Holding (EMH, kontrolowane przez Innova Capital), uzyskał pośrednio 20% udziałów w Grupie Wirtualna Polska. Umowa objęcia udziałów w EMH została zawarta tuż po przejęciu Wirtualnej Polski przez grupę o2, dzięki któremu pozycja rynkowa obu podmiotów znacznie wzrosła. Po debiucie udział EMH w Wirtualnej Polsce spadł do 38.5%, a udział MCI Management w EMH wynosi obecnie 29.44%. Spółka jest notowana przy skorygowanym wskaźniku EV/EBITDA za rok 2014 na poziomie 16.0.

### Rynek reklamy online w Polsce



Źródło: Wirtualna Polska Holding SA

### Wyniki finansowe Grupy Wirtualna Polska latach 2012-2014 (mln PLN)



Źródło: Wirtualna Polska Holding SA

### Invia

Czeska spółka będąca liderem lokalnego rynku e-travel zajmuje się oferowaniem usług turystycznych przez Internet, m.in. sprzedażą wyjazdów turystycznych, rezerwacją hoteli i biletów lotniczych. Od kilku lat spółka konsoliduje rynek e-travel w regionie. Po przejęciu w 2009 r. NetTravel.cz uzyskała udział w rynku czeskim i słowackim na poziomie 60%. Invia zyskała również ekspozycję na rynek polski, nabywając w 2011 roku od funduszu MCI.TechVentures pakiet kontrolny spółki Travelplanet, będącej liderem polskiego rynku e-turystyki, a następnie zwiększyła w niej udział w wyniku wezwania i obecnie posiada 88% jej akcji. W roku 2012 czeska firma weszła na rynek rosyjski, obejmując udziały w spółce Travelata. Na silną pozycję Invii ma wpływ współpraca



z ponad 300 tour operatorami, co umożliwia jej tworzenie najszerzej oferty na rynku. Na koniec 2014 r. MCI wycenił pakiet w Invia na 145.8 mln PLN. Pakiet spółki Invia należący do MCI wynosi 83.28%. Aktualnie spółka pracuje nad wyjściem z tej inwestycji i realna jest transakcja sprzedaży jeszcze w tym roku. Cena potencjalnej sprzedaży byłaby wyższa niż aktualna wycena w księgach.

### Windeln.de

Windeln.de to niemiecki sklep internetowy oferujący produkty przeznaczone dla niemowląt, takie jak pieluchy, żywność czy artykuły do pielęgnacji skóry. Udziały w spółce znajdują się w portfelu funduszu MCI.TechVentures od 2012 r. Spółka ma ambicję stać się europejskim liderem w swojej kategorii. W 2015 r. Windeln nabył od funduszu Internet Ventures FIZ za 15 mln EUR spółkę Feedo, działającą w tym samym segmencie e-commerce na rynkach czeskim, słowackim, a od ubiegłego roku również polskim (fundusz wyszedł z inwestycji po nieco ponad roku, realizując stopę zwrotu IRR przekraczającą 500%).

W styczniu tego roku spółka została wzmocniona dodatkowym kapitałem dostarczonym w ramach kolejnej rundy finansowania w wysokości 45 mln EUR, m.in. z udziałem MCI Management (rangę przedsięwzięcia z pewnością podnosi dołączenie Goldman Sachs do grupy inwestorów). Pozyskane środki mają posłużyć poszerzeniu oferty, ekspansji geograficznej oraz sfinansowaniu potencjalnych akwizycji. Spółka osiągnęła w 2014 r. przychody w wysokości 101 mln EUR, niemal podwajając je względem roku 2013. W I kwartale 2015 r. przychody wyniosły 35.6 mln EUR (wzrost o 87% r/r). Na początku maja br. spółka zadebiutowała na giełdzie we Frankfurcie. Wartość oferty wyniosła ok. 210 mln EUR. MCI zbył część posiadanych akcji, a aktualny pakiet 5.17% jest wart ok. 65 mln PLN.

### KupiVIP

Rosyjski holding z branży e-commerce jest największym graczem na rynku modowym w Rosji. Prowadzi m.in. platformę KupiVIP.ru, na której oferowane są w formule wyprzedaży produkty odzieżowe ponad 1500 marek. Spółka prowadzi ponadto regularny sklep internetowy ShopTime.ru oraz butik internetowy KupiLUXE.ru oferujący produkty luksusowych marek. Spółka oferuje także gotowe rozwiązania w zakresie e-commerce (np. tworzenie sklepów internetowych) innym podmiotom. MCI w 2012 r. zainwestował w spółkę ok. 12 mln EUR, obejmując pakiet mniejszościowy. Sklep miał wówczas 9 mln zarejestrowanych użytkowników. Zaangażowanie w rosyjską spółkę wpisuje się w strategię inwestowania w liderów poszczególnych segmentów rynku e-commerce. Na koniec 2014 roku MCI wycenił pakiet w KupiVIP na 44.7 mln PLN (pakiet 5.6%).

### Morele.net

Spółka działa na rynku od 2000 r. i jest jednym z czołowych graczy na rynku e-commerce w segmencie elektroniki użytkowej i IT. Sklep korzysta z outsourcingu logistyki do ABC Data, co umożliwia zwiększenie efektywności zarządzania dostawami towarów. W kilkunastu polskich miastach funkcjonują punkty odbioru, tzw. netPunkty, gdzie klienci po złożeniu zamówienia online mogą odebrać produkty bez opłat za przesyłkę. Na koniec 2014 roku MCI wycenił pakiet w Morele.net na 40.5 mln PLN. Na koniec półrocza fundusze MCI posiadały 45.45% Morele.net.

### Frisco.pl

Spółka jest liderem e-commerce w kategorii artykułów spożywczych (e-grocery) na rynku polskim. Frisco.pl prowadzi dystrybucję wyłącznie w kanale online (nie posiada sklepów stacjonarnych) i jest jednym z największych podmiotów tego typu na lokalnym rynku. Przewagę konkurencyjną stanowi bardzo zaawansowany technologicznie system kompletacji zamówień. Pod koniec 2014 r. spółka pozyskała nowego inwestora strategicznego w postaci spółki Eurocash, która dokonała częściowego wykupu dotychczasowych akcjonariuszy i dokapitalizowania spółki, w rezultacie czego posiada 44% akcji supermarketu online. Akcjonariuszem większościowym pozostaje MCI, który poprzez fundusze MCI.TechVentures 1.0 oraz Internet Ventures FIZ kontroluje ponad 50% kapitału spółki. Na koniec 2014 r. fundusze MCI posiadały 55.65% w Frisco.pl i wyceniały pakiet na 31.3 mln PLN.

## Wybrane spółki portfelowe funduszy MCI

Nazwa funduszu	Spółka	Wycena (mln PLN)	Zainwestowane środki (mln PLN)
<b>MCI.EuroVentures 1.1</b>	ABC Data	262	116.8
	Indeks Bilgisayar	110.5	83.6
	Wirtualna Polska	114.6	60.0
	Lifebrain	W maju 2015 r. MCI.EV zrealizował pierwszą transzę inwestycji w kwocie 10.1 mln EUR, całkowita wartość inwestycji wyniesie 20 mln EUR	
<b>MCI.EuroVentures 1.1</b>	eCard	w lipcu 2015 r. podpisano umowę wstępną ważną do 29.04.2016 - w przypadku spełnienia warunków zawieszających MCI obejmie pakiet większościowy w spółce	
	<b>MCI.TechVentures 1.0</b>	Invia	145.8
<b>MCI.TechVentures 1.0</b>	KupiVIP	44.7	49.2
	Windeln.de	64.9	34.2
	Answer.com	25.4	20.1
	Frisco.pl	31.3	19.1
	Morele.net	40.5	10.1
	Travelata	20.6	13.6
	NaviExpert	15.2	2.1
	Geewa	13.5	11.9
	GMZ.co Sp. z o.o.	5.2	5.2
	oktogo.ru	runda finansowania o wartości 5 mln USD, udział MCI w kwocie 10.5 mln PLN	
	AsGoodAsNew	udział w rundzie o łącznej wartości 11 mln EUR	
	Auctionata	runda finansowania o łącznej wartości 42 mln EUR - 10 mln EUR opłacone przez MCI	
	Azimo	udział w rundzie finansowania o wartości 20 mln EUR	
	GetTaxi	pakiet mniejszościowy nabyty za 20 mln USD	
<b>MCI.CreditVentures</b>	Genomed	3.0	3.5
	Frisco.pl	116.7	131.0
<b>Internet Ventures</b>	MyBaze	1.0	1.0
	LepszaOferta.pl	2.2	2.2
	Focus Telecom	3.8	3.8
	Hojo.pl	1.5	1.5
	mGenerator	0.5	0.5
	Kompan.pl	2.5	4.0
	4screens	pakiet mniejszościowy	
	Spark Software	udział w rundzie finansowania o wartości 3 mln PLN	
<b>Helix Ventures Partner</b>	szybkafaktura.pl	1.7	2.2
	Frisco.pl	4.8	3.0
	Serwis Prawa	3.7	3.2
	eBroker.pl	6.4	1.5

Źródło: MCI Management S.A.

## Finansowanie inwestycji

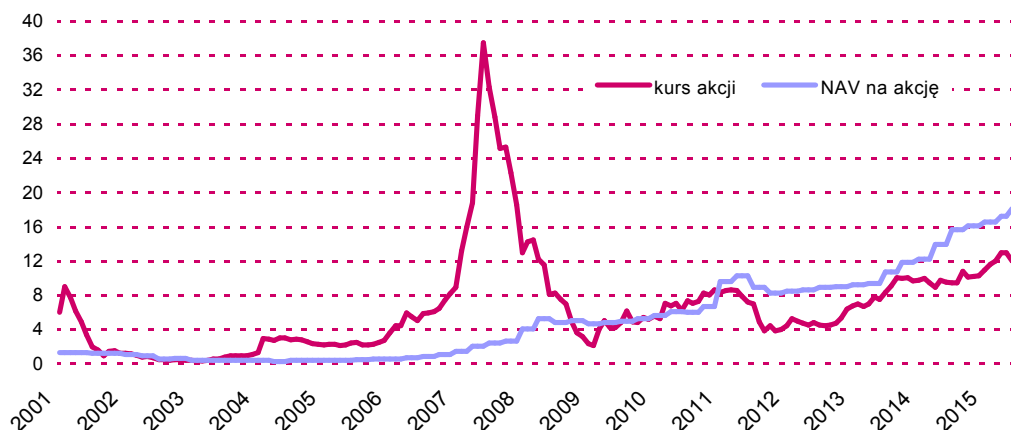
MCI Management finansuje swoje inwestycje głównie za pomocą kapitałów własnych dodatkowo posiłkując się długiem emitując obligacje (przez spółkę holdingową). Wartość nominalna wyemitowanych obligacji na koniec 30 czerwca 2015 roku wynosiła 165.6 mln PLN (z czego 84.8 mln PLN zapada w 2016 roku). Obligacje te są niezabezpieczone a marża ponad WIBOR wynosi ok. 5 p.p. Dodatkowo Grupa MCI częściowo finansuje swoje inwestycje kredytami na poziomie funduszy zamkniętych, które są poręczane przez spółkę holdingową. Aktualnie MCI Management S.A. poręcza kredyty funduszy o wartości 170 mln PLN (głównie zaciągnięte pod funduszem MCI.EuroVentures w Alior Banku), z czego 60 mln PLN zapada we wrześniu 2015. Marża na tych kredytach jest niższa niż na obligacjach i wynosi ok. 3 p.p. ponad WIBOR. Spółka, z powodów formalnych, nie posiada cash pool pozwalającego na bezpośrednie zarządzanie płynnością w grupie. Nadwyżki finansowe są lokowane w grupie pomiędzy spółkami i funduszami zarządzanymi przy pomocy krótkoterminowych instrumentów finansowych (weksli). W przeszłości ta forma była bardziej wykorzystywana, aktualnie wartość należności z tytułu weksli wynosi w MCI Management S.A. zaledwie 7.0 mln PLN.

## Wyniki inwestycyjne funduszy MCI

Historyczne wyniki inwestycyjne grupy MCI Management wskazują, że Grupa przynosi znaczącą wartość swoim akcjonariuszom w długim terminie, nawet mimo występowania okresów, w których wartość aktywów netto istotnie spadała. Średnioroczna stopa wzrostu aktywów netto na akcję (CAGR) wyniósł 19.8% w okresie na koniec lat 2000-2014. Licząc natomiast od końca 1999 było to aż 24.5% (jednak ten wzrost dotyczy akcjonariuszy założycieli, gdyż spółka nie była jeszcze notowana na GPW). Średnia stopa zwrotu na poziomie ok. 20% przez 14 lat oznacza czołówkę tego typu funduszy w Europie.

Inwestycje dokonywane przez MCI jak i akcje samej spółki MCI należy traktować jako inwestycje o podwyższonym ryzyku, które jest jednak wynagradzane wysoką stopą zwrotu w długim terminie. Od początku istnienia funduszu nastąpiły 2 bardzo silne załamania na rynkach finansowych. W roku 2000 krach na rynkach światowych dotyczył w największym stopniu spółek nowych technologii, a kryzys lat 2008-2009 uważany był za najsilniejszy od kilkudziesięciu lat. Było to oczywiście widoczne w aktywach netto MCI, które spadły z 1.32 PLN na akcję na koniec 2000 r. do 0.37 PLN na koniec 2004 roku. Wprawdzie w roku 2008 aktywa netto na akcję spadły tylko z 5.28 do 4.62 PLN, jednak rynek wyceniał MCI nawet poniżej 2 PLN za akcję. Wysoka beta inwestycji w MCI wynika z charakteru spółek portfelowych (wzrostowych) oraz dodatkowego zalewarowania spółki i funduszy. Inwestycje MCI należy traktować jako inwestycje podwyższonego ryzyka (jak typowa inwestycja private equity). Równocześnie sądzimy, że aktualne dyskonto 28.2% w stosunku do aktywów netto jest nieuzasadnione. Patrząc historycznie takie dyskonto było w dłuższym terminie dobrym momentem do inwestycji w akcje MCI.

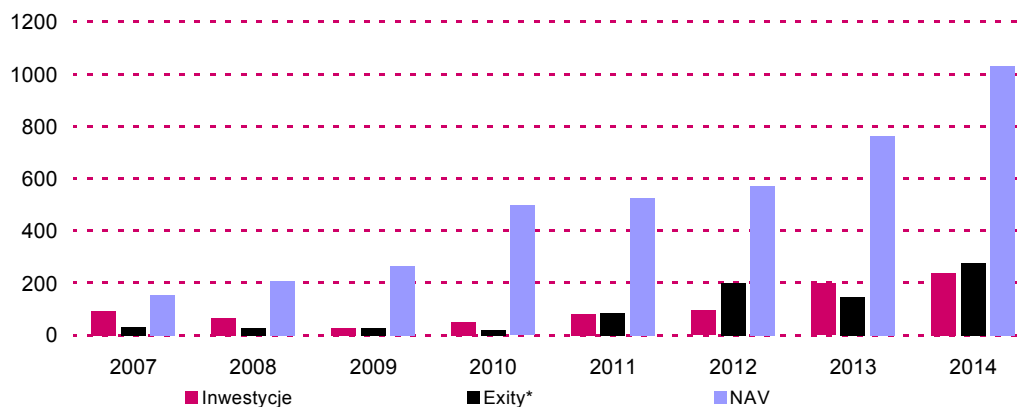
### Aktywa netto na akcję MCI vs notowania na GPW



Źródło: Notoria, Bloomberg

Poza księgowymi zmianami wartości portfela MCI dokonał w ostatnich kwartałach kilku dużych wyjść z inwestycji. W I kwartale nastąpiło IPO spółki Private Equity Managers podczas, którego MCI.EuroVentures 1.0 sprzedał pakiet 12.3% za 45.7 mln PLN. W tym samym okresie ten sam fundusz sprzedał pakiet Netii za 158 mln PLN po 10 miesiącach od zakupu wykazując IRR na poziomie 19%. Podczas IPO Wirtualnej Polski spółka EMH, w której fundusze MCI mają 29.44% sprzedała akcje za 187 mln PLN. Także dzięki IPO fundusze MCI częściowo wyszły ze spółki Windeln.de. W sumie dotychczasowa wartość wyjść w I półroczu (z dywidendami) wyniosła już 486 mln PLN. Równocześnie MCI ma coraz ambitniejsze plany inwestycyjne, które w tym roku mają wynieść 400 mln PLN.

### Inwestycje, wyjścia z inwestycji oraz NAV grupy MCI (mln PLN)



Źródło: MCI, \*exit\* rozumiane jako wpływy ze sprzedaży udziałów oraz z dywidend

### Wyjścia z inwestycji dokonane przez fundusze MCI w ostatnich latach

	Spółka	Wielkość transakcji (mln PLN)	IRR	Rodzaj wyjścia	Okres inwestycyjny
2015	eBroker	20+	60%	sprzedaż pakietu inwestorowi branżowemu	od 2010 do 08.2015
	Private Equity Managers	45.7	100%	IPO	102 m-ce
	Netia	158.1	19%	sprzedaż pakietu	10 m-cy
	Wirtualna Polska	55*	>250%	częściowe wyjście - IPO	16 m-cy
	Feedo	~6.5 mln EUR	>500%	sprzedaż na rzecz Windeln.de	13 m-cy
	Windeln		>80%	częściowe wyjście - IPO	26 m-cy
2014	PEM	163.9		pre-IPO	102 m-cy
2013	Invia	28.2		sprzedaż pakietu 8% akcji + dywidenda	
	PEM	80.0		odkup akcji celem umorzenia	
2012	Mall.cz	165.0	170.0%	sprzedaż pakietu inwestorowi branżowemu	22 m-ce
	Retail Info				65 m-cy
	Nexto.pl				13 m-cy

Źródło: MCI Management S.A., pakiet WP sprzedany za 187 mln PLN przez spółkę EMH posiadaną przez MCI w 29.44%

## Główne inwestycje dokonane przez fundusze MCI w ostatnich latach

	Spółka	Wielkość transakcji (mln PLN)	Informacje o transakcji
2015	Lifebrain	10 mln EUR	biotech, pierwsza transza (docelowe zaangażowanie ma wynieść 20 mln EUR)
	GetTaxi	20 mln USD	e-commerce / usługi transportowe
	Auctionata	10 mln EUR	e-commerce / dom aukcyjny online udział w rundzie finansowania o łącznej wartości 45 mln EUR
	Hoyo.pl	6.0	dokapitalizowanie spółki w ramach drugiej i trzeciej transzy finansowania (dotychczas tylko druga została przeprowadzona)
	Azimo		udział w rundzie finansowania o łącznej wartości 20 mln USD
	AsGoodAsNew		udział w rundzie finansowania o łącznej wartości 11 mln EUR
2014	Windeln		udział w rundzie finansowania o łącznej wartości 45 mln EUR
	Netia	147.0	telecom
	Wirtualna Polska	60.0	Internet
	Travelata	13.6	e-commerce / e-travel, MCI inwestował w spółkę w 2012 i 2013 r. poprzez Inwię, a w 2014 r. uczestniczył w kolejnej rundzie finansowania bezpośrednio
	oktogo.ru	10.5	e-travel
	Geewa	5.6	digital entertainment kolejna runda finansowania
2013	Windeln		udział w rundzie finansowania o łącznej wartości 15 mln EUR
	Index	70.9	dystrybucja IT, spółka działająca na rynku tureckim
	Windlein	25.2	e-commerce / baby care
2012	Answear	15.0	e-commerce / e-fashion
	KupiVIP	49.2	e-commerce / e-fashion

Źródło: MCI Management S.A.

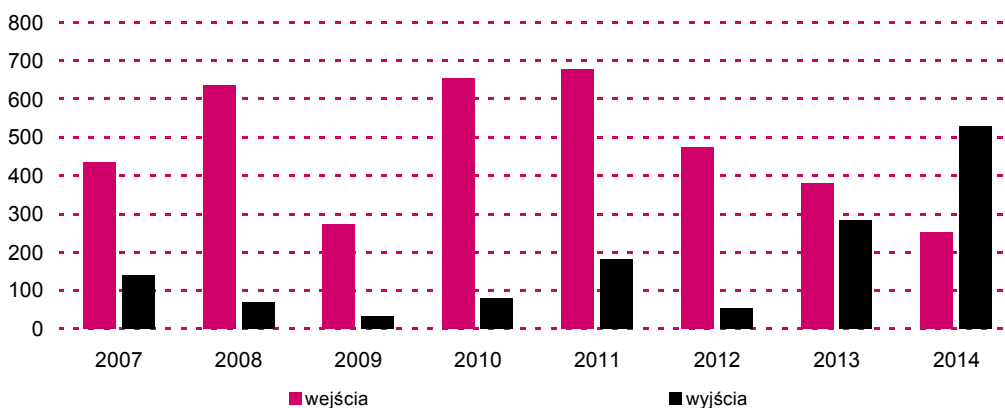
## Rynek private equity

Rozwój rynku private equity jest pochodną rozwoju rynków finansowych w danym kraju oraz koniunktury gospodarczej. Między innymi z tego powodu najlepiej rozwiniętym rynkiem funduszy PE są Stany Zjednoczone, natomiast w Europie Wielka Brytania. Globalny szczyt koniunktury dla funduszy PE miał miejsce w latach 2006-2007, po którym nastąpiło załamanie, co oczywiście silnie koreluje z koniunkturą giełdową. Sektor PE w Europie w latach 2010-2014 nie wykazuje już jednak tak dynamicznych wzrostów jakie są widoczne na indeksach rynków akcji. Udział inwestycji funduszy PE w Europie był w ostatnich 3 latach na stabilnym poziomie 0.26-0.28% PKB (w rekordowym roku 2006 było to aż 0.6%). W Polsce jak i innych krajach regionu wskaźnik ten kształtuje się na wyraźnie niższych poziomach (Polska 0.082%, kraje CEE 0.029%). Zależność między poziomem PKB kraju, a udziałem inwestycji funduszy PE jest wyraźnie dodatnia, dlatego w długim okresie należy oczekiwać dynamiki tego rynku na poziomie wyższym od wzrostu gospodarczego.

W Polsce działają aktualnie 48 fundusze private equity / venture capital zrzeszone w Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych. Udział Polski w inwestycjach PE państw CEE wynosi ok. 50%. W ostatnich latach całkowita wartość nowych inwestycji funduszy PE w Polsce malała, natomiast rosła wielkość sumy wyjść z inwestycji. W całym regionie widoczny jest, w porównaniu z wcześniejszymi latami, wzrost zainteresowania wychodzeniem z inwestycji w stosunku do chęci wchodzenia w nowe przedsięwzięcia. Może to być związane z oczekiwanym dużo wolniejszym rozwojem gospodarek niż to było 10-15 lat temu, co będzie oznaczać również niższe stopy zwrotu.

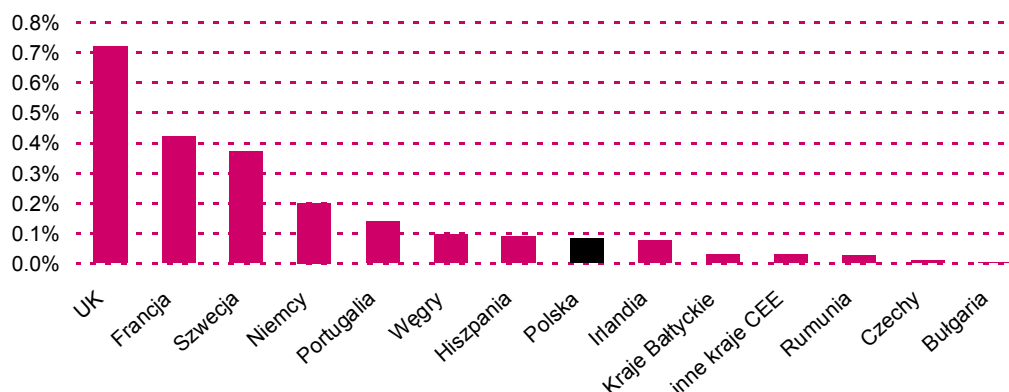
Zdecydowana większość funduszy działających w Polsce ma limit na pojedynczą inwestycję na poziomie 100 mln EUR. Średnia wielkość transakcji zakupu przez fundusze to ok. 50 mln PLN, a wyjścia ok. 95 mln PLN. W Polsce dzięki rozwiniętemu rynkowi kapitałowemu wychodzenie z inwestycji jest zdecydowanie łatwiejsze niż w innych krajach CEE. Przedstawiciele branży PE uważają sektor medycyny i farmacji za najbardziej atrakcyjny obszar inwestycji. Po nim są sektory dóbr konsumpcyjnych, usług dla biznesu oraz technologii i mediów.

### Inwestycje oraz wyjścia z inwestycji funduszy PE w Polsce (mln EUR)



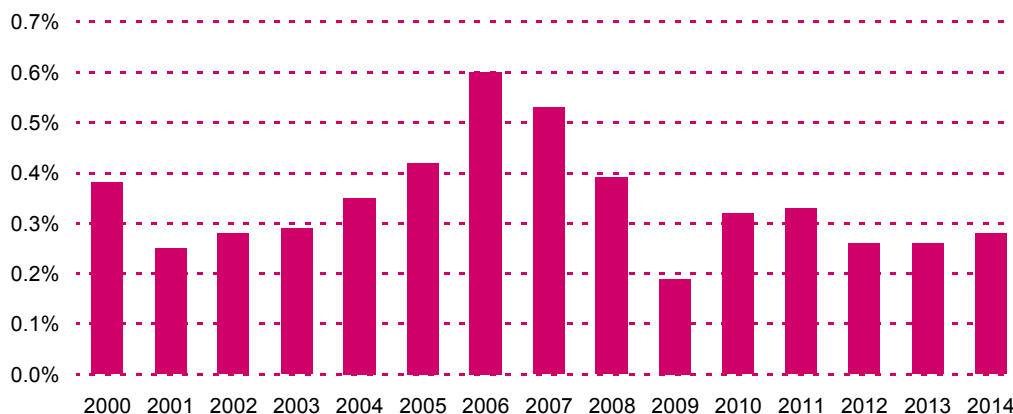
Źródło: EVCA

### Inwestycje funduszy PE w krajach Europy w 2014 r. jako % PKB



Źródło: EVCA

## Inwestycje funduszy PE w Europie jako % PKB w latach 2000-2014



Źródło: EVCA

## Perspektywy wyników

Na rok 2015 fundusze, których certyfikaty posiada MCI Management, planują zrealizować w 2015 r. nowe inwestycje na poziomie ok. 400 mln PLN. Ponieważ inwestycje w I półroczu przekroczyły połowę tego celu sądzimy, że poziom inwestycji może dojść do 450-500 mln PLN. Wartość wyjść wyniosła w I półroczu 486 mln PLN i ma szansę osiągnąć poziom nawet 600-700 mln PLN. Aktualnie spółka pracuje nad wyjściem z inwestycji Invia (w księgach 145 mln PLN) i realna jest transakcja sprzedaży jeszcze w tym roku. Cena potencjalnej sprzedaży byłaby wyższa niż aktualna w księgach.

Zarząd prognozuje uzyskanie wartości NAV na akcję na poziomie 19.75 PLN na koniec 2015 r. Oznaczałoby to wzrost 19.5% r/r, czyli dynamikę zgodną ze średnimi wzrostami pokazywanymi w przeszłości. Prognoza nie uwzględnia wpływu ewentualnych trudnych do przewidzenia zdarzeń. Zarząd oczekuje następujących stóp zwrotu w funduszach:

- o 16% w MCI.EuroVentures 1.0
- o 23% w MCI.TechVentures 1.0
- o 7% w MCI.CreditVentures 2.0

Wartość certyfikatów MCI.EuroVentures od początku roku do końca lipca wzrosła o 11.0%, a MCI.TechVentures o 14.5%. Sugeruje to, że spółka jest na dobrej drodze do osiągnięcia celu. Trzeba jednak podkreślić, że w przypadku MCI.EuroVentures wartość opiera się przede wszystkim na spółkach ABC Data, WP oraz Indeks, których kurs zależy w dużym stopniu od sytuacji rynkowej, a nie od działań samego funduszu MCI. Natomiast w przypadku MCI.TechVentures wpływ działań samego funduszu MCI jest dużo większy. Patrząc jednak na dotychczasowe wyniki i naszą ocenę, że brak jest ryzyka dużych spadków akcji ABC Data, oceniamy, że prognoza aktywów netto 19.75 PLN na akcję jest celem realnym.

Uważamy, że w kolejnych latach utrzymanie tempa wzrostu aktywów na poziomie zbliżonym do 20% jest mało prawdopodobne. Wraz ze wzrostem aktywów MCI będzie musiał inwestować w coraz większe spółki, które z zasady nie mają tak dużego potencjału jak spółki mniejsze. Dodatkowo duże atrakcyjne cele są poszukiwane przez fundusze regionalne czy nawet globalne, a to oznacza większą konkurencję. Alternatywnie MCI będzie musiał znacząco zwiększyć ilość małych celów inwestycyjnych o co będzie trudniej chyba, że spółka będzie się godzić na niższe stopy zwrotu (pogorszy się jakość spółek). Podsumowując sądzimy, że rosnące aktywa będą realną przeszkodą w utrzymaniu historycznych stóp zwrotu w kolejnych latach. Cały czas powinny być jednak satysfakcjonujące dla akcjonariuszy (za taki uważamy poziom zbliżony do 15%).



## Czynniki ryzyka

Pomimo naszego pozytywnego nastawienia do potencjału wzrostu akcji kursu MCI widzimy również istotne ryzyka. ABC Data cały czas stanowi ok. 15% aktywów. Wprawdzie spółka ta ma pewien potencjał wzrostu, to uważamy, że przyszły wzrost wartości będzie zdecydowanie niższy niż oczekiwany średni wzrost pozostałych aktywów. Inne duże notowane aktywa (akcje WP oraz Indeks) również nie przedstawiają potencjału do skokowego wzrostu, a pośrednictwo grupy MCI w posiadaniu tych akcji nie daje naszym zdaniem dodatkowej wartości. Sądzymy, że istnieje wysokie ryzyko, że przyszłe stopy zwrotu z aktywów będą istotnie niższe od historycznych. Biorąc pod uwagę aktualną wielkość funduszy MCI, coraz trudniej będzie im pozyskiwać atrakcyjne aktywa o dużym potencjale. W ostatnich latach nastąpiła stabilizacja inwestycji funduszy PE w skali Europy, natomiast na rynku polskim wartość zrealizowanych nowych inwestycji wyraźnie spadła.

Spadek wolumenu realizowanych przedsięwzięć może wskazywać na ograniczoną podaż ciekawych celów inwestycyjnych. Akcje MCI należy traktować jako inwestycję o wysokim poziomie współczynnika beta. Aktywa, w które inwestują fundusze MCI są spółkami wzrostowymi, z założenia o wyższym ryzyku. Dodatkowo dług zewnętrzny spółki MCI na koniec 30 czerwca wyniósł 165.6 mln PLN, a spółki zależne (będące właścicielami certyfikatów) mają dodatkowe kredyty na poziomie 170 mln PLN. O fakcie wysokiej bety świadczy zachowanie kursu MCI podczas kryzysu po roku 2000 i 2008 (odpowiednio spadki od szczytów o 97% oraz 95%).

## Wycena

Wyceny spółki MCI Management dokonaliśmy metodą skorygowanych aktywów netto oraz metodą porównawczą do zagranicznych funduszy private equity. Opierając się na metodzie skorygowanych aktywów netto, szacujemy wartość spółki MCI Management na 1136 mln PLN (18.1 PLN na akcję). W oparciu o metodę porównawczą do zagranicznych funduszy private equity wyceniamy MCI Management na 1253 mln PLN (20.0 PLN na akcję). Obu metodom przypisujemy wagę po 50%. Implikuje to końcową wycenę na poziomie 1195 mln PLN, czyli 19.0 PLN na 1 akcję. Przy obecnej cenie akcji MCI Management 13.0 PLN wydajemy rekomendację kupuj.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena metodą skorygowanych aktywów netto	1136	18.1
Wycena porównawcza	1253	20.0
<b>Wycena spółki MCI Management SA</b>	<b>1195</b>	<b>19.0</b>

*Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.*

## Wycena metodą skorygowanych aktywów netto

MCI Management jest spółką holdingową, która systematycznie wycenia swoje aktywa, w tym certyfikaty w funduszach oraz spółki posiadające certyfikaty w funduszach. Wartość certyfikatów zależy w największym stopniu od wartości spółek portfelowych, które stanowią inwestycje funduszy. Spółki portfelowe są wyceniane po cenie z notowań (jeśli spółki są notowane) lub metodą wskaźników do spółek porównywalnych (spółek notowanych, transakcji porównywalnych). Przy niektórych spółkach (sporadycznie) wykorzystywana jest metoda DCF, a niektóre najmniejsze udziały wyceniane są po kosztach nabycia. Przy wycenach spółek portfelowych MCI stosuje odpowiednie dyskonta np. ze względu na brak płynności tych aktywów.

Sądzymy, że wyceny spółek portfelowych dokonywane przez MCI są właściwym punktem wyjścia do wyceny całej grupy. Trudno bez dogłębnej znajomości nienotowanych spółek portfelowych dokonać bardziej wiarygodnej wyceny. Sądzymy, że spółki nienotowane mają istotny potencjał wzrostu wartości w przypadku ich upublicznienia, ale w przypadku braku notowań dyskonto w stosunku do spółek notowanych jest zasadne. W naszej wycenie metodą skorygowanych aktywów netto uwzględniamy naszą wycenę spółki ABC Data na poziomie 4.07 PLN za akcję (wycena 4.43 PLN w raporcie z 26 maja skorygowana o prawo do dywidendy 0.36 PLN na akcję).

Drugą ważną różnicą w stosunku do wyceny bilansowej aktywów MCI jest dyskonto jakie wprowadzamy do wyceny spółek notowanych w funduszu MCI.EuroVentures. W funduszu tym są głównie 3 spółki notowane na giełdach (ABC Data, Wirtualna Polska, Indeks), a pośrednictwo MCI generuje opłatę dla spółki zarządzającej PEM wynoszące od 2 do 3% rocznie. Motywuje nas to do odjęcia dyskonta od wartości tych spółek w wysokości 10%. Szacowana przez nas skorygowana wartość aktywów netto MCI Management wynosi 1136 mln PLN (18.1 PLN na akcję).

## Wycena metodą skorygowanych aktywów netto

ABC Data wg ceny rynkowej	255.0
wartość ABC Data wg wyceny Millennium DM	300.9
Indeks wg ceny rynkowej	91.4
Wirtualna Polska wg ceny rynkowej	113.3
	505.6
dyskonto (10%)	-50.6
<b>Wartość spółek notowanych</b>	<b>455.0</b>
<b>Wartość pozostałych aktywów MCI.EuroVentures 1.0 oraz MCI.TechVentures 1.0 przypadających na MCI Management (bilans 30.06.2015)</b>	<b>639.3</b>
<b>akcje Private Equity Managers</b>	<b>45.0</b>
<b>MCI.CreditVentures</b>	<b>135.0</b>
<b>Internet Ventures</b>	<b>14.4</b>
<b>Helix Ventures Partner</b>	<b>9.9</b>
<b>gotówka</b>	<b>2.6</b>
<b>pozostałe aktywa (20% dyskonta)</b>	<b>14.7</b>
<b>obligacje, weksle i inne zob. finansowe</b>	<b>-165.8</b>
<b>pozostałe zobowiązania</b>	<b>-14.2</b>
<b>Wycena MCI</b>	<b>1136</b>
<b>Wycena na 1 akcję</b>	<b>18.1</b>

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A., wycena spółek notowanych - na dzień wydania raportu

## Wycena metodą porównawczą

Do grupy porównawczej wybraliśmy notowane na zagranicznych giełdach fundusze private equity. Na rynku polskim nie ma notowanych analogicznych spółek do MCI Management - czyli spółek holdingowych, których wartość opiera się na zarządzanych aktywach. Notowane na GPW fundusze takie jak Quercus TFI oraz Altus TFI są firmami zarządzającymi, których profil działalności jest analogiczny do spółki zarządzającej Private Equity Managers, a nie samej MCI Management. Do wyceny wybraliśmy wyłącznie wskaźnik C/WK za 3 kolejne lata. Używane w przypadku większości spółek wskaźniki oparte na zyskach (C/Z, EV/EBITDA) przypadku holdingu aktywów nie mają naszym zdaniem zastosowania. Metodą porównawczą wyceniamy MCI Management na 1253 mln PLN, czyli 20.0 PLN na akcję.

### Wycena porównawcza do zagranicznych funduszy PE

Spółka	Ticker	Kraj	C/WK		
			2014	2015p	2016p
3i Group	III LN	UK	1.35	1.21	1.09
Eurazeo SA	RF FP	Francja	1.26	1.23	1.20
Deutsche Beteiligungs AG	DBAN GY	Niemcy	1.35	1.32	1.22
Altamir	LTA FP	Francja	0.64	0.76	0.78
Hercules Technology Growth Capital Inc	HTGC US	USA	1.15	1.14	1.10
Prospect Capital Corp	PSEC US	USA	0.71	0.72	0.72
Fifth Street Finance Corp	FSC US	USA	0.72	0.71	0.71
Kinnevik Investment	KINVB SS	Szwecja	0.85	1.03	1.03
Mediana			1.00	1.08	1.06
Wyniki spółki (mln PLN)			1032	1195	1348
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			1032	1295	1433
<b>Wycena</b>				<b>1 253</b>	
<b>Wycena na 1 akcję</b>				<b>20.0</b>	

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Założenia do prognoz sprawozdań finansowych

W naszych prognozach jednostkowych sprawozdań finansowych przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wzrost wartości inwestycji o 16% w roku 2015 oraz o 13% w latach kolejnych (istotnie poniżej historycznych stóp zwrotu 19.8% rocznie). Uważamy, że w wyniku wzrostu wielkości aktywów w funduszach, będzie dużo trudniej osiągać stopy zwrotu takie jak były osiągane w przeszłości. W tym roku możliwy jest nawet wzrost zbliżony do 20% biorąc pod uwagę, że na koniec lipca wycena certyfikatów MCI.EuroVentures wzrosła o 11.0%, a MCI.TechVentures o 14.5%.
- ❑ koszty zarządu założymy na poziomie 6 mln PLN rocznie,
- ❑ oprocentowanie zadłużenia na poziomie WIBOR + 4%
- ❑ na przychody finansowe składają się dywidendy z PEMu (założone wypłaty 100% zysku netto)

## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p
Aktualizacja wartości akcji/udziałów	142.0	357.8	164.3	154.8	175.0	197.7
Aktualizacja wartości certyfikatów inwestycyjnych	-7.7	1.8	10.8	11.6	12.4	13.3
<b>Zyski z inwestycji</b>	<b>134.3</b>	<b>359.6</b>	<b>175.1</b>	<b>166.4</b>	<b>187.3</b>	<b>211.0</b>
Koszty ogólnego zarządu	-10.3	-9.0	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>EBIT</b>	<b>122.9</b>	<b>350.5</b>	<b>169.0</b>	<b>160.3</b>	<b>181.2</b>	<b>204.8</b>
saldo finansowe	-8.4	0.4	-6.8	-6.5	-6.1	-5.6
zysk przed opodatkowaniem	114.5	350.9	162.2	153.8	175.2	199.2
podatek dochodowy	4.1	-7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>118.7</b>	<b>343.4</b>	<b>162.2</b>	<b>153.8</b>	<b>175.2</b>	<b>199.2</b>
EPS	1.90	5.49	2.59	2.45	2.79	3.18

### Bilans (mln PLN)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>816.3</b>	<b>1 192.5</b>	<b>1 367.6</b>	<b>1 534.0</b>	<b>1 721.4</b>	<b>1 932.3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Inwestycje w jednostkach zależnych	744.9	1 026.7	1 191.0	1 345.8	1 520.8	1 718.5
Certyfikaty inwestycyjne	30.4	154.6	165.4	177.0	189.4	202.7
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>122.7</b>	<b>31.0</b>	<b>31.0</b>	<b>31.0</b>	<b>31.0</b>	<b>31.0</b>
Pożyczki i pozostałe należności	80.2	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	42.4	15.3	15.3	15.3	15.3	15.3
<b>aktywa razem</b>	<b>939.0</b>	<b>1 223.5</b>	<b>1 398.6</b>	<b>1 565.0</b>	<b>1 752.3</b>	<b>1 963.3</b>
kapitał własny	755.0	1 032.4	1 194.6	1 348.4	1 523.6	1 722.8
zobowiązania	183.9	191.1	204.0	216.5	228.7	240.5
zobowiązania długoterminowe	85.0	162.7	175.6	188.2	200.4	212.1
zobowiązania krótkoterminowe	98.9	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3
<b>pasywa razem</b>	<b>939.0</b>	<b>1 223.5</b>	<b>1 398.6</b>	<b>1 565.0</b>	<b>1 752.3</b>	<b>1 963.3</b>
BVPS	12.1	16.5	19.0	21.5	24.3	27.5

Źródło: Prognozy Millennium DM

**Cash flow (mln PLN)**

	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p
wynik netto	118.7	352.3	162.2	153.8	175.2	199.2
Wynik na działalności inwestycyjnej	-134.3	-359.7	-175.1	-166.4	-187.3	-211.0
Pozostałe przepływy operacyjne	68.0	32.5	6.8	6.4	6.1	5.6
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>52.4</b>	<b>25.1</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.1</b>
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>0.0</b>	<b>-50.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.4	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-22.8	-3.4	6.1	6.1	6.1	6.1
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-22.4</b>	<b>-2.2</b>	<b>6.1</b>	<b>6.1</b>	<b>6.1</b>	<b>6.1</b>
zmiana gotówki netto	30.0	-27.2	0.0	0.0	0.0	0.0
DPS	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	-0.25	-0.26	-0.21	-0.20	-0.19	-0.19
FCFPS	0.84	0.50	0.01	0.01	0.00	-0.47

**Wskaźniki (%)**

	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p
zmiana zysków z inwestycji	367.9%	167.8%	-51.3%	-5.0%	12.6%	12.6%
zmiana EBIT	465%	185%	-52%	-5%	13%	13%
zmiana zysku netto	440%	197%	-54%	-5%	14%	14%
marża EBIT	91.5%	97.5%	96.5%	96.3%	96.7%	97.1%
marża netto	88.4%	95.5%	92.6%	92.4%	93.5%	94.4%
zysk z inwestycji / aktywa (x)	0.14	0.29	0.13	0.11	0.11	0.11
dług / kapitał własny (x)	0.23	0.17	0.16	0.15	0.14	0.13
odsetki / EBIT	-0.09	-0.03	-0.06	-0.06	-0.06	-0.05
stopa podatkowa	3.6%	-2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	15.7%	45.5%	15.7%	12.9%	13.0%	13.1%
ROA	12.6%	28.1%	11.6%	9.8%	10.0%	10.1%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-129.1	-163.8	-176.7	-189.3	-201.4	-213.2

Źródło: prognozy Millennium DM

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Marcin Palenik, CFA**  
+22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

**Maciej Krefta**  
+22 598 26 88  
maciej.krefta@millenniumdm.pl

**Sebastian Siemiątkowski**  
+48 22 598 26 05  
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

**Artur Topczewski**  
+48 22 598 26 59  
artur.topczewski@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki i finanse

Analityk  
branża spożywcza, handel

Analityk  
energetyka i deweloperzy

Analityk funduszy

Analityk funduszy

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Arkadiusz Szumilak**  
+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Marek Przytuła**  
+22 598 26 68  
marek.przytuła@millenniumdm.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

**Leszek Iwaniec**  
+22 598 26 90  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

**Marek Pszczółkowski**  
+22 598 26 60  
marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

**Marcin Czerwonka**  
+22 598 26 70  
marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
**Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp**  
**02-593 Warszawa Polska**

Fax: +48 22 598 26 99 Tel. +48 22 598 26 00

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):  
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.  
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Eurotel, GKS Katowice, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnity oraz KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Dekpol S.A., od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank oraz Getin Holding w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Domu Maklerskiego S.A. bądź Millennium Domu Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy materiał analityczny.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, rzykiem stop procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść analizy nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2015 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	3	21%
Akumuluj	6	43%
Neutralnie	5	36%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	50%
Neutralnie	1	50%

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora



