

**IIF (Internet Investment Fund) – analiza, 21 grudnia 2016 r.**

---

***Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl***

*Autor prowadzi bloga [rynekobligacji.com](http://rynekobligacji.com)*

### **Podsumowanie**

Patrząc na roczne przychody ze sprzedaży, które wynoszą mniej niż 1 mln zł, spółkę IIF (Internet Investment Fund) można określić jako niewielką. Patrząc jednak na poziom kapitałów, które wynoszą 40 mln zł, czy aktywa, wśród których ponad 30 mln zł stanowi wartość akcji Ailleron SA, otrzymujemy całkiem interesującego emitenta obligacji korporacyjnych, zwłaszcza, gdy w analizie uwzględnimy wskaźniki ważne dla obligatariuszy.

Spółka IIF działa od 1999 roku, jest to fundusz technologiczny wczesnego etapu, inwestuje w projekty innowacyjnych technologii, wybierając te na wczesnym etapie rozwoju, aby rozwinąć je i po kilku latach sprzedać z zyskiem.

Wizytówką spółki jest jej główny akcjonariusz i prezes Rafał Styczeń, przed laty współzałożyciel spółki Comarch, a obecnie mocno związany z rozwojem spółki Ailleron (dawniej Wind Mobile). I to właśnie posiadane akcje Ailleron stanowią główne aktywo spółki IIF, która łącznie posiada nieco ponad 30 proc. udziałów w Ailleronie. Drugą istotną inwestycją IIF jest sklep internetowy i zarazem producent mebli (w oparciu o zautomatyzowaną innowacyjną linię produkcyjną) – spółka meble.pl.

Działalność operacyjna ma dla IIF marginalne znaczenie, stąd niewielkie przychody ze sprzedaży, na które składa się wynajem powierzchni w posiadanym przez spółkę budynku. Kluczowa dla wyników spółki jest natomiast wycena bilansowa posiadanych aktywów, czyli przede wszystkim giełdowy kurs akcji Ailleron.

Niezależnie od osiągniętych na posiadanych inwestycjach wynikach, należy zauważyć, że sytuacja bilansowa spółki wygląda doskonale, aktywa finansowane są przede wszystkim kapitałami własnymi oraz pożyczką od udziałowca, co oznacza bardzo niski wskaźnik zadłużenia, wynoszący na 30 czerwca 2016 roku 19 proc.

Jedyne istotne zobowiązanie zewnętrzne spółki stanowią wyemitowane obligacje (3 mln zł), które stanowią zaledwie 6 proc. sumy bilansowej. Komfort obligatariuszy, oprócz wyżej wymienionych czynników, dodatkowo zapewnia zabezpieczenie obligacji w postaci zastawu na akcjach Ailleron.

### ***Historia, przedmiot działalności***

Internet Investment Fund (IIF Sp. z o.o.) to spółka założona w 1999 roku przez Rafała Stycznia, który równocześnie jest jej prezesem i posiada w niej 95 proc. udziałów.

W 1994 roku, przed założeniem IIF Rafał Styczeń był współzałożycielem i współautorem sukcesu Comarch SA – spółki, która znajduje się w czołówce największych firm IT w Polsce. W czasie działalności w Comarchu, Rafał Styczeń pracował na stanowisku wiceprezesa, przygotowywał spółkę do wejścia na giełdę, prowadził też dział badań i rozwoju w departamencie telekomunikacji. Przed wejściem Comarchu na giełdę przez dwa lata był prezesem zarządu.

IIF inwestuje w projekty z dziedziny internetu, oprogramowania, mediów, finansów oraz innych innowacyjnych technologii. Jest tak zwanym funduszem technologicznym wczesnego etapu, czyli wybiera projekty na wczesnym etapie rozwoju, aby rozwinąć je i po kilku latach sprzedać z zyskiem.

Flagowym przykładem udanej inwestycji było stworzenie spółki BillBird, operatora systemu Moje Rachunki, następnie dołączenie do niej inwestora finansowego (BRE Bank), a wreszcie jej sprzedaż Polcardowi za 6 mln USD.

Obecnie IIF w portfelu inwestycyjnym posiada dwa znaczące projekty – udziały w spółkach Ailleron SA i meble.pl SA.

Najważniejszą pozycją portfela IIF są akcje Ailleron (dawniej Wind Mobile), spółki giełdowej o kapitalizacji wynoszącej około 100 mln zł. Na IIF przypada nieco ponad 31 proc. udziałów w Ailleron (2 840 672 bezpośrednio na IIF Sp. z o.o., a 1 027 591 na IIF Ventures BV w 100 proc. kontrolowany przez IIF).

Przychody grupy Ailleron w 2015 roku wyniosły 68 mln zł, natomiast zysk netto 6,5 mln zł. Grupa osiąga przychody z następujących obszarów działalności:

- projekty sektora finansowego, obejmujące internet&mobile banking dla Banku Pocztowego, Santander Consumer Banku i BGŻ BNP Paribas oraz Leasing Front Office (LFO) dla Europejskiego Funduszu Leasingowego;
- projekty sektora telekomunikacyjnego obejmujące utrzymanie i rozwój 40 systemów IT dla T-Mobile, dostawa systemu BroadSoft dla Exatel SA czy wdrożenie systemu SoR dla T-Mobile;
- przychody ze sprzedaży Halodzwonka na rynku polskim;
- projekty outsourcingowe realizowane dla amerykańskiego CoreLogic i brytyjskiego CallCredit.

Natomiast największe nadzieje grupa Ailleron wiąże z produktem LiveBank:

*Za granicą LiveBank dominuje przede wszystkim na rynkach azjatyckich. Zrealizowane wdrożenie w Malezji i Singapurze dla Standard Chartered Bank, w pół roku zaowocowało zakontraktowaniem wdrożenia na kolejnych siedem krajów dla tego brytyjskiego banku, obejmujące takie strategiczne regiony jak Chiny, Indie, Zjednoczone Emiraty Arabskie czy Kenia. Udany pilotażowy projekt dla Emirates National Bank of Dubai skutkował z kolei podpisaniem umowy na pełne wdrożenie wideobankowości i objęcie nim do końca 2016 roku wszystkich klientów arabskiego banku. LiveBank jest również zdecydowanym liderem wideobankowości na rynku krajowym, czego potwierdzeniem jest podpisana umowa z największym bankiem w regionie Europy Środkowej i Wschodniej – PKO BP.*

Drugą inwestycją IIF jest spółka meble.pl, w której IIF posiada 30 proc. udziałów. Jest to sklep internetowy z artykułami oraz usługami branży meblarskiej. Na meble.pl można wybierać spośród kilkunastu tysięcy mebli znanych marek, artykułów do wyposażenia wnętrz, czy dodatków. Dzięki konfiguratorom online w szybki sposób można zamówić meble na wymiar: kuchnie, szafki kuchenne, regały i szafy.

Jednakże coraz bardziej istotna dla działalności spółki meble.pl staje się produkcja mebli. Spółka pozyskała dotację z Unii Europejskiej w wysokości 7,8 mln zł na zainstalowanie nowej linii produkcyjnej HOMAG. Zaletą tej linii jest między innymi automatyzacja produkcji – klient może zamówić pojedynczy mebel w dowolnej konfiguracji i jego produkcja ma miejsce w sposób zautomatyzowany.

W I połowie 2016 roku spółka meble.pl zrealizowała sprzedaż na poziomie 26,7 mln zł, rentowność na poziomie EBITDA pierwszego półrocza to 1,7 mln zł.

Audytorem IIF jest BDI Audyt, a raport za 2015 rok otrzymał opinię „bez zastrzeżeń”, ale ze zwróceniem uwagi na ujemne wskaźniki rentowności będące efektem straty netto i ryzyko związane z wyceną udziałów i akcji.

## Analiza finansowa

IIF Sp. z o.o. nie tworzy grupy kapitałowej. Główne aktywa spółki to posiadane akcje w Ailleron i meble.pl. Akcje Ailleron notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

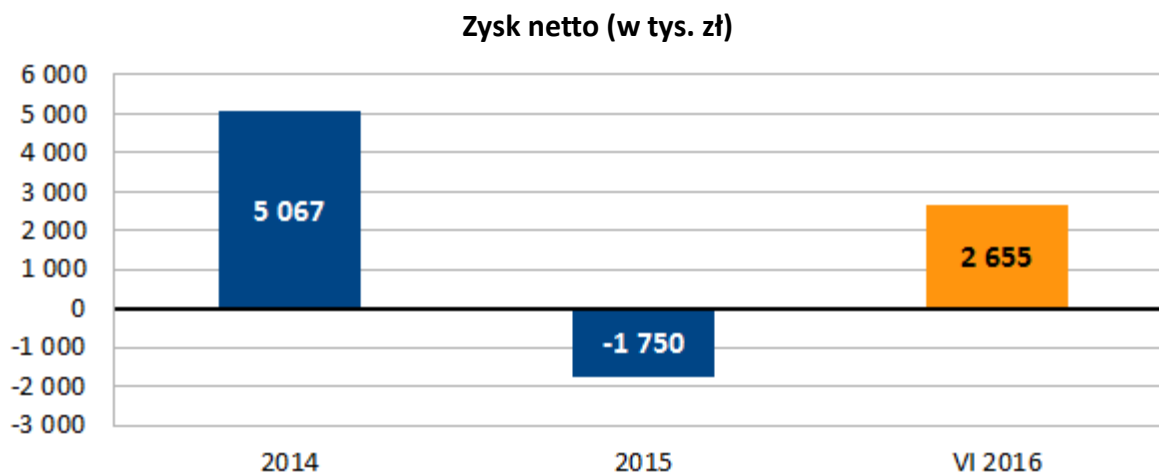
Spółka IIF może służyć jako przykład różnicy pomiędzy analizą prowadzoną przez akcjonariuszy (gdzie liczą się zyski i perspektywy wzrostu tych zysków), a obligatariuszy (gdzie najbardziej istotne jest prawdopodobieństwo zwrotu środków z wyemitowanych obligacji).

IIF generuje przychody z wynajmu posiadanej przez siebie nieruchomości, ale jest to wartość marginalna. Oprócz tego IIF ponosi koszty działalności (również stosunkowo mało istotne w odniesieniu do kapitałów i sumy bilansowej), tak więc sama analiza przychodów i zysków ze sprzedaży (istotna dla akcjonariuszy) ma tutaj ograniczone znaczenie, a dla bezpieczeństwa obligatariuszy istotne jest spojrzenie na bilans spółki.

### Przychody i zyski

Jak już wspomniano powyżej, wartość przychodów ze sprzedaży dla IIF ma marginalne znaczenie, składają się na nie wyłącznie przychody z wynajmu powierzchni w posiadanym przez spółkę budynku. Dla porządku odnotujemy, że w 2015 roku wyniosły one 312 tys. zł, a w pierwszym półroczu 2016 roku 122 tys. zł. Ponieważ koszty bieżącej działalności (amortyzacja, podatki, usługi obce, wynagrodzenia) przewyższają przychody, spółka odnotowuje stratę brutto na sprzedaży, odpowiednio 281 tys. zł w 2015 roku i 125 tys. zł w I półroczu 2016 roku.

Kluczowe znaczenie dla zysku netto spółki ma wycena posiadanych aktywów inwestycyjnych, czyli w praktyce rynkowa cena akcji spółki Ailleron na dzień bilansowy (wycena ta ujmowana jest w pozostałych przychodach/kosztach finansowych). Dodatkowo na koszty finansowe wpływ mają również koszty odsetek od wyemitowanych obligacji i pożyczki zaciągniętej u właściciela. W efekcie zysk netto grupy IIF prezentuje się następująco:



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Już sama konstrukcja zysku netto IIF (zależny przede wszystkim od kursu akcji spółki Ailleron) wskazuje, że na analizę perspektyw IIF warto patrzeć poprzez pryzmat perspektyw właśnie Aillerona, do czego wystarczy na przykład obserwacja kursu akcji i wartości giełdowej tej spółki.

### ***Analiza bilansu***

Na koniec czerwca 2016 roku 91 proc. całkowitych aktywów spółki (50,4 mln zł), czyli kwotę 45,9 mln zł stanowią inwestycje długoterminowe, rozumiane przede wszystkim jako wartość posiadanych udziałów w spółkach Ailleron i meble.pl.

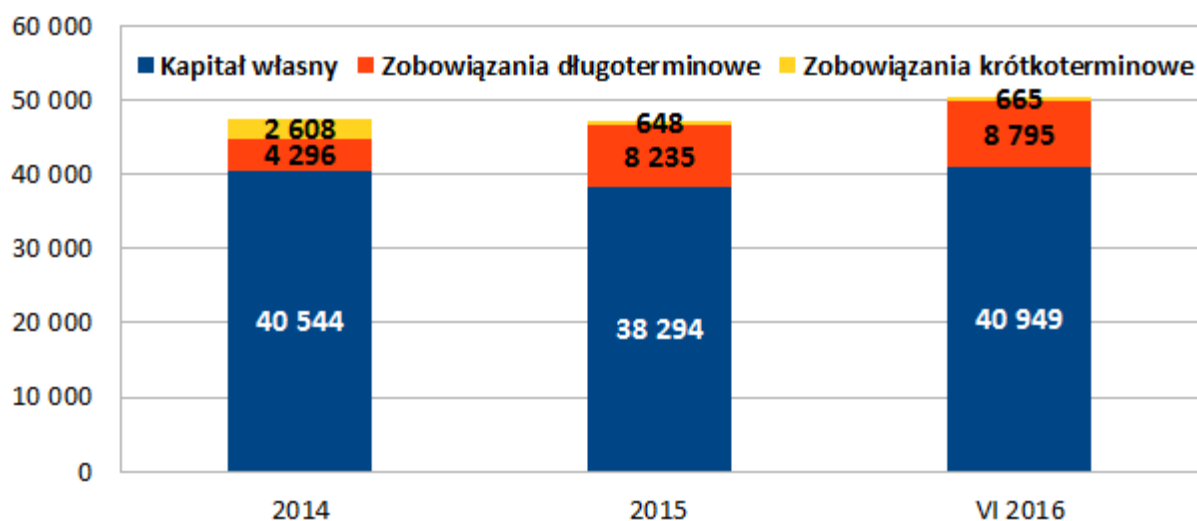
Warto zauważyć, że wycena Aillerona ma charakter rynkowy, 31 proc. udziałów w spółce wartych jest obecnie około 31 mln zł, tak więc ze względu na rynkowy kurs akcji, przynajmniej w tej części odpada ryzyko sztucznego zawyżania wartości aktywów.

Kolejne 2,5 proc. aktywów, czyli 1,2 mln zł, na 30 czerwca 2016 roku stanowiły środki pieniężne, a kolejne blisko 4 proc. to nieruchomości, z której spółka osiąga przychody z wynajmu.

Pomimo braku szerszej informacji o spółce zależnej meble.pl, aktywa IIF można określić jako realne, cieszy również fakt, że praktycznie wszystkie aktywa można zaliczyć do kategorii „pracujących”.

A teraz najpiękniejsza dla obligatariuszy część: aktywa spółki finansowane są przede wszystkim kapitałami własnymi (w ponad 81 proc. na koniec I półrocza 2016 roku), pozostała część to zobowiązania długoterminowe, a te krótkoterminowe stanowią margines.

**Struktura pasywów (w tys. zł)**



Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Dzięki temu wskaźnik zadłużenia notuje rzadko spotykany na rynku Catalyst super-komfortowy poziom:



Źródło: Obligacje.pl.

Będąc przy zadłużeniu, warto zwrócić uwagę, że (oprócz rezerw) składają się na nie przede wszystkim zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji (3 mln zł) oraz pożyczki zaciągniętej u udziałowca, której wartość bilansowa na 30 czerwca 2016 roku wynosiła 3,6 mln zł. Za raportem finansowym: *Spółka posiada umowę pożyczki umożliwiającą wielokrotne zaciąganie i spłacanie zobowiązań z akcjonariuszem Rafałem Styczniem.*

Uwzględniając zatem finansowanie kredytowe od akcjonariusza, można przyjąć, że zobowiązania z tytułu obligacji to jedyne istotne zewnętrzne zadłużenie spółki. A że wartość wyemitowanych obligacji wynosi 3 mln zł, co stanowi 6 proc. sumy bilansowej, trudno sytuację obligatariuszy IIF oceniać inaczej, niż jako komfortową.

W powyższym kontekście analiza płynności nie ma zbytniego znaczenia (choć wypada bardzo dobrze), nie ma również większej potrzeby analizy wskaźników rotacji i stosowania innych miar typowych dla firm produkcyjnych.

Szukając zagrożeń dla bezpieczeństwa obligatariuszy, należałoby wskazać ewentualne przyszłe kłopoty, czy wręcz załamanie biznesu Aillerona. Jakkolwiek biznes ten jest obecnie oparty na kilku różnych źródłach przychodów i w kolejnych latach jest on rentowny, to gdyby ta spółka znalazła się w tarapatach (przy czym mam na myśli praktycznie bankructwo, co na dziś wydaje się mało realne, zwłaszcza w kontekście zapadalności obligacji za niecały rok) uniemożliwiając IIF wyjście z tej inwestycji, wtedy można by doszukiwać się ewentualnych problemów ze spłatą zobowiązań przez IIF.

---

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Portal Obligacje.pl został zarejestrowany jako dziennik w Rejestrze Dzienników i Czasopism prowadzonym przez Sąd Okręgowy w Warszawie, Wydział VII Cywilny Rejestrowy pod numerem PR 19271.

**Konflikt interesów**

Obligacje.pl Sp. z o.o. oraz autora powyższej analizy nie łączą z Emitentem umowy czy porozumienia o współpracy, wobec czego należy uznać, że nie istnieje również konflikt interesów. Nie można jednak wykluczyć, że tego rodzaju umowy lub porozumienia pojawią się w przyszłości.