

# DOM MAKLEERSKI

## BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA SA

### *Departament Doradztwa i Analiz Rynkowych*

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa  
tel. 022-622-66-22 w.335, fax. 022-621-41-93  
e-mail: W.Bojara@dmbos.com.pl  
[http:// www.bossa.pl](http://www.bossa.pl)

# *„MCI Management SA”*

## *Nieznany venture capital*

## *Analiza Fundamentalna*

Luty 2002

*Przedstawiona analiza jest wyrazem wiedzy oraz poglądów autora i nie powinna być interpretowana inaczej*

**MCI Management S. A.**

PKD 74.14 (doradztwo w zakresie działalności związanej z prowadzeniem interesów i zarządzaniem)

50-066 Wrocław, ul. Świdnicka 13  
fax. (0 71) 781-73-81, tel. (0 52) 781-73-83  
http://www.mci.com.pl, e-mail: office@mci.com.plPrezes Zarządu: Tomasz Czechowicz  
Biegły rewident: BDO Polska Sp. z o. o.

**Rekomendacja**  
przy cenie zamknięcia 1,13 PLN z 20.02.2002r.  
**AKUMULUJ**  
**Cena docelowa**  
**1,37 PLN**

**Parametry finansowe Grupy Kapitałowej**

Lata	NS (mln zł)	OP (mln zł)	DEPR (mln zł)	NP (mln zł)	EPS (zł)	ROE (%)	CFP (mln zł)	NWC (mln zł)	CR	QR	DOL	DFL	P/E	P/OP	P/BV	MC/S
1999	6,61	-0,31	0,19	-4,14	-0,13	-17,63	0,05	16,66	2,91	2,84	0,83	0,86	-8,9	-118,4	1,6	6,6
2000	55,47	-1,51	2,48	-5,70	-0,15	-11,40	-2,71	32,64	2,80	2,76	0,86	0,75	-7,6	-28,7	0,9	0,8
2001E	60,00	-3,00	3,00	-5,80	-0,15	-13,11	-2,80	31,70	2,89	2,84	0,88	1,00	-7,5	-14,5	1,0	0,7
2002E	65,00	1,00	3,50	0,40	0,01	0,90	3,90	31,50	2,68	2,63	0,88	1,00	108,4	43,4	1,0	0,7

E – prognoza DM BOŚ, kurs euro = 3,6431 PLN (20.02.2001), do obliczeń przyjęto średni kurs z okresu 21.01-20.02.2002r - 1,15 PLN, (okres ten będzie oznaczany jako 2.2002r)

Data debiutu: 1.02.2001r  
Cena debiutu: 8,95 PLN**Akcjonariat (11.02.2002)**

Główni akcjonariusze	Liczba akcji (szt.)	% w kapitale zakł.	% głosów na WZA
Czechowicz Ventures	17 209 161	45,53	45,53
Chris Jasiak	1 661 636	4,40	4,40
Opcje menedżerskie	1 400 000	3,70	3,70
Pozostali	17 529 203	46,37	46,37
Razem	37 800 000	100,00%	100,00%

Dane podstawowe Spółki	tys. zł	tys. euro
Suma bilansowa (31.12.2001)	55 569	15 253
Kapitał własny (31.12.2001)	53 756	14 756
Zobowiązania pozabilansowe (31.12.2001)	0	0
Kapitalizacja rynkowa, (2.2002)	43 367	11 904
Zwrot z inwestycji, w % (2.2002)	0,0	
Wartość nominalna akcji, w zł	1	
Free float w %	46,37	
Średni dzienny wolumen w szt. (2.2002)	272 171	
Max. odchylenie kursu, w % (2.2002)		
• ↑		3,7
• ↓		3,2

**Parametry fundamentalne dla Spółki**

	II'00 - I'01	III'00 - II'01	IV'00 - III'01	I'01 - IV'01
ROE (%)	1,5	-16,9	-17,7	-5,3
NPM (%)	2 721,9	-9 280,7	-3 065,6	-5 114,3
EAM (%)	2 440,6	-9 305,7	-3 179,2	-5 114,3
OPM (%)	-11 215,6	-5 404,5	-1 824,7	-10 239,3
VAM (%)	bd	bd	bd	bd
CFPM (%)	3 484,4	-8 851,1	-2 898,2	-4 148,2
NSEM (tys zł)	2,9	7,3	23,3	8,0

W obliczeniach kwartalnych uwzględniono korektę raportu za I półrocze 2001r

tys PLN	IV'01	IV'00	I'01 - IV'01	I'00 - IV'00	I'01
NS	-191	32	56	32	0
OP	-1 689	-1 046	-5 734	-2 969	-1 140
NP	5 324	-365	-2 864	806	-330
CFP	5 447	-286	-2 366	932	-207
NOCF	1 931	-833	-1 289	-1 707	-1 526
NICF	156	581	-16 897	-7 219	-8 541
NFCF	0	0	23 642	8 363	23 887

**Uzasadnienie rekomendacji**

Po nadzwyczaj udanym debiucie IPO w lutym 2001r z ceną 8,95 PLN, kurs MCI systematycznie spadał, by na początku października ubr osiągnąć swe minimum 0,89 PLN. Taki rozwój wydarzeń związany był z sytuacją na polskim i światowych rynkach i wyceną spółek nowych technologii, jak również z momentem wejścia MCI na rynek i strukturą akcjonariatu (dużą część stanowili inwestorzy instytucjonalni, którzy potem pozbywali się znacznych pakietów akcji). Do tego doszły konflikty wśród akcjonariuszy, które można było w pewnym momencie określić jako votum nieufności dla MCI. Jakkolwiek sama wycena spółki w momencie debiutu nie odbiegała zbytnio od wycen innych spółek IT na szczycie hossy internetowej (przykład Optimusa, Softbanku, czy portalu Interia, który po IPO zanotował spadek z ponad 14 PLN do 2,7 PLN), to sama skala spadków, zamieszanie wokół polityki informacyjnej i wyjście inwestorów instytucjonalnych wzbudziły ostrożność do inwestycji (szczególnie o dłuższym terminie) w akcje MCI. Obecnie Spółka posiada ciekawy portfel inwestycyjny, jednak większość spółek portfelowych przyniosła straty za 2001r: CCS S.A., Bankier.pl S.A., PPU S.A., Travelplanet.pl S.A., Biprogeo S.A., S4e S.A., Synergy S.A. a prognozy nie zakładają zdecydowanej poprawy już w bieżącym roku. Ich wycena będzie zależeć w dużej mierze od klimatu wokół spółek IT i postrzegania tegoż sektora. Wartość akcji MCI wyceniamy na **1,37 PLN**. Ostatni (20.02.2002) kurs giełdowy 1,13 PLN jest zatem niższy od wyceny o 17,5%. Wycena samego portfela inwestycyjnego to 38,01 mln PLN, czyli 1,01 PLN/akcję, a reszta czyli 0,36 PLN/akcję to gotówka i papiery wartościowe. Biorąc pod uwagę aktualną sytuację MCI Management S.A., prognozy, zagrożenia i ryzyko wydajemy rekomendację **AKUMULUJ**. Doradzamy powiększanie pozycji przy spadkach w okolice 0,90 – 1,10 PLN.

Opracował: Waldemar Bojara

## Analiza techniczna



Wykres MCI po przełamaniu w październiku ubr linii długoterminowego trendu spadkowego (1) porusza się w trendzie bocznym, w kanale ograniczonym liniami (3) – 0,89zł i (4) – 1,89zł. Układ średnich ruchomych jest charakterystyczny dla rynku spadkowego w średnim i krótkim terminie. Oscylator MACD po wygenerowaniu w połowie stycznia sygnału kupna rośnie w strefach wartości ujemnych, lecz ostatnio zagina się w kierunku linii sygnału co może przynieść sygnał sprzedaży. Oscylatory szybkie RSI i Stochastic szybki pozostają w strefach neutralnych potwierdzając trend boczny. Najbliższe wsparcie 1,09zł wyznacza dołek z 29.01 br, opór 1,15 średnie SK15 i SK45 oraz na tej samej wysokości linia trendu spadkowego (2). Niewielki wolumen zdaje się potwierdzać wyczekiwanie na ruch o zasięgu co najmniej do jednego z ograniczeń kanału konsolidacji, przy czym aktualnie niewiele większe szanse (spychające akcjonariuszy w dół średnie i linia trendu) ma ruch w dół. W średnim terminie duże są szanse na obronienie wsparcia 0,89zł i ruch co najmniej do górnego ograniczenia kanału. Jeśli wykres pokonałby następnie opór 1,89zł mielibyśmy bardzo silny sygnał kupna (typowa strategia inwestycyjna Victora Sperandeo – przełamanie linii trendu spadkowego, ustanowienie nowego dołka na poziomie poprzedniego minimum a następnie pokonanie lokalnego szczytu i wyjście górą z konsolidacji). Wzrost powinien osiągnąć wtedy poziom co najmniej 2,90zł. Jeśli natomiast pokonane zostałyby wsparcie 0,89zł oznaczałoby to spadki nawet do poziomu 0,25 – 0,50zł.



Zbliżanie się momentu znaczącego ruchu sygnalizuje zawężanie się ramion wstęgi Bollingera. Wskaźnik Parabolic SAR nakazuje na razie utrzymywanie długiej pozycji, jednak przy dalszym spadku ceny na najbliższych sesjach powinien pojawić się sygnał opuszczenia rynku. W dalszym ciągu akcje są dystrybuowane w rynek, choć dynamika dystrybucji nieco osłabła (wskaźnik A/D zagina się do swojej 15 sesyjnej średniej).

Podsumowując: w krótkim terminie widać przewagę czynników negatywnych, średnioterminowo sytuacja waloru jest neutralna.

**Charakterystyka funduszu venture capital**

Istotą działalności funduszu venture capital (VC) są inwestycje w przedsiębiorstwa, a następnie działania mające doprowadzić do wzrostu ich wartości tak, aby stopa zwrotu z inwestycji przewyższała znacznie oszacowany koszt kapitału przedsięwzięcia. Zakres działań koniecznych do realizacji wzrostu przedsiębiorstwa zależy głównie od stadium jego rozwoju, przy czym możemy tu wyróżnić: stadium pomysłu lub idei (*idea, seed*), startu (*start-up*), rozwoju (*development, roll-out*) i ekspansji (*expansion*). Wartość przedsiębiorstwa jest z reguły oceniana na podstawie typowych wskaźników finansowych jak: P/E, P/BV, MC/S. W przypadku modeli internetowych często używa się wskaźników niefinansowych takich jak np. PV. Metody porównawcze oddają pogląd rynku co do wartości przedsiębiorstwa (przełożone odpowiednim układem wskaźników), podczas gdy metody dyskontowe - prognostyczne bazują głównie na prognozach (analityków lub zarządu Spółki). Działania funduszu venture capital mają na celu m.in. poprawę tych wskaźników i zapewnienie Spółce stabilnego wzrostu. Każdy fundusz venture capital ma na celu zwiększyć wartość przedsiębiorstwa w możliwie krótkim czasie. Jego zakres wsparcia maleje wraz ze wzrostem wartości spółki portfelowej i stabilizacją jej wyceny. Wartość przedsiębiorstwa wzrasta od momentu jego powstania (etap pomysłu) i osiąga maksymalne wartości gdzieś w stadium ekspansji, jednak krzywa wartości jest najbardziej stroma na etapie startu i rozwoju. Tę właściwość wykorzystują fundusze venture capital, które dokonują inwestycji zazwyczaj na wczesnym etapie start-up spółki. Oczywiście ryzyko na tym etapie jest również dość duże, bowiem spółka zaczyna dynamicznie zdobywać swoją pozycję na rynku i ponosi z tego tytułu duże koszty, które w przypadku nieodniesienia sukcesu nie będą odzyskane. Po trwającym około rok - dwa lata etapie pomysłu i start-up przedsiębiorstwo wchodzi w etap rozwoju (około 2 lata) i następuje etap ekspansji (następne 2-5) lat. Fundusz venture capital dokonuje swojej inwestycji w spółkę na etapie start-up (tzw. I runda finansowania) i następnie na etapie rozwoju (tzw. II runda finansowania). III rundą finansowania dla przedsiębiorstwa jest zazwyczaj wejście na giełdę (IPO) lub wejście inwestora strategicznego, co jednocześnie jest z reguły etapem wyjścia z inwestycji (*exit*) dla funduszu VC. Zatem model inwestycyjny VC zakłada inwestycje w okresie tworzenia przedsięwzięcia lub na jego wczesnym etapie, a następnie pozyskanie inwestora finansowego lub strategicznego w celu finansowania rozwoju i ekspansji. Podstawową rolą funduszu VC w spółce jest zarządzanie poprzez wartość i optymalizacja procesu podejmowania decyzji. Kluczem do zarządzania poprzez wartość jest skupienie się na czynnikach kształtujących wartość przedsiębiorstwa (finansowych i niefinansowych). Całość cyklu inwestycyjnego realizowana jest z reguły w okresie kilku lat (około 3-5). Oprócz funduszy VC na rynku działa wiele podmiotów dokonujących inwestycji. Możemy je podzielić na kilka grup, przy czym czasami podmioty działają na pograniczu tych podziałów lub przechodzą z jednej grupy do drugiej.

**Istotą funduszu venture capital są działania prowadzące do wzrostu wartości spółek portfelowych**

**Klasyfikacja podmiotów dokonujących inwestycji na rynku IT**

Podmiot	Charakterystyka	Przykłady świat	Przykłady Polska
Business angels	Osoby prywatne dokonujące inwestycji za swoje własne kapitały (uzyskane np. ze sprzedaży akcji lub realizacji programu opcji menedżerskich). Wnoszą do spółki również swoje doświadczenie zdobyte podczas pracy dla dużych firm internetowych lub IT.	George Crowley, Steve Gerard	Andrzej Wysocki, Andrzej Woźniakowski (prezes zarządu CSS S.A.)
Inkubatory	Podmioty (firmy) dostarczające kapitału i wspierające przedsięwzięcia w ich wczesnej fazie (idea, wczesny start-up). Obecnie z uwagi na trudności z utrzymaniem się na rynku następują transformacje profilu działalności w kierunku funduszy VC.		Internet Investment Fund, Net Investment, e-inkubator, eKatalyst (transformacja do VC)
Fundusze VC	Podmioty (firmy) dostarczające kapitału, know-how, kompetencji i relacji w celu tworzenia i wspierania przedsięwzięć na etapie tworzenia, rozwoju i restrukturyzacji (idea, start-up, development)	Softbank (Japonia), bmp (Niemcy)	MCI, bmp-Polska, PBK Inwestycje, Softbank Emerging Markets Poland, 3TS, BB Investment
Fundusze private equity	Podmioty (firmy) dostarczające kapitału, know-how, kompetencji i relacji na późniejszym etapie przedsięwzięć - głównie restrukturyzacji i rozwoju.	Advent International, Oresa Ventures	Enterprise Investors, Innova Capital, Renaissance Partners, AIB WBK Fund Management
Corporate ventures	Duże firmy IT lokujące wolne środki w sektory perspektywiczne, bądź komplementarne do ich podstawowej działalności	Większość dużych korporacji IT	Prokom, Computerland, Comarch, Softbank, Optimus
Inwestorzy finansowi	Podmioty będące ogniwem pośrednim na etapie pomiędzy dowolnym inwestorem, a inwestorem strategicznym.		
Inwestorzy strategiczni	Podmioty (firmy) dokonujące inwestycji komplementarnych do swojej działalności w celu zapewnienia rozwoju zewnętrznego (ekspansji).	Większość dużych korporacji IT, medialnych	TPSA (poprzez TP Internet), Agora, ITI Holding

Źródło: Spółka, opracowania własne

Wyróżnienia funduszy VC możemy dokonać na podstawie kilku kryteriów (m.in. poprzednio wymienionej akceptacji ryzyka, czy roli budowania wartości).

**Kryteria wyróżniające fundusz VC**

Kryterium	Inkubator high tech	Venture Capital	Inwestor finansowy	Inwestor strategiczny
Akceptacja ryzyka	b. duża	duża	mała	duża
Kompetencje sektorowe	istotne	brak	brak	kluczowe
Budowa wartości	kluczowa	kluczowa	istotne	nieistotne
Kontrolling finansowy	istotny	kluczowy	istotny	nieistotny
Synergie w portfelu	istotne	istotne	nieistotne	kluczowe

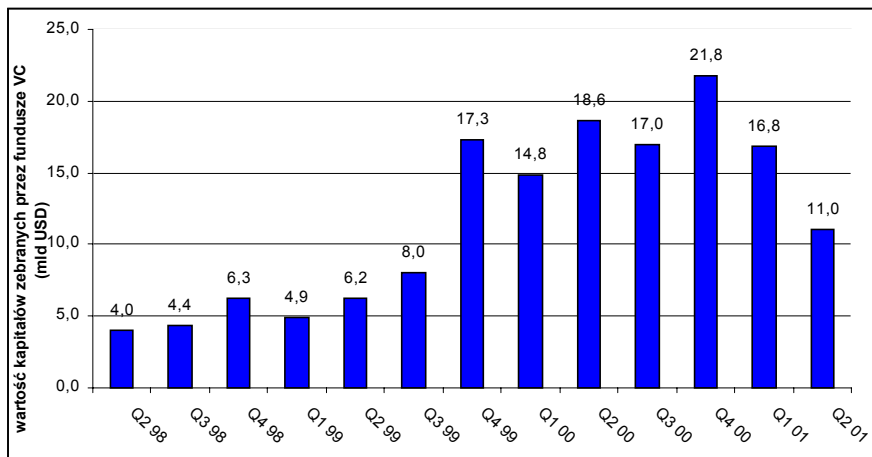
Źródło: Spółka

### Branża venture capital na świecie

Światowy rynek venture capital po okresie gwałtownego rozwoju w latach 1998-2000 wyrażającego się wartością zebranych kapitałów oraz wartością i liczbą dokonywanych w tym czasie inwestycji obecnie przeżywa etap korekty. Największy spadek zebranych kapitałów (inwestycji w fundusze VC) nastąpił między Q4 2000 i Q2 2001 i wyniósł około 50%.

**W 2001r nastąpił spadek wartości zebranych przez fundusze VC kapitałów**

#### Wartość kapitałów zebranych przez fundusze VC na świecie

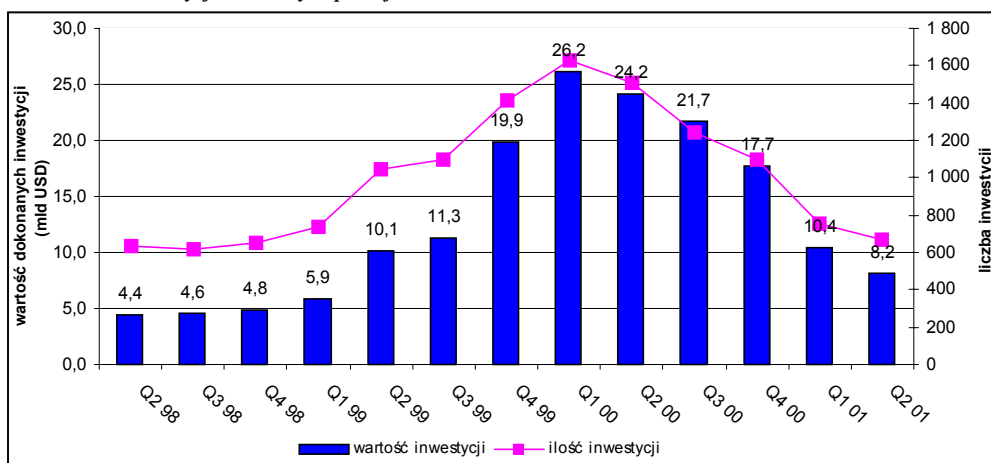


Źródło: Spółka

Fundusze VC zaczęły ograniczać swoje inwestycje już od Q1 2000 przewidując spowolnienie największych gospodarek świata (w tym szczególnie dotkliwie w branży IT). Jeśli porównamy powyższy i poniższy wykres, to okaże się, że fundusze VC wyprzedziły zatem pod tym względem swoich kapitałodawców, którzy lokowali kapitały w branży IT (pośrednio poprzez fundusze VC). Ostatnie dane (Q3 i Q4 2001) wskazują na wyhamowywanie tendencji spadkowej jeśli chodzi o inwestycje funduszy VC, jednak na trwalsze ożywienie będziemy musieli nieco poczekać.

**Fundusze VC zaczęły ograniczać swoje inwestycje już od Q1 2000r**

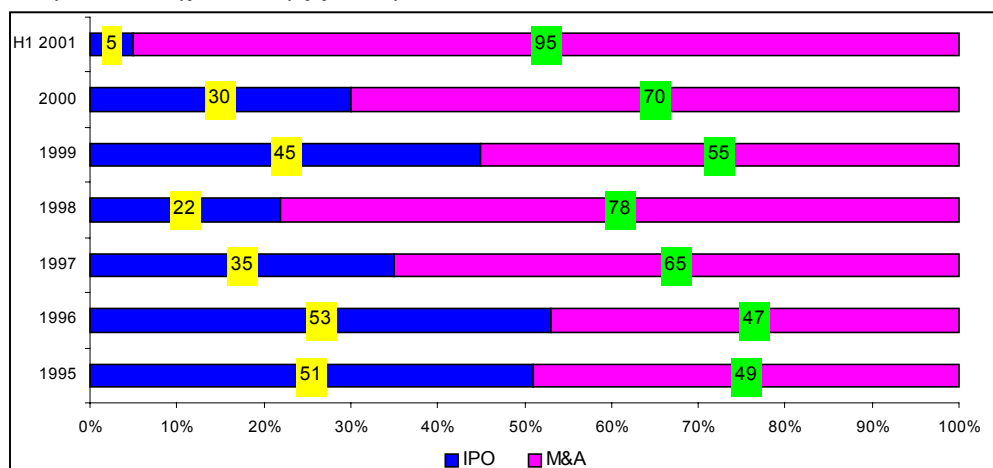
#### Wartość i ilość inwestycji dokonanych przez fundusze VC



Źródło: Spółka

Typowym sposobem wyjścia funduszu VC z inwestycji jest wprowadzenie spółki portfelowej na giełdę (pierwotna emisja publiczna IPO) lub sprzedaż jej inwestorowi – określana również jako M&A (*mergers and acquisitions*), przy czym termin ten obejmuje zarówno sprzedaż spółki inwestorowi, jak i jej wykup przez zarząd (*MBO management buy-out*). Analizując wyjścia funduszy VC z inwestycji w okresie ostatnich 5 lat zauważymy znaczny spadek udziału wyjść typu IPO (szczególnie dotkliwy w 1H 2001) na rzecz wyjść typu M&A. Wiąże się to oczywiście z niską giełdową wyceną spółek IT w ostatnim czasie – zbyt niską aby zapewnić wymagana stopę zwrotu funduszom VC. Wraz z poprawą koniunktury udział wyjść IPO będzie się zwiększał.

## Zmiany w zakresie wyjść z inwestycji funduszy VC



Źródło: Spółka

W ostatnich latach nastąpiły znaczne zmiany w zakresie wyjść z inwestycji funduszy VC

## Polski rynek venture capital

Według dostępnych danych na polskim rynku venture capital przeprowadzono w 2001r 8 nowych inwestycji w branży TMT. Najwięcej inwestycji – 3 dokonał MCI (3 transakcje - łącznie z zakupem 75% spółki Biprogeo S.A. od funduszu Enterprise Investors – wtedy całkowita ilość nowych inwestycji funduszy VC wyniosłaby 9), następnie e-Katalyst z dwoma inwestycjami. Reszta podmiotów dokonała nie więcej niż jednej inwestycji w ubiegłym roku. Poniżej przedstawione są przykłady drugich rund finansowania oraz wyjść z inwestycji.

Na polskim rynku venture capital w 2001r dokonano 8 nowych inwestycji

## Nowe inwestycje funduszy VC w Polsce w 2001r

Data	Inwestor	Spółka	Zainwestowany kapitał (mln PLN)	Udział w kapitale	Opis
05.2001	PBK Inwestycje	Magnus Info System	5,00	62,50%	Ogólnopolska sieć kiosków multimedialnych
06.2001	MCI Management	Storage4e	1,00	91,00%	Inegrator rozwiązań do archiwizacji danych i pamięci masowych
06.2001	eKatalyst	eAkses, HydePark.pl	3,00	bd	Brak potwierdzenia uruchomienia działalności
07.2001	MCI Management	Synergy Polska	0,50	99,50%	Integrator rozwiązań informatycznych
10.2001	Renaissance Partners	Wind telecom	1,65	35,00%	Producent oprogramowania telekomunikacyjnego, docelowo RP obejmie 40% akcji za łączną kwotę 3,7 mln PLN
11.2001	eKatalyst	e-Learning.pl	1,00	40,00%	Dostawca rozwiązań e-learning amerykańskiej firmy SkillSoft

Źródło: Spółka

## Drugie rundy finansowania funduszy VC w Polsce w 2001r

Data	Inwestor	Spółka	Zainwestowany kapitał (mln PLN)	Udział w kapitale	Opis
02.2001	bmp	Bankier.pl	0,85 mln euro	20,00%	Jeden z wiodących portali finansowych
06.2001	eKatalyst, NFI	Serio.pl	3,90	bd	Dofinansowanie serwisu Serio.pl
06.2001	Magna Polonia GPW	Xtrade	4,00	8,50%	Podwyższenie kapitału platformy handlowej Xtrade
09.2001	Enterasys	JTT Computers	6,00	10,00%	Podniesienie kapitału producenta komputerów JTT
11.2001	NFI Jupiter	DataCom	10,40	49,08%	Operator metropolitalnej optycznej sieci telekomunikacyjnej i sieci telefonii stacjonarnej
11.2001	Modex	FinFin	2,3 mln USD	20,00%	Właściciel jednego z wiodących portali finansowych Expander
11.2001	Prokom Internet	WWW Praca.com	1,95	51,00%	Spółka prowadząca serwis www.praca.online.pl
12.2001	TP Internet	Wirtualna Polska	72,00	33,33% (udział łączny)	Jeden z wiodących portali horyzontalnych

Źródło: Spółka

**Wyjścia z inwestycji funduszy VC w Polsce w 2001r (przykłady)**

Data	Sprzedający	Nabywca	Spółka	Udział w kapitale	Opis
01.2001	bmp	Softbank	Internet Data service	bd	Firma świadcząca usługi ISP dla Softbanku
02.2001	BRE Bank, Z. Jakubas	ITI Holdings	Optimus	25,00%	Wartość transakcji 386 mln PLN
04.2001	Vogel Publishing	Elektrim	Poland.com	bd	Pośrednikiem w transakcji był MCI
09.2001	Softbank	TDC Internet	Net2Net	51,00%	Transakcja za 88 mln PLN, spółka świadczy usługi dostępowe, hostingowe i ASP
12.2001	Optimus	Polsat	eMarket	50,00%	Sklep internetowy

Źródło: Spółka

**Prognozy i analiza finansowa Grupy Kapitałowej MCI Management**

Analiza i wycena funduszu venture capital jest nieco inna niż „normalnej” spółki produkcyjnej czy usługowej. Jest to bowiem podmiot o specyficznym przedmiocie działalności (inwestycje w spółki i zarządzanie nimi), który sprawia, że trudno tu mówić o regularności, czy okresowości takich kategorii jak: przychody ze sprzedaży, koszty lub zyski dla spółki matki. Zatem zastosowanie metod dyskontowanych (DCF, zdyskontowany zysk ekonomiczny) do samej spółki matki nie będzie dobrym rozwiązaniem. Również z uwagi na brak innych funduszy VC na warszawskiej giełdzie wycena porównawcza MCI Management będzie utrudniona. W związku z tym podstawową metodą wyceny funduszu VC będzie metoda wyceny jego portfela inwestycyjnego (wszystkich składników) skorygowana o środki pieniężne, należności i zobowiązania spółki zarządzającej. Analiza niniejsza będzie zatem skoncentrowana na wycenie spółek wchodzących w skład portfela inwestycyjnego i niektórych parametrach samego funduszu VC (zadłużenie, płynność finansowa).

**Analiza i wycena funduszu VC różni się od analizy zwyczajnej spółki produkcyjnej, czy usługowej**

**Skonsolidowany bilans MCI S.A.**

	1999	2000	2001 E	2002 E
<b>Aktywa</b>	<b>35 006</b>	<b>70 636</b>	<b>63 550</b>	<b>66 050</b>
Majątek trwały	9 390	19 424	14 500	15 550
Majątek obrotowy	25 355	50 792	48 500	50 300
RMK	261	420	550	200
<b>Pasywa</b>	<b>35 006</b>	<b>70 636</b>	<b>63 550</b>	<b>66 050</b>
Kapitał własny	23 463	50 029	44 250	44 650
Kapitał udział. mniejsz.	2 784	1 992	2 300	2 400
Rezerwy	0	313	300	300
Zobowiązania	8 039	15 960	14 200	15 200
- długoterminowe	60	464	200	200
- krótkoterminowe	7 979	15 496	14 000	15 000
RMK i ppo.	720	2 342	2 500	3 500

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E - prognoza

**Skonsolidowany rachunek zysków i strat MCI SA**

	1999 (VII-XII)	2000	2001 E	2002 E
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>6 609</b>	<b>55 474</b>	<b>60 000</b>	<b>65 000</b>
Koszty sprzed prod i tow	4 447	39 177	45 000	45 000
Koszty sprzedaży	1	0	0	0
Koszty zarządu	2 441	17 839	18 000	19 000
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>-311</b>	<b>-1 510</b>	<b>-3 000</b>	<b>1 000</b>
Zysk brutto	-3 871	-691	-5 800	500
Podatek dochodowy	290	548	0	100
<b>Zysk netto</b>	<b>-4 137</b>	<b>-5 702</b>	<b>-5 800</b>	<b>400</b>
Amortyzacja	192	2 484	3 000	3 500

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E - prognoza

Skonsolidowane sprawozdania w latach 1999-2000 dokonywane były w oparciu o sprawozdania jednostkowe MCI Management S.A. oraz CCS S.A. (metoda pełna konsolidacji) i Poland.com S.A. (metoda praw własności). Reszta spółek portfela była wyłączona z konsolidacji. Zatem skonsolidowane sprawozdanie finansowe MCI nie przedstawia pełnego obrazu grupy kapitałowej i może go zniekształcać z uwagi na obecność praktycznie tylko jednej spółki portfelowej (CCS S.A. nie licząc sprzedanego w listopadzie ubr Poland.com). Na osiągniętą w 2001r skonsolidowaną stratę netto wpływ miały m.in. jednorazowy odpis wartości firmy z konsolidacji (inwestycja CCS S.A.) – 5 mln PLN i udział w stracie CCS S.A. – 2,15 mln PLN. W celu uzyskania pełniejszego obrazu grupy należy wziąć również pod uwagę sprawozdania jednostkowe MCI (np. spółka jednostkowo nie miała na koniec roku 2001 zadłużenia) oraz sprawozdania spółek portfelowych.

**Skonsolidowane sprawozdania MCI nie przedstawiają pełnego obrazu grupy kapitałowej z uwagi na wyłączenia większości spółek z konsolidacji**

**Portfel inwestycyjny MCI Management**

W skład portfela inwestycyjnego funduszu wchodziło w lutym 2002r 9 spółek (nie licząc likwidowanej I-Trust S.A.).

W skład portfela inwestycyjnego MCI wchodzi 9 spółek

**Spółki portfelowe MCI Management (02.2001)**

	Spółka	Sektor
1	JTT Computer S.A.	IT/integracja
2	CCS S.A.	IT/dystrybucja
3	Bankier.pl S.A.	Internet/vortal finansowy
4	PPU S.A.	Internet B2B, ubezpieczenia
5	Travelplanet S.A.	Internet/e-commerce, turystyka
6	Process4e S.A.	CRM business, consulting
7	Biprogeo S.A.	IT/software
8	Storage4e S.A.	IT/storage, dystrybucja i serwisy
9	Synergy S.A.	IT/dealer

Źródło: Spółka

**Wycena spółek portfelowych****JTT Computer S.A.****Podstawowe informacje o JTT Computer S.A.**

Nazwa	JTT Computer S.A.
Rodzaj działalności	Dystrybucja sprzętu informatycznego i oprogramowania oraz produkcja komputerów PC
Siedziba	Wrocław ul. Braci Gierymskich 156
Etap rozwoju	Ekspansja
Rola MCI	Inwestor finansowy
Udział procentowy	36,05%
Reprezentacja MCI	Trzech członków Rady Nadzorczej
Inni inwestorzy (istotny udział)	Enterasys (10,71%)
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)	25,20
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)	10,20
Wycena transakcyjna pakietu MCI (transakcja Enterasys 1,38 mln USD za 10,71%) mln PLN	18,86
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN)	20,50
Dyskonto	10,00%
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN) uwzględniająca dyskonto	18,45

Źródło: Spółka, obliczenia własne

JTT – dystrybutor sprzętu IT to jedna z gwiazd portfela MCI

**Bilans JTT Computer S.A. (tys PLN)**

	1998	1999	2000	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Aktywa</b>	<b>94 155,2</b>	<b>99 904,8</b>	<b>129 183,0</b>	<b>120 460,2</b>	<b>123 400,7</b>	<b>123 922,6</b>
Majątek trwały	16 661,1	15 502,7	23 455,6	14 050,0	12 600,0	13 300,0
Majątek obrotowy	76 777,7	83 876,4	102 982,3	105 660,2	110 050,7	109 872,6
RMK	716,4	525,8	2 745,1	750,0	750,0	750,0
<b>Pasywa</b>	<b>94 155,2</b>	<b>99 904,8</b>	<b>129 183,0</b>	<b>120 460,2</b>	<b>123 400,7</b>	<b>123 922,6</b>
Kapitał własny	21 994,2	24 204,9	25 808,3	28 935,2	33 075,7	36 997,6
Rezerwy	913,8	273,8	178,5	25,0	25,0	25,0
Zobowiązania	68 525,4	72 117,5	99 408,1	87 700,0	86 500,0	83 100,0
- długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- krótkoterminowe	68 525,4	72 117,5	99 408,1	87 700,0	86 500,0	83 100,0
RMK i ppo.	2 721,9	3 308,6	3 788,1	3 800,0	3 800,0	3 800,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E - prognoza

**Rachunek zysków i strat JTT Computer S.A. (tys PLN)**

	1998	1999	2000	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>391 200,9</b>	<b>430 547,5</b>	<b>442 964,0</b>	<b>456 252,9</b>	<b>469 940,5</b>	<b>484 038,7</b>
Koszty działalności operacyjnej	390 447,8	425 821,9	438 849,0	452 014,5	465 575,0	479 542,2
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>1 910,7</b>	<b>7 245,7</b>	<b>7 583,0</b>	<b>8 053,3</b>	<b>8 371,2</b>	<b>8 702,4</b>
Zysk brutto	-2 040,2	2 527,8	2 840,1	3 553,3	4 871,2	4 902,4
Podatek dochodowy	9,3	267,0	-349,1	426,4	730,7	980,5
<b>Zysk netto</b>	<b>-2 049,5</b>	<b>2 260,8</b>	<b>3 189,3</b>	<b>3 126,9</b>	<b>4 140,5</b>	<b>3 921,9</b>
Amortyzacja	1 669,1	2 252,8	2 038,3	1 989,0	2 052,0	2 178,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E - prognoza

**Wycena JTT Computer S.A. metodą DCF (tys PLN)**

	2000	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E
<b>FCF (przepływy gotówkowe)</b>	<b>-13 176,3</b>	<b>12 494,8</b>	<b>5 290,7</b>	<b>6 650,5</b>	<b>5 868,5</b>	<b>5 026,7</b>	<b>5 152,4</b>
Wartość rezydualna FCF							114 496,7
PV FCF		11 308,4	4 379,4	5 066,8	4 133,4	3 306,3	75 309,6
Suma PV FCF	103 503,8						
Wartość inwestycji pozaoperacyjnych	923,4						
Wartość spółki	104 427,2						
Zadłużenie oprocentowane	55 496,6						
Wartość kapitału własnego ( 03.2001r)	48 930,6						
Wartość kapitału własnego ( 01.2002r)	<b>56 861,6</b>						
Dyskonto	10,0%						
Wycena kapitału własnego (01.2002)	<b>51 175,5</b>						

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E - prognoza

JTT Computer jest najwyższą wycenioną spółką w portfelu MCI, generującą zyski mimo trudnej sytuacji w branży. W październiku ubr firma pozyskała inwestora – amerykańską spółkę Enterasys Networks, producenta sprzętu i oprogramowania sieciowego, który objął 10% akcji. Jedne z ostatnich informacji dotyczyły ewentualnej fuzji z Optimusem Technologie, która pozwoliłaby nowej spółce uzyskać wiodącą pozycję na rynku dystrybutorów i producentów komputerów. Byłaby to również okazja do wyjścia ze spółki dla MCI. Prognoza zarządu MCI dla JTT na rok 2001/2002 zakłada przychody 450 mln PLN i zysk netto 3,2 mln PLN (rok obrotowy dla JTT trwa od kwietnia do marca, przy czym według przyjętych oznaczeń 2001 oznacza rok 2001/2002 kończący się 31.03.2002).

**CCS S.A.****Podstawowe informacje o CCS S.A.**

Nazwa	Computer Communications Systems S.A.
Rodzaj działalności	Doradztwo, projektowanie i realizacja kompleksowych projektów informatycznych
Siedziba	Wrocław ul. Bema 17
Etap rozwoju	Restrukturyzacja
Rola MCI	Wiodący inwestor finansowy
Udział procentowy	50,01%
Reprezentacja MCI	Dwóch członków Rady nadzorczej
Inni inwestorzy (istotny udział)	Polish Enterprise Fund LP (16,22%)
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)	16,6
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)	9,2
Wycena transakcyjna pakietu MCI (transakcja Enterprise Investors 1300 PLN/akcje) mln PLN	17,75
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN)	7,62
Dyskonto	10,00%
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN) uwzględniająca dyskonto	6,86

Źródło: Spółka, obliczenia własne

**W przeżywającym obecnie trudności CCS realizowany będzie program restrukturyzacyjny**

**Bilans CCS S.A. (tys PLN)**

	1999	2000	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Aktywa</b>	<b>13 830,4</b>	<b>19 471,5</b>	<b>13 869,0</b>	<b>12 088,9</b>	<b>14 810,0</b>
Majątek trwały	2 639,3	2 560,9	2 660,0	2 760,0	2 960,0
Majątek obrotowy	11 121,7	16 539,1	11 009,0	9 078,9	11 650,0
RMK	69,5	371,5	200,0	250,0	200,0
<b>Pasywa</b>	<b>13 830,4</b>	<b>19 471,5</b>	<b>13 869,0</b>	<b>12 088,9</b>	<b>14 810,0</b>
Kapitał własny	5 861,1	3 984,7	-331,0	-611,1	60,0
Rezerwy	0,0	313,2	200,0	200,0	250,0
Zobowiązania	7 319,6	13 656,5	13 000,0	11 500,0	13 500,0
- długoterminowe	59,8	0,0	0,0	0,0	0,0
- krótkoterminowe	7 259,8	13 656,5	13 000,0	11 500,0	13 500,0
RMK i ppo.	649,8	1 517,1	1 000,0	1 000,0	1 000,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E - prognoza

**Rachunek zysków i strat CCS S.A. (tys PLN)**

	1999	2000	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>65 658,9</b>	<b>55 464,0</b>	<b>59 346,5</b>	<b>48 664,1</b>	<b>51 097,3</b>
Koszty działalności operacyjnej	60 067,5	53 857,3	61 397,3	48 196,9	49 401,8
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>5 549,3</b>	<b>1 163,4</b>	<b>-2 630,7</b>	<b>-130,1</b>	<b>1 080,3</b>
Zysk brutto	5 047,7	589,8	-4 315,7	-280,1	860,3
Podatek dochodowy	1 980,5	548,0	0,0	0,0	189,3
<b>Zysk netto</b>	<b>3 067,2</b>	<b>41,8</b>	<b>-4 315,7</b>	<b>-280,1</b>	<b>671,0</b>
Amortyzacja	728,5	1 448,4	1 325,0	1 100,0	1 180,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E - prognoza

**Wycena CCS S.A. metodą DCF(tys PLN)**

	2000	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E
<b>FCF (przepływy gotówkowe)</b>	785,6	2 007,5	470,0	-240,7	717,5	860,8	882,3
Wartość rezydualna FCF							21 250,3
PV FCF		1 868,3	408,8	-195,4	543,8	612,9	15 131,6
Suma PV FCF	18 370,0						
Wartość inwestycji pozaoperacyjnych	1,4						
Wartość spółki	18 371,4						
Zadłużenie oprocentowane	3 962,1						
Wartość kapitału własnego ( 12.2000r)	14 409,3						
Wartość kapitału własnego ( 01.2002r)	<b>15 235,4</b>						
Dyskonto	10,0%						
Wycena kapitału własnego (01.2002)	<b>13 711,9</b>						

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E - prognoza

Sytuacja tego integratora jest trudna. Ten rok CCS S.A. zamknie stratą 4,3 mln PLN. Spółka znajduje się w fazie restrukturyzacji, której celem jest zbudowanie silnego, stabilnego regionalnego integratora systemów, zamiast kosztownej ekspansji ogólnokrajowej. Nowa strategia ma poprawić rentowność firmy tak by w przyszłości stała się atrakcyjnym obiektem do sprzedaży dla inwestora strategicznego. Prognoza zarządu MCI na rok 2002 zakłada przychody 48 mln PLN i wynik finansowy netto na poziomie 0.

**Bankier.pl S.A.****Podstawowe informacje o Bankier.pl S.A.**

Nazwa	Bankier.pl S.A.
Rodzaj działalności	Vortal finansowy
Siedziba	Wrocław ul. Świdnicka 13
Etap rozwoju	Development
Rola MCI	Inwestor finansowy
Udział procentowy	59,28%
Reprezentacja MCI	Dwóch członków RN
Inni inwestorzy (istotny udział)	bmp AG (20%)
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)	0,8
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)	0,9
Wycena transakcyjna pakietu MCI (transakcja bmp AG 20% za 0,85 mln euro) mln PLN	8,27
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN)	0,99
Dyskonto	20,00%
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN) uwzględniająca dyskonto	0,79
Wycena porównawcza pakietu MCI (mln PLN)	3,47

*Zródło: Spółka, obliczenia własne*

**Bankier.pl jest jednym z wiodących portali finansowych**

Wyceny porównawczej Bankiera.pl S.A. dokonano w oparciu o porównanie z portalami Interia i Hoga. Hipotetyczną wycenę Bankiera obliczono wykorzystując wskaźniki P/BV i MC/S oraz aktualne notowania rynkowe spółek. Zwracamy uwagę, że Interia i Hoga są portalami horyzontalnymi, a nie vortalami finansowymi jak Bankier (w związku z tym wycena porównawcza nie musi być w pełni adekwatna).

**Bilans Bankier.pl S.A. (tys PLN)**

	2000	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Aktywa</b>	<b>2 098,8</b>	<b>4 026,2</b>	<b>3 952,7</b>	<b>4 590,5</b>
Majątek trwały	1 084,0	2 100,0	3 000,0	3 700,0
Majątek obrotowy	1 014,8	1 926,2	952,7	890,5
RMK	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>2 098,8</b>	<b>4 026,2</b>	<b>3 952,7</b>	<b>4 590,5</b>
Kapitał własny	76,5	2 506,2	452,7	-209,5
Rezerwy	89,5	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania	1 899,0	1 500,0	2 500,0	3 800,0
- długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0
- krótkoterminowe	1 899,0	1 500,0	2 500,0	3 800,0
RMK i ppo.	33,8	20,0	1 000,0	1 000,0

*Zródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza*

**Rachunek zysków i strat Bankier.pl S.A. (tys PLN)**

	2000 (04 - 12)	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>883,8</b>	<b>2 234,1</b>	<b>3 351,2</b>	<b>4 691,7</b>
Koszty działalności operacyjnej	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>-973,3</b>	<b>-3 228,8</b>	<b>-2 063,5</b>	<b>-682,2</b>
Zysk brutto	-1 033,5	-3 218,8	-2 053,5	-662,2
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>-1 033,5</b>	<b>-3 218,8</b>	<b>-2 053,5</b>	<b>-662,2</b>
Amortyzacja	177,1	315,0	600,0	740,0

*Zródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza*

**Wycena Bankier.pl S.A. metodą DCF (tys PLN)**

	2000	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E
<b>FCF (przepływy gotówkowe)</b>	-2 204,2	-5 554,1	-710,0	-930,0	-281,2	508,7	523,2
Wartość rezydualna FCF							12 567,9
PV FCF		-4 995,7	-600,4	-742,3	-211,6	361,3	8 925,8
Suma PV FCF	2 737,2						
Wartość inwestycji pozaoperacyjnych	0,0						
Wartość spółki	2 737,2						
Zadłużenie oprocentowane	1 314,8						
Wartość kapitału własnego ( 12.2000r)	1 422,3						
Wartość kapitału własnego ( 01.2002r)	<b>1 674,4</b>						
Dyskonto	20,0%						
Wycena kapitału własnego (01.2002)	<b>1 339,5</b>						

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

Bankier jest jednym z wiodących portali finansowych, który przechodzi restrukturyzację po połączeniu w ubr z portalem Euromoney.pl. Ostatnio podpisana została umowa dotycząca drugiej rundy finansowania Bankiera.pl S.A. W wyniku podwyższenia kapitału zakładowego Bankiera spółki bmp i CEEV będą posiadać łącznie 62,02% akcji (obecnie 20%), a 32,9% akcji zostanie w posiadaniu MCI. Jednocześnie MCI zostanie zwolniony z wypełniania zobowiązań wynikających z poprzedniej umowy udziałowej (m.in. Put Option, czyli możliwości sprzedaży akcji przez fundusz bmp po cenie nabycia powiększonej o 15% w skali roku). Jeśli umowa ta wejdzie w życie właścicielem większościowym Bankiera będzie fundusz bmp, zatem należy liczyć się z całkowitym wyjściem MCI z inwestycji. Prognoza zarządu MCI na rok 2002 zakłada przychody 3,3 mln PLN i stratę netto – 2,1 mln PLN.

**Polski Portal Ubezpieczeniowy S.A. (PPU S.A.)****Podstawowe informacje o PPU S.A.**

Nazwa	Polski Portal Ubezpieczeniowy (Expertia)		
Rodzaj działalności	Internet/B2B ubezpieczenia		
Siedziba	Warszawa al. KEN 95		
Etap rozwoju	Start-up		
Rola MCI	Inwestor finansowy		
Udział procentowy	59,72%		
Reprezentacja MCI	Trzech członków RN		
Inni inwestorzy (istotny udział)	M. Bud-Gusaim (12,59%), 3dart (13,00%)		
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)	14,1		
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)	4,1		
Wycena transakcyjna pakietu MCI (mln PLN)	-		
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN)	5,55		
Dyskonto	20,00%		
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN) uwzględniająca dyskonto	5,55		

Źródło: Spółka, obliczenia własne

**PPU ma szansę na internetową integrację rynku ubezpieczeń majątkowych**

**Wycena PPU S.A. metodą DCF (tys PLN)**

	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E
<b>FCF (przepływy gotówkowe)</b>	-1 917,5	-852,5	-160,0	309,1	810,4	830,6
Wartość rezydualna FCF						18 458,7
PV FCF	-1 917,5	-780,7	-142,0	263,2	655,4	14 928,3
Suma PV FCF	13 006,7					
Wartość inwestycji pozaoperacyjnych	0,0					
Wartość spółki	13 006,7					
Zadłużenie oprocentowane	1 517,5					
Wartość kapitału własnego ( 12.2001r)	11 489,2					
Wartość kapitału własnego ( 01.2002r)	<b>11 608,9</b>					
Dyskonto	20,0%					
Wycena kapitału własnego (01.2002)	<b>9 287,1</b>					

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

PPU S.A. próbuje zaistnieć na rynku ubezpieczeniowym (wykorzystując m.in. portal www.expertia.pl) i wykorzystać możliwości wymiany danych dotyczących ubezpieczeń pomiędzy agentami ubezpieczeniowymi różnych towarzystw oraz optymalizacji procesu zawierania umów ubezpieczeniowych. Możliwości działania na tym rynku są ogromne i jeśli spółce uda się odnieść sukces może on być naprawdę spektakularny. Z drugiej strony wejście na dość konserwatywny rynek ubezpieczeń majątkowych nie będzie z pewnością łatwe i może kosztować spółkę sporo nakładów i czasu. W grudniu ubr spółka pozyskała silnego partnera technologicznego- spółkę Efigence (dawniej 3dart.com). Prognoza zarządu MCI na rok 2002 zakłada przychody 1,8 mln PLN i stratę netto – 0,95 mln PLN.

### Travelplanet.pl S.A.

Nazwa	Travelplanet S.A.	
Rodzaj działalności	e-commerce, turystyka	
Siedziba	Wrocław ul. Świdnicka 13	
Etap rozwoju	Start-up	
Rola MCI	Wiodący inwestor finansowy	
Udział procentowy	97,77%	
Reprezentacja MCI	Trzech członków RN	
Inni inwestorzy (istotny udział)	-	
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)	0,5	
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)	2	
Wycena transakcyjna pakietu MCI mln PLN	-	
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN)	1,77	
Dyskonto	20,00%	
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN) uwzględniająca dyskonto	1,42	

Travelplanet.pl S.A. będzie próbował wykorzystać nowe kanały dystrybucji – głównie oparte o rozwiązania mobilne

#### Podstawowe informacje o Travelplanet.pl S.A.

Źródło: Spółka, obliczenia własne

#### Bilans Travelplanet.pl S.A. (tys PLN)

	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Aktywa</b>	<b>754,7</b>	<b>971,4</b>	<b>1 605,0</b>
Majątek trwały	400,0	490,0	560,0
Majątek obrotowy	334,7	461,4	1 015,0
RMK	20,0	20,0	30,0
<b>Pasywa</b>	<b>754,7</b>	<b>971,4</b>	<b>1 605,0</b>
Kapitał własny	-1 045,3	-1 148,6	-1 225,0
Rezerwy	0,0	20,0	30,0
Zobowiązania	1 800,0	2 100,0	2 800,0
- długoterminowe	200,0	100,0	100,0
- krótkoterminowe	1 600,0	2 000,0	2 700,0
RMK i ppo.	0,0	0,0	0,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

#### Rachunek zysków i strat Travelplanet.pl S.A. (tys PLN)

	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>211,0</b>	<b>825,0</b>	<b>2 145,0</b>
Koszty działalności operacyjnej	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>-1 445,3</b>	<b>-1 033,2</b>	<b>-26,4</b>
Zysk brutto	-1 545,3	-1 103,2	-76,4
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>-1 545,3</b>	<b>-1 103,2</b>	<b>-76,4</b>
Amortyzacja	60,0	98,0	112,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

**Wycena Travelplanet.pl S.A. metodą DCF (tys PLN)**

	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E
<b>FCF (przepływy gotówkowe)</b>	-1 960,0	-1 090,0	-250,0	99,1	347,3	356,0
Wartość rezydualna FCF						7 910,3
PV FCF	-1 960,0	-998,2	-217,6	81,8	271,2	6 176,2
Suma PV FCF	3 353,4					
Wartość inwestycji pozaoperacyjnych	0,0					
Wartość spółki	3 353,4					
Zadłużenie oprocentowane	1 560,0					
Wartość kapitału własnego ( 12.2001r)	1 793,4					
Wartość kapitału własnego ( 01.2002r)	<b>1 812,1</b>					
Dyskonto	20,0%					
Wycena kapitału własnego (01.2002)	<b>1 449,6</b>					

Zródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

Spółka jest właścicielem wiodącego polskiego pośrednika turystycznego w internecie www.travelplanet.pl i poszukuje obecnie silnego partnera medialnego w celu ekspansji na rynku ofert turystycznych. Planuje również rozwój alternatywnych kanałów dystrybucji (portale horyzontalne, serwisy mobilne). Prognoza zarządu MCI na rok 2002 zakłada przychody 0,83 mln PLN i stratę netto – 1,1 mln PLN.

**Process4e S.A.****Podstawowe informacje o Process4e.pl S.A.**

Nazwa	Process4e S.A.
Rodzaj działalności	Konsulting IT
Siedziba	Warszawa ul. Raclawicka 129/16
Etap rozwoju	Development
Rola MCI	Inwestor finansowy
Udział procentowy	66,66%
Reprezentacja MCI	Trzech członków RN
Inni inwestorzy (istotny udział)	U. Kottmann (33,64%)
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)	2,5
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)	1,67
Wycena transakcyjna pakietu MCI (mln PLN)	-
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN)	1,55
Dyskonto	10,00%
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN) uwzględniająca dyskonto	1,40

Zródło: Spółka, obliczenia własne

**Process4e prowadzi działalność w zakresie konsultingu/CRM**

**Bilans Process4e S.A. (tys PLN)**

	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Aktywa</b>	<b>2 607,6</b>	<b>2 909,1</b>	<b>3 259,9</b>
Majątek trwały	230,0	350,0	470,0
Majątek obrotowy	2 357,6	2 539,1	2 759,9
RMK	20,0	20,0	30,0
<b>Pasywa</b>	<b>2 607,6</b>	<b>2 909,1</b>	<b>3 259,9</b>
Kapitał własny	2 557,6	2 689,1	2 929,9
Rezerwy	0,0	20,0	30,0
Zobowiązania	50,0	200,0	300,0
- długoterminowe	0,0	100,0	100,0
- krótkoterminowe	50,0	100,0	200,0
RMK i ppo.	0,0	0,0	0,0

Zródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

**Rachunek zysków i strat Process4e S.A. (tys PLN)**

	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>2 900,0</b>	<b>3 132,0</b>	<b>3 915,0</b>
Koszty działalności operacyjnej	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>30,0</b>	<b>133,0</b>	<b>278,8</b>
Zysk brutto	80,0	173,0	308,8
Podatek dochodowy	22,4	41,5	67,9
<b>Zysk netto</b>	<b>57,6</b>	<b>131,5</b>	<b>240,8</b>
Amortyzacja	34,5	70,0	94,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

**Wycena Process4e S.A. metodą DCF (tys PLN)**

	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E
<b>FCF (przepływy gotówkowe)</b>	-2 527,6	-118,5	27,9	142,4	212,1	217,4
Wartość rezydualna FCF	0	0	0	0	0	4 831,9
PV FCF	-2 527,6	-108,5	23,1	107,1	146,7	3 341,9
Suma PV FCF	982,7					
Wartość inwestycji pozaoperacyjnych	1 322,1					
Wartość spółki	2 304,8					
Zadłużenie oprocentowane	0,0					
Wartość kapitału własnego ( 12.2001r)	2 304,8					
Wartość kapitału własnego ( 01.2002r)	<b>2 328,8</b>					
Dyskonto	10,0%					
Wycena kapitału własnego (01.2002)	<b>2 095,9</b>					

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

Spółka zajmuje się consultingiem biznesowym dla branży informatycznej w Polsce oraz Europie Centralnej i Wschodniej, jak również analizami przedwdrożeniowymi systemów wspomagania zarządzania CRM. Wydaje się, że spółka prowadzi działalność na stosunkowo niewielką skalę w stosunku do swoich możliwości kapitałowych (duże kapitały własne, duża ilość gotówki) i mogłaby ją znacznie rozszerzyć. Prognoza zarządu MCI na rok 2002 zakłada przychody 3,1 mln PLN i zysk netto 0,14 mln PLN.

**Biprogeo S.A.****Podstawowe informacje o Biprogeo S.A.**

Nazwa	Biprogeo S.A. projektowanie i wdrażanie
Rodzaj działalności	oprogramowania komputerowego w zakresie informacji przestrzennej
Siedziba	Wrocław
Etap rozwoju	Restrukturyzacja
Rola MCI	Wiodący inwestor finansowy
Udział procentowy	75,01%
Reprezentacja MCI	Trzech członków RN
Inni inwestorzy (istotny udział)	-
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)	0,5
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)	0,4
Wycena transakcyjna pakietu MCI (mln PLN)	-
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN)	1,31
Dyskonto	20,00%
Wycena pakietu MCI metodą DCF (mln PLN) uwzględniająca dyskonto	1,05

Źródło: Spółka, obliczenia własne

**Biprogeo jest jedną z największych firm działających na dynamicznie rozwijającym się rynku GIS (Geographic Information System)**

**Bilans Biprogeo S.A. (tys PLN)**

	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Aktywa</b>	<b>1 480,2</b>	<b>2 615,9</b>	<b>3 216,1</b>
Majątek trwały	447,1	550,0	750,0
Majątek obrotowy	1 013,1	2 045,9	2 446,1
RMK	20,0	20,0	20,0
<b>Pasywa</b>	<b>1 480,2</b>	<b>2 615,9</b>	<b>3 216,1</b>
Kapitał własny	-319,8	115,9	616,1
Rezerwy	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania	1 800,0	2 500,0	2 600,0
- długoterminowe	0,0	0,0	100,0
- krótkoterminowe	1 800,0	2 500,0	2 500,0
RMK i ppo.	0,0	0,0	0,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

**Rachunek zysków i strat Biprogeo S.A. (tys PLN)**

	2001 E	2002 E	2003 E
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>3 300,0</b>	<b>5 280,0</b>	<b>5 808,0</b>
Koszty działalności operacyjnej	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>-1 220,0</b>	<b>643,2</b>	<b>691,4</b>
Zysk brutto	-1 320,0	573,2	641,4
Podatek dochodowy	0,0	137,6	141,1
<b>Zysk netto</b>	<b>-1 320,0</b>	<b>435,6</b>	<b>500,3</b>
Amortyzacja	46,5	80,0	120,0

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

**Wycena Biprogeo S.A. metodą DCF (tys PLN)**

	2001E	2002E	2003E	2004E	2005E	2006E
<b>FCF (przepływy gotówkowe)</b>	-1 346,0	-46,6	91,1	20,8	215,4	220,4
Wartość rezydualna FCF						4 737,2
PV FCF	-1 346,0	-42,7	77,0	16,3	157,0	3 454,2
Suma PV FCF	2 315,7					
Wartość inwestycji pozaoperacyjnych	137,1					
Wartość spółki	2 452,8					
Zadłużenie oprocentowane	720,0					
Wartość kapitału własnego ( 12.2001r)	1 732,8					
Wartość kapitału własnego ( 01.2002r)	<b>1 750,9</b>					
Dyskonto	20,0%					
Wycena kapitału własnego (01.2002)	<b>1 400,7</b>					

Źródło: Spółka, obliczenia własne, E – prognoza

Biprogeo tworzy specjalistyczne oprogramowanie z zakresu systemów informacji przestrzennej. W związku ze zmianami prawnymi wynikającymi m.in. z przyszłego wejścia do UE a dotyczącymi na przykład podatku od nieruchomości, czy tworzenia rejestrów danych terenowych (np. dane o rzekach, drogach itp.) spółka może uczestniczyć w kontraktach rządowych. Spółka została tanio odkupiona od funduszu Enterprise Investors za 0,1 mln USD (sam fundusz zapłacił za nią 1,5 mln USD). Prognoza zarządu MCI na rok 2002 zakłada przychody 5,4 mln PLN i zysk netto 0,85 mln PLN.

**Storage4e S.A. (S4e S.A.)****Podstawowe informacje o S4e S.A.**

Nazwa	Storage4E S.A.	
Rodzaj działalności	Działalność w zakresie archiwizacji danych	
Siedziba	Kraków	
Etap rozwoju	Start-up	
Rola MCI	Wiodący inwestor finansowy	
Udział procentowy		95,23%
Reprezentacja MCI	Trzech członków RN	
Inni inwestorzy (istotny udział)	-	
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)		2,1
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)		2

Źródło: Spółka, obliczenia własne

**S4e jest firmą działającą na obiecującym rynku systemów archiwizacji danych**

Storage4e zajmuje się integracją i dystrybucją matryc dyskowych i systemów archiwizacji danych. Spółka uruchomiła działalność i jest na etapie finalizacji umów z głównymi partnerami technologicznymi. W ocenie spółki segment, w którym działa zaliczany jest do najszybciej rozwijających się w obrębie rynku IT z szacowaną dynamiką 80% w skali roku. Prognoza zarządu MCI na rok 2002 zakłada przychody 19,5 mln PLN i stratę netto – 0,25 mln PLN.

**Synergy S.A.****Podstawowe informacje o Synergy S.A.**

Nazwa	Synergy Polska S.A.	
Rodzaj działalności	Integrator zaawansowanych rozwiązań informatycznych	
Siedziba	Warszawa	
Etap rozwoju	Start-up	
Rola MCI	Wiodący inwestor finansowy	
Udział procentowy		99,40%
Reprezentacja MCI	Trzech członków RN	
Inni inwestorzy (istotny udział)	-	
Wartość spółki w momencie inwestycji (mln PLN)		0,5
Wartość księgowa udziału MCI netto (mln PLN)		0,5

Źródło: Spółka, obliczenia własne

**Synergy jest integratorem współpracującym z międzynarodowymi korporacjami**

Synergy Polska działa na rynku integracji rozwiązań informatycznych i współpracuje przede wszystkim z międzynarodowymi korporacjami. Prognoza zarządu MCI na rok 2002 zakłada przychody 13,5 mln PLN i zysk netto 0,54 mln PLN.

**Wycena akcji MCI Management S.A.**

	Spółka	Sektor	Wycena pakietu MCI (mln PLN)	Wycena pakietu MCI (mln PLN) po uwzględnieniu dyskonta	Przyjęte dyskonto	Zastosowana metoda wyceny
1	JTT Computer S.A.	IT/integracja	20,50	18,45	10%	DCF
2	CCS S.A.	IT/dystrybucja	7,62	6,86	10%	DCF
3	Bankier.pl S.A.	Internet/vortal finansowy	0,99	0,79	20%	DCF
4	PPU S.A.	Internet B2B, ubezpieczenia	6,93	5,55	20%	DCF
5	Travelplanet S.A.	Internet/e-commerce, turystyka	1,77	1,42	20%	DCF
6	Process4e S.A.	CRM business, consulting	1,55	1,40	10%	DCF
7	Biprogeo S.A.	IT/software	1,31	1,05	20%	DCF
8	Storage4e S.A.	IT/storage, dystrybucja i serwisy	2,00	2,00	0%	w.księgowa
9	Synergy S.A.	IT/dealer	0,50	0,50	0%	w.księgowa
Wartość portfela			43,18	38,01		
Gotówka+p.wartościowe (31.12.2001)			13,77	13,77		
Należności (31.12.2001)			7,85	7,85		
Zobowiązania			0,00	0,00		
Wartość aktywów netto MCI			56,95	51,78		
Ilość akcji MCI (mln szt)			37,80	37,80		
Wartość 1 akcji MCI (PLN)			1,51	<b>1,37</b>		

Źródło: Obliczenia własne

Wycena akcji MCI została dokonana w oparciu o wycenę jej portfela inwestycyjnego. Do wyceny portfela wzięto wyceny DCF poszczególnych spółek (oprócz S4e i Synergy – wartość księgową udziału MCI). Wartość portfela wyceniono na 38,01 mln PLN. Do tego spółka posiadała na koniec roku 8,13 mln PLN gotówki i 5,64 mln PLN w papierach wartościowych. Oprócz tego spółka posiadała 7,85 mln PLN należności, jednak z uwagi na trudność w oszacowaniu ich ściągłości nie będą one uwzględniane w wycenie. Poza tym znaczna część należności to pożyczki udzielone spółkom portfelowym (m.in. CCS S.A., Bankier.pl S.A., Travelplanet.pl S.A., Biprogeo S.A.). Środki pieniężne w ocenie zarządu MCI wystarczają na około 12-18 m-cy działalności. Spółka nie posiadała na koniec roku 2001 zobowiązań, nie ma zatem niebezpieczeństwa utraty płynności w najbliższym czasie. Wartość aktywów netto MCI (portfel + gotówka + pw - zobow) wyceniamy na 51,78 mln PLN, co daje **1,37 PLN** na akcję. Ostatni (20.02.2002) kurs giełdowy 1,13 PLN jest zatem niższy od wyceny o 17,5%. Wycena samego portfela to 38,01 mln PLN, czyli 1,01 PLN/akcję, a reszta czyli 0,36 PLN/akcję to wycena gotówki i papierów wartościowych, które będą używane na nowe inwestycje i bieżącą działalność Spółki. Portfel inwestycyjny MCI zwraca ciekawe spółki przynoszące zyski już teraz (JTT Computer) lub mające szanse odniesienia dużego sukcesu (PPU S.A., S4e S.A.). Jednak większość spółek portfelowych przyniosła straty za 2001r: CCS S.A., Bankier.pl S.A., PPU S.A., Travelplanet.pl S.A., Biprogeo S.A., S4e S.A., Synergy S.A. a prognozy nie zakładają zdecydowanej poprawy już w bieżącym roku. Zatem ich wycena będzie zależeć w dużej mierze od klimatu wokół spółek IT i ich wyceny rynkowej. Inwestycje typu IT, czy VC (zawierające portfele IT) wyceniane są przy sprzyjającej koniunkturze jako wielokrotność ich aktywów lub wartości portfela inwestycyjnego w przypadku funduszy VC. Wartość portfela MCI przed IPO w 2001r było wyceniane na około 3 PLN, cena w IPO wyniosła 6 PLN (2 razy wartość portfela/akcję) a rynek wycenił walory MCI na wejściu prawie po 9 PLN (3 razy wartość portfela/akcję). W chwili obecnej wycena rynkowa spółek IT jak i portali jest niska i praktycznie uniemożliwia wyjście z inwestycji w formie IPO, a sprzedaż inwestorowi strategicznemu odbyłaby się prawdopodobnie po cenie nie zapewniającej wymaganej przez MCI stopy zwrotu. W związku z tym ewentualne wyjścia ze spółek portfelowych spółka będzie realizować prawdopodobnie w terminie późniejszym (2003-2004). Posiadanie płynnych środków w chwili obecnej powoduje, że MCI nie traci możliwości dokonywania nowych inwestycji po atrakcyjnych cenach. Według deklaracji zarządu w tym roku mają zostać kupione 2-3 nowe spółki portfelowe. 11-12 spółek w portfelu MCI to według ocen zarządu maksymalna ich liczba do zarządzania przy obecnych możliwościach kadrowych Spółki. Po trwającym od debiutu w lutym 2001r spadku obecnie akcje Spółki notowane są na poziomie nieco ponad 1 PLN. Wydaje się, że większość niekorzystnych informacji jest już zawartych w cenie. Po sprzedaży swego pakietu przez jednego z głównych akcjonariuszy – spółkę Howell S.A., obecnie jednym z zagrożeń jest pakiet akcji z konwersji udziałów Czechowicz Ventures (ok. 1,5 mln walorów), choć nie wiadomo, czy właściciele będą sprzedawać akcje teraz na rynku. Jednocześnie Spółka po zamieszczeniu i serii niekorzystnych informacji dotyczących sprzedaży akcji przez jej głównych akcjonariuszy ma szansę poprawić swój wizerunek na rynku kapitałowym. Odbudowanie nadszarpniętego zaufania (szczególnie wśród inwestorów instytucjonalnych) nie będzie jednak łatwe, i na pewno potrwa. Jeśli jednak Spółka będzie prowadzić jasną i czytelną politykę informacyjną (konieczną szczególnie w branży VC, gdzie zawierane jest wiele skomplikowanych umów) podziała to na pewno na jej korzyść. Biorąc pod uwagę sytuację MCI Management S.A., prognozy, zagrożenia i ryzyko wydajemy rekomendację **AKUMULUJ**. Doradzamy powiększanie pozycji przy ewentualnych spadkach w okolice 0,90 – 1,10 PLN.

**Wycena akcji MCI obejmująca wartość portfela inwestycyjnego i środków płynnych to 1,37 PLN**

**Wycena samego portfela inwestycyjnego to 1,01 PLN/akcję**

**Gotówka i papiery wartościowe dają 0,36 PLN/akcję**

**METODOLOGIA LICZENIA WSKAŹNIKÓW ZAMIESZCZONYCH W ANALIZIE**

<b>BVPS</b>	wartość księgowa przypadająca na jedną akcję;
<b>CEPS</b>	suma zysku netto i amortyzacji przypadająca na jedną akcję;
<b>CFP</b>	(Cash Flow and Parataxes) Nadwyżka Finansowa i Parapodatki=zysk netto+amortyzacja+odsetki+parapodatki
<b>CFPM</b>	(Cash Flow and Parataxes Margin) Stopa Nadwyżki Finansowej i Parapodatków=(zysk netto+amortyzacja+odsetki+parapodatki)/przychody netto
<b>CP</b>	(Average Collection Period) rotacja należności; iloraz wartości należności krótkoterminowych na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie;
<b>CR</b>	(Current Ratio) wskaźnik płynności bieżącej; iloraz majątku obrotowego i sumy: zobowiązań krótkoterminowych i funduszy specjalnych, rezerw, rozliczeń międzyokresowych biernych i przychodów przyszłych okresów;
<b>DCF</b>	(Discounted Cash Flow) metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych
<b>DEPR</b>	(Depreciation) Amortyzacja
<b>DFL</b>	dźwignia finansowa; miara ryzyka finansowego wyrażona ilorazem: EBIT i EBIT pomniejszony o koszt odsetek (lub ilorazem względnego przyrostu EPS i względnego przyrostu EBIT);
<b>DOL</b>	dźwignia operacyjna; miara ryzyka operacyjnego wyrażona ilorazem: przychody ze sprzedaży pomniejszone o koszty zmienne i przychody ze sprzedaży pomniejszone o koszty zmienne oraz koszty stałe (lub ilorazem względnego przyrostu EBIT i względnego przyrostu przychodów ze sprzedaży);
<b>EAM</b>	(Profit before Extraordinary Items and Taxes Margin) stopa zysku na działalności gospodarczej=zysk na działalności gospodarczej/przychody netto
<b>EPS</b>	zysk netto przypadający na jedną akcję;
<b>GP</b>	(Gross Profit) Wynik Finansowy Brutto
<b>IT</b>	(Days of Coverage-Inventory) rotacja zapasów; iloraz wartości zapasów na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie;
<b>MC/S</b>	iloraz wartości rynkowej spółki i przychodów ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały;
<b>NICF</b>	(Net Investment Cash Flow) Przepływy Inwestycyjne Netto
<b>NFCF</b>	(Net Financial Cash Flow) Przepływy Finansowe Netto
<b>NOCF</b>	(Net Operating Cash Flow) Przepływy Operacyjne Netto
<b>NPM</b>	(Net Profit Margin) Stopa Zysku Netto=zysk netto/przychody netto,
<b>NP</b>	(Net Profit) Zysk Netto
<b>NS</b>	(Net Sales) Przychody Netto
<b>NSEM</b>	(Net Sales per Employee) Wydajność Pracy=przychody netto/zatrudnienie
<b>NWC</b>	(Net Working Capital) kapitał obrotowy netto lub kapitał pracujący; różnica pomiędzy majątkiem obrotowym a sumą: zobowiązań krótkoterminowych i funduszy specjalnych, rezerw oraz rozliczeń międzyokresowych biernych i przychodów przyszłych okresów;
<b>OP</b>	(Operating Profit) Zysk Operacyjny
<b>OPM</b>	(Operating Profit Margin) Stopa Zysku Operacyjnego=zysk operacyjny/przychody operacyjne
<b>OPPS</b>	zysk operacyjny przypadający na jedną akcję;
<b>P/CE</b>	cena/cash flow; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto oraz amortyzacji za ostatnie cztery kwartały;
<b>P/E</b>	(Price/Earnings) cena/zysk; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto za ostatnie cztery kwartały;
<b>P/EBIT</b>	iloraz rynkowej wartości spółki i EBIT za ostatnie cztery kwartały;
<b>P/BV</b>	iloraz wartości rynkowej spółki i jej wartości księgowej;
<b>PL</b>	(Days of Coverage – Liabilities) rotacja zobowiązań; iloraz wartości zobowiązań krótkoterminowych na koniec okresu i przychodów ogółem (przychody ze sprzedaży, pozostałe przychody operacyjne i przychody finansowe) w tym okresie, pomnożony przez ilość dni w okresie;
<b>QR</b>	(Quick Ratio) wskaźnik podwyższonej płynności; iloraz majątku obrotowego pomniejszonego o zapasy i sumy: zobowiązań krótkoterminowych i funduszy specjalnych, rezerw, rozliczeń międzyokresowych biernych i przychodów przyszłych okresów;
<b>ROA</b>	(Return on Assets) stopa zwrotu z aktywów; iloraz zysku netto i aktywów na koniec okresu obrotowego;
<b>ROE</b>	(Return on Equity) stopa zwrotu z kapitału własnego; iloraz zysku netto i kapitałów własnych na koniec okresu obrotowego;
<b>ROIC</b>	(Return On Invested Capital) stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału; iloraz <i>NOPLAT</i> i kapitału zainwestowanego w działalność operacyjną;
<b>VAM</b>	(Value Added Margin) Stopa Wartości Dodanej=(zysk netto+wynagrodzenia+narzut+y podatek dochodowy+parapodatki)/przychody netto
<b>WACC</b>	(Weighted Average Cost of Capital) koszt kapitału wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo mierzony średnią ważoną kosztów poszczególnych składników w kapitale całkowitym;
<b>wskaźnik ogólnego zadłużenia</b>	iloraz zobowiązań i wartości aktywów;
<b>wskaźnik rentowności brutto</b>	iloraz zysku brutto i przychodów ze sprzedaży;
<b>wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych</b>	iloraz zobowiązań ogółem do kapitałów własnych;
<b>wskaźnik zadłużenia długoterminowego</b>	iloraz zobowiązań długoterminowych do aktywów.

# DOM MAKLERSKI

## BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA SA

### Departament Doradztwa i Analiz Rynkowych

<i>Dyrektor Departamentu</i>	<i>Henryk Ciszewski</i>	<a href="mailto:H.Ciszewski@dmbos.com.pl"><u>H.Ciszewski@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Doradca Inwestycyjny</i>	<i>Waldemar Bojara</i>	<a href="mailto:W.Bojara@dmbos.com.pl"><u>W.Bojara@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Informatyka Telekomunikacja</i>	<i>Tomasz Binkiewicz Agnieszka Talarek Bartosz Widzyński</i>	<a href="mailto:T.Binkiewicz@dmbos.com.pl"><u>T.Binkiewicz@dmbos.com.pl</u></a> <a href="mailto:A.Swietlicka@dmbos.com.pl"><u>A.Swietlicka@dmbos.com.pl</u></a> <a href="mailto:B.Widzynski@dmbos.com.pl"><u>B.Widzynski@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Budownictwo Energetyka Metalurgia</i>	<i>Tomasz Binkiewicz</i>	<a href="mailto:T.Binkiewicz@dmbos.com.pl"><u>T.Binkiewicz@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Media Farmaceutyki</i>	<i>Agnieszka Talarek Bartosz Widzyński</i>	<a href="mailto:A.Swietlicka@dmbos.com.pl"><u>A.Swietlicka@dmbos.com.pl</u></a> <a href="mailto:B.Widzynski@dmbos.com.pl"><u>B.Widzynski@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Banki Ubezpieczenia</i>	<i>Sławomir Dobrzański</i>	<a href="mailto:S.Dobrzanski@dmbos.com.pl"><u>S.Dobrzanski@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Żywność</i>	<i>Sławomir Dobrzański</i>	<a href="mailto:S.Dobrzanski@dmbos.com.pl"><u>S.Dobrzanski@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Handel Usługi</i>	<i>Agnieszka Talarek Bartosz Widzyński</i>	<a href="mailto:A.Swietlicka@dmbos.com.pl"><u>A.Swietlicka@dmbos.com.pl</u></a> <a href="mailto:B.Widzynski@dmbos.com.pl"><u>B.Widzynski@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Makroekonomia</i>	<i>Sławomir Dobrzański</i>	<a href="mailto:S.Dobrzanski@dmbos.com.pl"><u>S.Dobrzanski@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Kredyty Wyceny</i>	<i>Bartosz Widzyński</i>	<a href="mailto:B.Widzynski@dmbos.com.pl"><u>B.Widzynski@dmbos.com.pl</u></a>
<i>Asystent</i>	<i>Krzysztof Dobrzański</i>	<a href="mailto:K.Dobrzanski@dmbos.com.pl"><u>K.Dobrzanski@dmbos.com.pl</u></a>

ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
tel.: (0-prefix-22) 622 66 22  
fax.: (0-prefix-22) 621 41 93  
<http://bossa.pl>

**DOM MAKLERSKI**  
**BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA SA**  
*Wydział Indywidualnej Obsługi Klienta*

***Obsługa Klientów Indywidualnych***

---

*Andrzej Zydorowicz*  
*Piotr Bogusz*

*Kierownik Wydziału*  
*makler*

*(+48 22) 583 68 22/32;*  
*(+48 22) 583 68 21/31;*