

## MNI S.A.

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★★	Umiarkowane	5,10	3,04-3,07	3,72-3,77	3,58	323 mln	10,6x

Ceny akcji w złotych

## Pełna MOBILizacja

## Opracowanie:

Grzegorz Pułkotycki  
Analityk, MaklerTomasz Kaczmarek  
Doradca Inwestycyjny

## Aktualizacja oceny na:

24 lipca 2009

## Komentarz analityczny, 24 lipca 2009

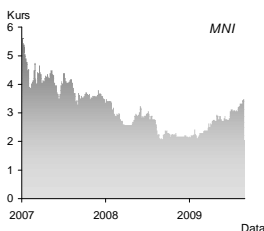
**Zdywersyfikowana, oparta na telekomunikacji i szeroko pojętych usługach medialnych działalność, stała się kluczem do sukcesu w trudnych dla gospodarki czasach. Lata 2007-08 oraz I kwartał roku bieżącego pokazują, iż strategia oparta na wzajemnie uzupełniających się obszarach działalności, wsparta wysokim poziomem rozwoju technologicznego gwarantuje co najmniej podtrzymywanie wysokich parametrów rentowności sprzedaży, co w środowisku dynamicznie rosnących przychodów prowadzi do osiągania atrakcyjnych zwrotów z kapitałów. Najbliższe miesiące mogą przynieść zmiany w dość skomplikowanej obecnie strukturze grupy kapitałowej, co w efekcie zmieni postrzeganie spółki przez inwestorów. Przejęcie komplementarnych spółek z Grupy PPWK i uporządkowanie struktury poprzez czytelne wydzielenie biznesu telekomunikacyjnego i medialnego, będą istotnym wsparciem dla waluacji papierów MNI. Obiecujący potencjał wzrostu, szczególnie w segmencie usług dodanych w telefonii mobilnej, skłania nas do przyznania pięciogwiazdkowej oceny, która jest efektem oszacowania wartości 1 akcji MNI na bazie metody DCF na 5,10 PLN.**

Ostatnie dwa lata to dynamiczny rozwój grupy wynikający zarówno ze wzrostu organicznego, jak i aktywnej polityki akwizycyjnej (m.in. zakup spółki Telestar czy mniej istotne transakcje jak Audiotele czy First Class). O ile akcjonariusze MNI nie zaliczą tego okresu do udanych (kurs akcji zachowywał się bardzo podobnie do indeksu SWIG, do którego należy), o tyle wyniki finansowe z całą pewnością nie rozczarowały.

Ostatnie miesiące przyniosły ofensywę MNI w zakresie planów akwizycyjnych – najpierw spółka zasygnalizowała zainteresowanie przejęciem pakietu akcji Netii (zważywszy, że działo się to w samym środku finansowego kryzysu,

zabezpieczenie finansowania tej transakcji dobrze świadczy o postrzeganiu spółki), po czym doszło do podpisania umowy inwestycyjnej, mającej w efekcie doprowadzić do przejęcia kontroli nad PPWK (którego spółki zależne idealnie wkomponowują się w kształt grupy MNI) i w końcu nabycie mniejszościowego pakietu Hyperiona. W chwili obecnej MNI działając na polskim rynku nie posiada bezpośredniego konkurenta operującego we wszystkich segmentach prowadzonej przez Spółkę aktywności i z blisko 25 procentowym udziałem w rynku usług dodanych zajmuje zdecydowanie pozycję lidera. Natomiast w segmencie usług telekomunikacyjnych Grupa MNI (poprzez spółkę zależną MNI Telecom) zajmuje czwartą pozycję wśród alternatywnych operatorów telekomunikacyjnych. Rynek usług multimedialnych w najbliższych latach będzie charakteryzował się wysoką dynamiką wzrostu. Zawdzięczać to będzie przede wszystkim rozwojowi usług multimedialnych w telefonii mobilnej oraz interaktywnych usług multimedialnych w telefonii stacjonarnej i telewizji kablowej. Grupa MNI jest obecna ze swoją ofertą usług medialnych we wszystkich tych obszarach i zakłada dalszy ich rozwój wraz z organicznym wzrostem rynku oraz rozwojem technologii.

Według prognoz firmy badawczej PMR Publications, wartość rynku usług dodanych w telefonii komórkowej w Polsce w 2009 r. osiągnie poziom 1 150 mln PLN, co daje dynamikę na poziomie 24,1%. Liczba użytkowników mobilnych usług multimedialnych Premium osiągnęła poziom 14 mln. Kolejne lata mają przynieść kontynuację tych tendencji, co wynika z wprowadzania na szerszą skalę nowych usług dodanych, poszerzających możliwości wykorzystywania telefonów komórkowych – mobilnych płatności, mobilnej telewizji oraz aplikacji wykorzystywanych w kampaniach marketingu mobilnego. Nie mniej istotnym elementem oceny perspektyw potencjału rozwoju tego segmentu wynika z mniejszego stopnia korzystania z zaawansowanych usług mobilnych w Polsce w porównaniu do krajów Europy Zachodniej. Do rozwoju segmentu mobilnych usług dodanych przyczyni się również większa funkcjonalność aparatów telefonicznych, a także spadek cen spowodowany wzrostem



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

# MNI S.A.

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Umiarkowane

Wartość akcji

5,10

Istotne wsparcie

3,04-3,07

Istotny opór

3,72-3,77

Cena zamknięcia

3,58

Kapitalizacja

323 mln

C / Z

10,6x

Ceny akcji w złotych

konkurencji pomiędzy operatorami.

Przemiany, które zachodzą na rynku powodują zwiększenie dostępności usług telekomunikacyjnych i wzrost zapotrzebowania na atrakcyjną ofertę multimedialną. Dla spółek z Grupy MNI oznacza to intensywny wzrost i dalsze umacnianie pozycji w segmencie dostawców zaawansowanych usług medialnych.

Strategia grupy MNI na lata 2009 – 2011 zakłada rozwój oparty o samodzielne działanie spółek zależnych, a także inwestycje w nowe obszary pozwalające optymalnie wykorzystać posiadane technologie. Spółki z Grupy MNI w wielu obszarach osiągnęły wysoki poziom rozwoju technologicznego, wykraczający poza zakres obecnie świadczonych usług. Wykorzystanie sprawdzonych rozwiązań oraz technologii mobilnych i teleinformatycznych a także posiadanych platform, w wielu nowych obszarach poza telekomunikacją oraz rynkiem multimedialnych mobilnych, przyniesie dodatkowe bardzo wymierne korzyści.

Jednostka dominująca MNI S.A. pozycjonowana jako właściciel i zarazem inwestor finansowy i technologiczny, skupiać się będzie na maksymalizowaniu wartości posiadanych aktywów, dążąc do jej zwielokrotnienia w ciągu najbliższych kilku lat.

Wyniki pierwszego kwartału 2009 roku potwierdzają odporność strategii biznesowej spółki na kryzysowe zjawiska w gospodarce. W stosunku do I kw. 2008 istotnie zwiększyły się przychody (+28,8% r/r) co przy utrzymaniu marży operacyjnej i netto pozwoliło na wypracowanie ponad 4 mln zysku.

Dalsza poprawa wyników finansowych osiągnięta zostanie poprzez integrację dotychczas funkcjonujących w odrębnych podmiotach spółek telekomunikacyjnych i premium. W segmencie telekomunikacyjnym, wniesienie akcji Neotela i Długich Rozmów w zamian za nowe akcje MNI Telecom wydane PPWK, pozwoli zwiększyć potencjał operatora, który swój rozwój oprze w najbliższych dwóch latach na wdrożeniu abonamentu opartego na WLR. Celem MNI Telecom w 2009 jest utrzymanie dotychczasowej liczby abonentów oraz ARPU, jak również

okazjonalne wykorzystanie pojawiających się możliwości pozyskania nowych abonentów w oparciu o rozwiązania wynikające z liberalizacji rynku telekomunikacyjnego. Utrzymanie, a być może nawet wzrost poziomu ARPU będzie m.in. rezultatem rozwoju oferty usług innych niż telekomunikacyjne. Od kilku miesięcy MNI Telecom oferuje swoim abonentom usługi finansowe i turystyczne, jednak skala tej działalności na razie jest marginalna.

Z kolei w segmencie premium, potencjał połączonych spółek MNI Premium, EL2 i Telstar wynika z dynamicznego wzrostu tego rynku. Duże znaczenie tej części działalności (która formalnie wydzielona trafi do PPWK w zamian za akcje) wynika z uzyskiwania bardzo dużych marż, szczególnie jeżeli chodzi o dostawę tzw. *kontentu*, czyli multimedialnych usług dodanych dla rynku medialnego i telekomunikacyjnego (mobilnego). Ponadto, działalność segmentu premium opiera się na marketingu mobilnym, usługach premium rate (IVR, SMS, MMS, WAP), telewizji (iTV) oraz grupie unikatowych portali internetowych. Strategia spółki zakłada maksymalne wykorzystanie zależności jakie wynikają z wzajemnego przenikania się mediów (telewizja, Internet), telekomunikacji oraz usług i produktów dodanych, co pozwala na osiąganie dwukrotnie wyższej, w porównaniu z segmentem telekomunikacyjnym, marży operacyjnej. Według ekspertów branżowych, właśnie posiadanie efektywnych medialnych hybryd telewizyjno-internetowo-mobilnych jest obecnie najbardziej obiecującą formą obecności w świecie mediów elektronicznych.

## Wycena

Antycypując przyszły, poszerzony o spółki zależne PPWK, kształt Grupy Kapitałowej MNI, dla potrzeb wyceny wyodrębniliśmy dwa segmenty funkcjonalne - telekomunikacyjny i premium. Za pomocą metody DCF wyceniliśmy wartość udziału MNI w obu segmentach. Dodatkowo, udziały te wyceniliśmy w oparciu o mnożniki rynkowe porównywalnych spółek telekomunikacyjnych i reprezentujących sektor premium. Oszacowana wcześniej metodami DCF i porównawczą waluacja została skorygowana w górę o wartość posiadanych pakietów notowanych na rynku akcji

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Umiarkowane

Wartość akcji

5,10

Istotne wsparcie

3,04-3,07

Istotny opór

3,72-3,77

Cena zamknięcia

3,58

Kapitalizacja

323 mln

C / Z

10,6x

Ceny akcji w złotych

spółek PPWK S.A., Hyperion S.A. oraz akcji własnych. W efekcie szacujemy wartość 1 akcji MNI na 5,10 PLN wg metody DCF oraz na 3,57 PLN według metody porównawczej.

## Ryzyko

Kluczowym obecnie czynnikiem ryzyka dla spółki jest proces formalnej i operacyjnej integracji komplementarnych spółek zależnych MNI i PPWK w celu wyodrębnienia dwóch segmentów działalności – telekomunikacyjnej i premium. Stwarza to również ryzyko niewłaściwego oszacowania przyszłych przepływów pieniężnych z powodu braku danych historycznych, jeżeli chodzi o funkcjonowanie segmentów w zaplanowanym kształcie.

Do pozostałych czynników ryzyka należy zaliczyć potencjalną konieczność ponoszenia nieplanowanych nakładów na dostosowanie posiadanej infrastruktury do bardziej zaawansowanych rozwiązań technologicznych w warunkach dynamicznego postępu technicznego.

## Zdaniem byków

- zdywersyfikowana strategia biznesowa oparta na wzajemnie uzupełniających się: generującym stabilny cash flow segmencie telekomunikacyjnym i szybko rosnącym segmencie premium;
- prawdopodobna transakcja zakupu Mobilkinga da w efekcie 10 mln PLN tarczy podatkowej;
- lepsze wyniki finansowe II i III kwartału '09 dzięki sukcesowi loterii „Wygraj BMW” w sieci Orange;
- duże szanse na odszkodowanie dla spółki zależnej Audiotele;
- potencjalny jednorazowy zysk ze sprzedaży sieci światłowodowej Warszawa-Białystok (brakujący element pętli spinającej kraj będącej w posiadaniu Hawe S.A.);

## Zdaniem niedźwiedzi

- niepewność co do osiągnięcia zakładanych efektów integracji w ramach segmentów telekomunikacyjnego i premium;
- silny wzrost segmentu premium może zachęcić

przeżywających stagnację operatorów komórkowych do wykorzystania jego potencjału, co w efekcie pogorszy warunki prowadzenia biznesu;

- rosnąca konkurencja w segmencie telekomunikacyjnym może mieć wpływ na nieosiągnięcie zakładanych poziomów marż;
- istotny wzrost kursu i wyraźnie lepsze zachowanie kursu MNI względem WIG-u licząc od zimowego przesilenia mogą wskazywać, iż pozytywne scenariusze w krótkim terminie są w części zdyskontowane.

## Z perspektywy AT – ważne poziomy cenowe

Kurs spółki znajduje się w średnioterminowym trendzie wzrostowym. Konsekwencją widocznej obecnie przewagi byków jest naruszenie górnej linii kanału wzrostowego. Warto jednak nadmienić, że już w rejonie cenowym: 3.72 – 3.77 koncentrują się liczne zniesienia i projekcje Fibonacciego, tworząc tym samym niezwykle wiarygodną zaporę podażową. Zakładam, że niedźwiedzie uaktywnią się tutaj i powstrzymają (przynajmniej na pewien czas) obserwowaną obecnie inicjatywę byków. Tutaj oczekiwałbym zatem uformowania się lokalnego punktu zwrotnego.

Gdyby powyższy scenariusz urzeczywistnił się, warto by wówczas uważnie analizować styl i charakter tej potencjalnej korekty spadkowej. Jeśli bowiem działania podejmowane przez sprzedających nie odznaczałyby się specjalnie wielką agresywnością, byki bardzo szybko powinny ponownie przejąć inicjatywę na rynku. W takiej sytuacji bardzo realnym wydawałby się atak na kolejną zaprę podażową: 4.19 – 4.22. Przełamanie zatem strefy: 3.72 – 3.77 powinno implikować test kolejnej, równorzędnej pod względem wiarygodności zapory podażowej: 4.19 – 4.22.

Kluczowym wsparciem na wykresie spółki jest obecnie strefa cenowa: 3.04 – 3.07. Uważam, że dopiero jej przełamanie anulowałoby sygnał kupna obowiązujący na tym papierze.

Paweł Danielewicz

Analityk Techniczny DM BZ WBK

## MNI S.A.

<b>Roczna sprzedaż (w mln)</b>	<b>Kapitalizacja (w mln)</b>	<b>Sektor</b>
203,4	323	Telekomunikacja

## Profil działalności

Spółka MNI S.A. jest jednostką dominującą w Grupie Kapitałowej, w której skład wchodzi firma działająca w branży medialnej, w dziedzinie zaawansowanych usług dodanych do telefonii komórkowej, w telekomunikacji oraz turystyce. Spółki Grupy MNI dostarczają klientom m.in. zaawansowane usługi dodane dla telefonii mobilnej. MNI S.A., poprzez podmioty zależne, jest czołowym na polskim rynku dostawcą kontentu dla mediów, w tym portali internetowych i telewizji IP. W oparciu o potencjał technologiczny spółek zależnych, MNI oferuje ponadto usługi telefonii stacjonarnej wraz z usługami dodanymi oraz szerokopasmowy dostęp do Internetu.

## Główni udziałowcy

com. Investment sp. z o.o.	32,6%
Piechocki Andrzej	14,9%
ING TFI S.A.	4,97%
MNI Telecom	1,11%
Freee folat	46,4%

## Wskaźniki tempa wzrostu (roczne, składowe)

	1rok	2lata	3lata	4lata	5lat
Sprzedaż	14,3	11,9	34,7	n.a.	n.a.
Zysk operacyjny	40,0	60,0	-2,8	n.a.	n.a.
Zysk netto	43,2	80,2	-9,4	n.a.	n.a.
Zysk na akcję (EPS)	43,2	-9,9	-42,9	n.a.	n.a.

## Wskaźniki rentowności

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Marża zysku ze sprzedaży	19,7	21,2	29,6	28,9	32,0
Marża zysku operacyjnego	12,5	15,4	17,8	16,5	19,5
Marża zysku brutto	10,1	14,7	16,1	14,9	18,0
Marża zysku netto	9,9	12,4	13,7	13,4	16,2

## Wskaźniki efektywności

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
ROE %	9,5	12,0	12,4	12,4	14,6
ROA %	5,6	6,6	8,1	8,1	9,8
ROIC %	6,8	9,1	10,4	10,3	12,6
EVA	-12,1	-6,1	-2,9	-3,1	4,2

## Wskaźniki zadłużenia

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Stopa zadłużenia %	38,7	43,7	33,4	33,8	31,7
Obsługa zadłużenia	7,3	6,5	14,3	15,0	17,9
Dług/EBITDA	2,4	3,0	1,9	2,1	1,8

## Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

gWACC	9,3%	10,3%	11,3%	12,3%	13,3%
2%	6,13	5,34	4,72	4,22	3,81
3%	6,76	5,79	5,05	4,47	4,00
4%	7,62	6,37	5,47	4,78	4,23

## Wydane rekomendacje

Data publikacji	Cena rynkowa	Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji
03-07-2009	3,58	★★★★★	Umiarkowane	5,10

## Wybrane dane finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Sprzedaż	177,9	203,4	218,9	245,0	269,5
Koszty produktów	142,9	160,3	154,1	174,1	183,4
Marża brutto	35,1	43,1	64,8	70,9	86,2
Koszty sprzedaży	4,2	10,6	15,0	18,2	20,0
Koszty zarządu	12,0	6,7	10,9	12,3	13,5
Zysk na sprzedaży	18,9	25,7	38,9	40,5	52,7
Poz. dział. oper.	3,4	5,5	0,0	0,0	0,0
Zysk operacyjny	22,3	31,3	38,9	40,5	52,7
Dział. finansowa	-4,4	-1,6	-3,6	-3,9	-4,3
Zysk brutto	17,9	29,7	35,3	36,5	48,4
Podatek	0,0	4,6	5,3	3,7	4,8
Inne obciążenia	-0,2	-0,1	2,0	0,0	0,0
Zysk netto	17,7	25,0	32,0	32,9	43,6
EPS	0,20	0,28	0,33	0,35	0,46

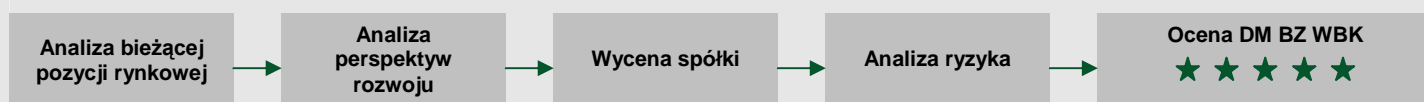
## Mnożniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
P/E	18,3	12,8	10,8	10,3	7,8
EV/EBITDA	5,4	4,8	4,2	4,5	3,9
EV/Sprzedaż	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3
P/BV	1,7	1,5	1,3	1,3	1,1

## Mnożniki rynkowe – spółki porównawcze

	P/E		EV/EBITDA	
	2009P	2010P	2009P	2010P
TPSA	12,6	11,1	3,8	3,9
Netia	n.a.	16,8	5,1	4,1
NTT Docomo Inc.	12,1	12,0	3,8	3,9
Nielos Holdings Corp	10,5	10,3	5,3	5,0
Mobistar SA	10,1	10,2	5,1	5,1
Telisonera AB	10,2	9,7	7,4	7,2
Mediana Tel	10,5	10,7	5,1	4,6
Wartość MNI Tel na akcję	1,34	1,56	1,87	1,93
Buonigiorno SPA	12,6	8,8	n.a.	n.a.
Entertainment Media & Telec	3,5	1,9	3,4	1,8
Net Mobile AG	20,1	11,2	3,5	2,8
Mediana Pre	12,6	8,8	3,5	2,3
Wartość MNI Pre na akcję	2,77	2,05	1,11	0,82
MNI Total	4,11	3,61	2,98	2,75

## METODOLOGIA OCENY SPÓŁKI DM BZ WBK



- Sytuacja branży, w której działa spółka
- Pozycja konkurencyjna
- Analiza sprawozdań finansowych

- Ocena kompetencji zarządu (spotkanie z zarządem)
- Weryfikacja wartości dodanej realizowanych/planowanych projektów inwestycyjnych

- Wiodącą metodą wyceny jest DCF
- Dodatkowo przygotowywana jest wycena porównawcza

- Stabilność wyników
- Obsługa zadłużenia
- Ryzyko systematyczne oraz niesystematyczne

- Skala ryzyka**
- Niskie
  - Średnie
  - Umiarkowane
  - Wysokie
  - Ekstremalne

- ★★★★★ Odpowiednik KUPUJ
- ★★★★★ Odpowiednik AKUMULUJ
- ★★★★★ Odpowiednik NEUTRANIE
- ★★★ Odpowiednik REDUKUJ
- ★ Odpowiednik SPRZEDAJ

## Jak nadajemy ocenę?

**Krok 1** Wyceniamy bieżącą wartość spółki

**Krok 2** Określamy poziom ryzyka spółki

**Krok 3** Nakładamy premie do bieżącej wartości dla spółek o niskim ryzyku oraz dyskonto dla spółek o wysokim ryzyku (max premia 10%, max dyskonto -10%)

**Krok 4** Nadajemy Ocenę DM BZ WBK

- ★★★★★
- ★★★★★
- ★★★★★
- ★★★
- ★★
- ★

- Cena rynkowa mniejsza o 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- Cena rynkowa mniejsza o 10 do 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- Cena rynkowa w przedziale -10 do +10% w stosunku do skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- Cena rynkowa większa o 10 do 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- Cena rynkowa większa o 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej

## Jak sugerujemy dokonywać transakcje?

Kluczowym elementem naszego raportu jest Ocena DM BZ WBK. Uważamy, że spółki dla których wydaliliśmy ocenę pięć oraz czterogwiazdkową są niedowartościowane i będą generować stopy zwrotu wyższe od wymaganych (WACC), natomiast spółki z ocenami trzygwiazdkowymi będą osiągać stopy zwrotu na poziomie WACC. Nie zawsze jednak kupno spółki bezpośrednio po wydaniu rekomendacji jest najlepszym momentem dokonania transakcji. Dlatego w naszym raporcie uwzględniliśmy również istotne poziomy cenowe wynikające z Analizy Technicznej. Poziomy w nagłówku raportu są optymalne z punktu widzenia AT, jednak nie można zagwarantować, że pułapy te zostaną osiągnięte. Więcej poziomów AT można znaleźć w komentarzu – „Ważne poziomy cenowe”.

**ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A., podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U.05.183.1538 z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U.05.184.1539 z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.05.183.1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług maklerskich.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i loga użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym. Jego autorem jest Dom Maklerski BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Niniejszy dokument nie będzie stanowił podstawy do uznania jego adresatów klientami Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. ze względu na fakt jego otrzymania. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego. Zaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje związane z finansowaniem spółki MNI S.A. („Emitent”) świadczą usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („Instrumenty finansowe”). Dom Maklerski BZ WBK S.A. może, w zakresie dopuszczalnym prawem Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom. O ile stosowne prawo w zakresie właściwej jurysdykcji nie przewiduje inaczej, jedynie autoryzowane spółki powiązane Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. będą uprawnione do realizowania zleceń na Instrumenty finansowe od klientów w obrębie tych jurysdykcji. Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub usług świadczonych przez osobę spoza Wielkiej Brytanii lub innych zagadnień nie leżących w zakresie Financial Services Authority. Szczegółowe informacje dostępne są na życzenie.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. ze źródeł uznawanych za wiarygodne, pomimo to, Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie przyjmuje odpowiedzialności za straty spowodowane jego wykorzystaniem i nie gwarantuje jego dokładności lub kompletności. Nie należy opierać się na niniejszym dokumencie jako takim i nie należy go wykorzystywać zamiast niezależnego osądu.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku. Niniejsza rekomendacja obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej wydania, nie dłużej jednak niż do czasu wydania następnej rekomendacji.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów dokumentu niniejszego.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. oraz spółki powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym dokumencie przygotowanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub wysłanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. do dowolnej osoby w związku z oferowanymi instrumentami finansowymi i każda taka osoba będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i będzie odpowiedzialna za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi tematem niniejszego dokumentu. Niniejsze oświadczenie będzie częścią oraz warunkiem każdej umowy zawartej przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub jego spółki powiązane z każdą taką osobą odnośnie dowolnej transakcji instrumentami finansowymi. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikłe wskutek złożenia zlecenia na podstawie niniejszego dokumentu.

**NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY LUB ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. NINIEJSZY DOKUMENT ANI ŻADEN Z JEGO ZAPISÓW NIE BĘDZIE STANOWIŁ PODSTAWY DO ZAWARCIA UMOWY LUB POWSTANIA ZOBOWIĄZANIA. NINIEJSZY DOKUMENT JEST PRZEDSTAWIONY PAŃSTWU WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY OSOBOM TRZECIM.**

**W SZCZEGÓLNOŚCI ANI NINIEJSZY DOKUMENT, ANI JEGO KOPIA NIE MOGĄ ZOSTAĆ BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO PRZEKAZANE LUB WYDANE W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, AUSTRALII, KANADZIE, JAPONI**

**ROZPOWŚZECHNIANIE BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W TYCH PAŃSTWACH LUB WŚRÓD OBYWATELI TYCH PAŃSTW LUB OSÓB W NICH PRZEBYWAJĄCYCH MOŻE STANOWIĆ NARUSZENIE PRAWA DOTYCZĄCEGO INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH OBOWIĄZUJĄCEGO W TYCH KRAJACH.**

**ROZPOWŚZECHNIANIE LUB UDOSTĘPNIENIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOSTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWŚZECHNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.**

**(W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNY ROZPOWŚZECHNIANY WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z (A) ARTYKUŁEM 19(5), 38, 47 I 49 USTAWY Z 2000 ROKU O RYNKACH I USŁUGACH FINANSOWYCH I ROZPORZĄDZENIEM Z 2001. NINIEJSZY DOKUMENT ANI JEGO KOPIE NIE MOGĄ BYĆ UDOSTĘPNIANE NA TERENIE JURYSDYKCJI POZA TERYTORIUM WIELKIEJ BRYTANII, W KTÓRYCH JEGO UDOSTĘPNIANIE MOŻE BYĆ ZAKAZANE PRAWEM. OSOBY, KTÓRE OTRZYMUJĄ NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY SIĘ ZAZNAJOMIĆ I PRZESTRZEGAĆ WSZELKICH TAKICH OGRANICZEŃ.**

**NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM. INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DOMU MAKLERSKIEGO BZ WBK S.A.**

**DOM MAKLERSKI BZ WBK S.A. INFORMUJE, IŻ INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.**

**DOM MAKLERSKI BZ WBK S.A. ZWRACA UWAGĘ, IŻ NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M. IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE, POLITYCZNE I PODATKOWE.**

**DECYZJA O ZAKUPIE WSZELKICH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.**

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Dom Maklerski BZ WBK S.A. korzystał z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz
- 2) porównawczej

Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

- EBIT - zysk operacyjny
- EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
- P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
- EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
- PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
- EPS - zysk na akcję
- CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
- WACC - średni ważony koszt kapitału
- CAGR - średnioroczny wzrost
- P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
- NOFAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
- FCF - wolne przepływy pieniężne
- BV - wartość księgowa
- ROE - zwrot na kapitale własnym

Emitent nie posiada akcji Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmując stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogą mieć do niej dostęp, istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie był stroną umowy mającej za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mającej związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie nabywał lub nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Bank Zachodni WBK S.A., który jest powiązany z Domem Maklerskim BZ WBK S.A., nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Emitenta oraz nie zawarł umowy z Emitentem w sprawie świadczenia takich usług.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie posiada akcji Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Bank Zachodni WBK S.A., który jest podmiotem powiązanym z Domem Maklerskim BZ WBK S.A., nie jest pośrednio powiązany z Emitentem.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie wyklucza możliwości nabycia przez kogoś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następujących dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji Dom Maklerski BZ WBK S.A. składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitentów lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których Dom Maklerski BZ WBK S.A. sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i niniejszy dokument został sporządzony w ramach prowadzonej przez Dom Maklerski działalność.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

**UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODNIE NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODNIE NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.**

Dom Maklerski BZ WBK S.A. z siedzibą w Poznaniu, pl. Wolności 15, 60 - 967 Poznań, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym Poznań – Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 000006408, nr NIP 778-13-59-968, kapitał zakładowy 45 063 200 zł w całości wpłacony.