



# MCI Management

rekomendacja  
**KUPUJ**

kurs docelowy  
**1,66**

## ❑ Fundusz venture capital inwestujący w spółki technologiczne

MCI Management S.A. to jeden z kilku aktywnych funduszy venture capital działających na polskim rynku. Istotą działalności funduszu jest inwestowanie w obiecujące przedsięwzięcia znajdujące się w początkowych fazach rozwoju i udzielanie im wsparcia zarówno w sferze finansowania, jak i zarządzania. Po dokonanych w sierpniu bieżącego roku dwóch dezinvestycjach, w portfelu MCI znajduje się dziewięć spółek, w tym osiem dynamicznie wzrastających biznesów niszowych i jeden dojrzały, ale znajdujący się na krawędzi bankructwa. Proporcja ta jest bardzo korzystna jak na fundusze wysokiego ryzyka, dla których przeciętnie sukcesem kończą się dwie lub najwyżej trzy inwestycje na dziesięć. Rozwijające się spółki portfelowe MCI działają w bardzo atrakcyjnych niszach sektora informatycznego, począwszy od systemów informacji przestrzennej poprzez usługi dodane dla telefonii komórkowej i konsulting informatyczny, aż do internetowego biura podróży.

## ❑ Przełomowy okres w historii funduszu

Bieżący rok jest rokiem przełomowym dla MCI Management S.A. W tym roku bowiem fundusz po raz pierwszy od początku swojej działalności odnotuje zysk netto. Większość spółek portfelowych w ostatnim okresie wyszła na prostą i wkroczyła w fazę dynamicznego wzrostu tak sprzedaży, jak i rentowności. Szacujemy, iż spośród ośmiu wzrastających biznesów tylko jeden - Bankier.pl S.A. zakończy rok wyraźną stratą netto. Sytuacja ta według bardzo ostrożnych szacunków ulegnie dalszej poprawie już w przyszłym roku, kiedy to wszystkie wzrastające spółki portfelowe osiągną zysk netto.

## ❑ Wycena

Wartość akcji MCI Management S.A. oszacowaliśmy określając wartość posiadanych przez fundusz akcji i udziałów w spółkach portfelowych i korygując ją o posiadaną przez MCI gotówkę i zobowiązania. Ze względu na fakt, iż spółki portfelowe znajdują się w większości w początkowych fazach rozwoju (faza startu i ekspansji) oraz zważywszy, iż są to spółki niszowe, dla których nie jest możliwe znalezienie odpowiedników dających rzetelne podstawy do wyceny porównawczej, wyceny przeprowadziliśmy w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Zastosowanie tego modelu jest zasadne, gdyż spółki portfelowe MCI w znakomitej większości posiadają już ustabilizowaną sytuację finansową i pozycję konkurencyjną, pozwalającą na wiarygodne oszacowanie przyszłych wyników. Postanowiliśmy przy tym stosować bardzo rygorystyczne założenia dotyczące wzrostu przychodów oraz uzyskiwanych marż. Ze względów ostrożnościowych zakładane przez nas przyszłe rentowności poszczególnych spółek nie odbiegają od rentowności uzyskiwanych obecnie przez spółki "tradycyjne". Ponadto, zastosowaliśmy rygorystyczne wskaźniki beta, rzutujące na dalsze zmniejszenie szacowanych wartości. Uzyskane przez nas wyceny spółek są zatem wartościami posiadającymi bardzo duży zapas bezpieczeństwa. Pomimo to, potencjał wzrostowy akcji MCI szacujemy na ponad 80%. Na tej podstawie rekomendujemy kupno akcji MCI z ceną docelową równą 1,66 zł.

## Ticker

GPW	MCI
Reuters	MCIM.WA

## Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	0,90
wycena DCF (zł)	1,66
min 52 tyg (zł)	0,31
max 52 tyg (zł)	1,07
kapitalizacja (tys. zł)	34 020
EV (tys. zł)	33 072
liczba akcji (tys.)	37 800
free float (%)	51,6%
free float (tys. zł)	17 554
śr. obrót/msc (tys. zł)	8 505

MCI Management



Zmiana kursu	MCI	WIG
1 miesiąc	-4,3%	6,9%
3 miesiące	13,9%	14,8%
6 miesięcy	150,0%	44,9%
12 miesięcy	109,3%	46,6%

Akcjonariat	% akcji
Czechowicz Ventures*	48,40%

\* wraz z Tomaszem Czechowiczem,  
stan na 29.X.2003

## Dane finansowe

tys. zł	2001	2002	2003P	2004P	2005P
sprzedaż	59 168	37 248	40 880	48 050	58 429
EBITDA	-2 643	-3 152	2 029	3 109	4 252
zysk netto	-8 294	-16 328	739	2 177	3 185
EPS (zł)	-0,22	-0,43	0,02	0,06	0,08
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	-0,06	-0,37	0,06	3,50	3,62
P/E	-	-	46,0	15,6	10,7
P/BV	0,84	1,48	1,40	1,29	1,15
EV/EBITDA	-12,5	-10,5	16,3	10,6	7,8

P - prognoza BDM PKO BP SA

Bankowy Dom Maklerski  
PKO Bank Polski SA  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22)521-80-00  
fax (0-22)521-79-46  
e-mail: infobdm@pkobp.pl

Informacja na temat  
powiązań pomiędzy BDM  
a spółką znajduje się na  
ostatniej stronie  
niniejszego opracowania

## Poprzednie rekomendacje

data	rekomendacja	kurs
nie sporządzano rekomendacji		

## analityk:

Michał Janik

tel. (0-22)521-79-13

e-mail:

michal.janik@pkobp.pl

## Czynniki mające wpływ na wycenę i rekomendację

### Charakterystyka portfela funduszu

Obecna struktura portfela MCI Management S.A. dobrze obrazuje politykę odejścia od inwestycji internetowych i koncentracji na przedsięwzięciach w atrakcyjnych niszach sektora informatycznego. Fundusz posiada w portfelu dziewięć spółek, z których jedynie trzy można określić mianem "internetowych". Należy jednak podkreślić, iż jedna z nich, One2One sp. z o.o. funkcjonuje w bardzo perspektywicznym obszarze usług związanych z funkcjonowaniem telefonii komórkowej, druga zaś - Travelplanet.pl S.A., jest dynamicznie wzrastającą gwiazdą portfela uzyskującą przychody z pośrednictwa w sprzedaży produktów oferowanych przez większość znaczących biur podróży. Ich klasyfikacja jako spółki internetowe może być więc dyskusyjna. Jedynym przedsięwzięciem "czysto internetowym" spośród wszystkich inwestycji MCI jest zatem prowadząca portal finansowy Bankie.pl S.A. Spółka ta jako jedyna spośród ośmiu wzrostowych spółek funduszu wygeneruje w tym roku zauważalną stratę netto (całoroczny wynik netto minimalnie ujemny szacujemy w przypadku kończącej restrukturyzację Biprogeo S.A.). Należy jednak zaznaczyć, iż Bankier.pl we wrześniu wypracował zysk operacyjny, zaś ze względu na dokonaną w spółce restrukturyzację kosztową oraz wyraźny wzrost przychodów jesteśmy przekonani, iż również w przypadku tej spółki wypracowanie zysku netto w przyszłym roku nie jest zagrożone. Osobno natomiast traktujemy sztandarową inwestycję funduszu z minionych lat - JTT Computer S.A. Z powodów opisanych w dalszej części niniejszego raportu spółka znalazła się na skraju bankructwa. Wartość JTT dla funduszu określiliśmy na podstawie przewidywanej ceny sprzedaży akcji spółki stojącej na krawędzi upadłości, czyli przyjmując radykalnie niską cenę możliwą do uzyskania za pakiet. Po zwiększeniu poziomu rezerw na akcje JTT do 90% ich obecna wartość w księgach funduszu jest równa około 1 mln zł. Tak jak w przypadku wszystkich spółek portfelowych, również cenę sprzedaży pakietu JTT oszacowaliśmy w bardzo rygorystyczny sposób, na poziomie 85% obecnej wartości księgowej. Biorąc pod uwagę dotychczasową bardzo silną pozycję spółki na krajowym rynku producentów i dystrybutorów sprzętu komputerowego, cieszącą się znakomitą renomą markę komputerów ADAX oraz wieloletnie doświadczenie zarządu w realiach krajowego rynku doszliśmy do wniosku, iż kwota mniejsza od 1 mln zł jest możliwa do uzyskania za pakiet blisko 40% akcji spółki, notabene nie pasującej do portfela funduszu venture capital. Po sprzedaży w sierpniu bieżącego roku posiadanych udziałów w Expertia Sp. z o.o. oraz akcji Synergy Polska S.A. ukształtowała się obecna struktura portfela funduszu:

Nazwa spółki	obszar działalności (nisza)	faza rozwoju	udział MCI w kapitale i głosach na WZA
Computer Communication Systems S.A.	integracja systemowa	restrukturyzacja	71,44%
S4E S.A.	dystrybucja pamięci masowych	ekspansja	97,56%
Process4E S.A.	konsulting w sektorze IT	rozwój	66,66%
Bankier.pl S.A.	portal finansowy	ekspansja	38,36%
Biprogeo S.A.	systemy informacji przestrzennej (GIS)	restrukturyzacja	73,71%
Geo Technologies Sp. z o.o.	systemy informacji przestrzennej (GIS)	start	75,00%
One2One Sp. z o.o.	usługi dodane dla telefonii komórkowej	start	50,85%
Travelplanet.pl S.A.	portal turystyczny	ekspansja	94,74%
JTT Computer S.A.	produkcja komputerów	dojrzała	36,05%

Źródło: MCI Management S.A.

Obecna struktura portfela nie może być traktowana jako struktura trwała. Istota działalności funduszy venture capital zakłada bowiem wyjście z inwestycji w okresie od trzech do siedmiu lat (w zależności od charakterystyki i tempa rozwoju poszczególnych przedsięwzięć oraz preferencji samego funduszu). Ponadto, MCI Management S.A. planuje jeszcze w tym roku dokonać co najmniej jednej nowej inwestycji. Warto przy tym podkreślić, iż fundusz nie jest zainteresowany inwestycjami w przedsięwzięcia internetowe znajdujące się w początkowych fazach rozwoju (w przypadku tego typu projektów MCI dopuszcza jedynie restrukturyzację atrakcyjnych przedsięwzięć). Obszary zainteresowania funduszu to integracja aplikacyjna, konsulting informatyczny oraz bezpieczeństwo informatyczne. Tak ukształtowane preferencje w naszej ocenie zwiększają bezpieczeństwo inwestycji w akcje MCI Management S.A. nie ujmując przy tym atrakcyjności potencjalnych inwestycji.

Ważnym czynnikiem wpływającym na ocenę MCI Management S.A. jest aktualna sytuacja finansowa spółek portfelowych. Bieżący rok jest pod tym względem przełomowy, gdyż zakończone lub kończące się procesy restrukturyzacyjne oraz wkroczenie w fazę dynamicznego wzrostu

przez większość spółek portfelowych wpłynęło na stabilizację ich sytuacji finansowej. Fakt ten znajduje odzwierciedlenie w wynikach półrocznych: cztery ośmiu spółek (Computer Communication Systems S.A., Process4E S.A., S4E S.A. oraz Geo Technologies Sp. z o.o.) wypracowały zysk netto. W świetle minionych dziewięciu miesięcy oczekujemy, iż liczba ta na koniec roku ulegnie zwiększeniu (również Geo Technologies zakończy według nas cały rok zyskiem, gdyż jej tegoroczne wyniki uwzględniać będą wpływ trzech miesięcy ubiegłego roku, w których spółka rozpoczęła działalność). W wyniku tak znacznej poprawy kondycji portfela, również MCI Management S.A. w naszym przekonaniu zakończy rok 2003 zyskiem netto. Dla ponoszącego dotychczas znaczne straty funduszu jest to zatem moment zwrotny.

Opierając się na bardzo rygorystycznych założeniach dotyczących przyszłego tempa wzrostu przychodów spółek portfelowych oraz zakładając uzyskiwanie przez nie relatywnie niskich marż, dokonaliśmy oszacowania wartości portfela MCI Management S.A. na 61 mln złotych. Wartość ta jest naszym zdaniem wartością zawierającą znaczny margines bezpieczeństwa. Przy dokonywaniu projekcji przyszłych wyników poszczególnych spółek wyszliśmy bowiem z założenia, iż ze względu na ich młody wiek możliwe będą "potknięcia" w dynamicznym wzroście. W efekcie, uzyskaliśmy naszym zdaniem bardzo bezpiecznie oszacowaną wartość poszczególnych inwestycji:

Nazwa spółki	zainwestowany kapitał (tys. zł)	wartość spółki w księgach MCI (tys. zł)	udział w wartości księgowej portfela	wycena spółki w portfelu MCI (tys. zł)	udział w oszacowanej wartości portfela
CCS S.A.	12 895	15 210,6	51,6%	<b>25 861,1</b>	42,3%
S4E	4 010	4 008,1	13,6%	<b>14 495,4</b>	23,7%
Process 4E S.A.	1 697	1 697,0	5,8%	<b>3 316,6</b>	5,4%
Bankier.pl S.A.	1 855	2 947,4	10,0%	<b>611,9</b>	1,0%
Biprogeo S.A.	1 337	1 199,4	4,1%	<b>1 545,5</b>	2,5%
GeoTec Sp. z o.o.	75	75,3	0,3%	<b>641,0</b>	1,0%
One2One Sp. z o.o.	431	536,7	1,8%	<b>3 467,7</b>	5,7%
Travelplanet S.A.	2 791	2 792,9	9,5%	<b>10 278,0</b>	16,8%
JTT Computer S.A.	10 200	1 020,0	3,5%	<b>867,0</b>	1,4%
<b>Suma</b>	<b>35 291</b>	<b>29 487,4</b>	<b>100%</b>	<b>61 084,2</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: MCI Management S.A., obliczenia BDM PKO BP S.A.

Po uwzględnieniu pozostałych czynników wpływających na wartość MCI Management S.A. uzyskaliśmy wartość jednej akcji funduszu równą 1,66 zł. Udział poszczególnych składników w oszacowanej przez nas wartości akcji został przedstawiony poniżej, w dalszej części niniejszego raportu przedstawione natomiast zostały krótkie charakterystyki poszczególnych spółek portfelowych, projekcje sprawozdań finansowych oraz wyceny.

Wycena MCI	tys. zł
wartość spółek portfelowych	61 084,2
należności	622,7
środki pieniężne	948,3
zobowiązania	60,0
<b>wycena MCI</b>	<b>62 595,2</b>
liczba akcji (tys. sztuk)	37 800
<b>wycena jednej akcji (zł)</b>	<b>1,66</b>

Źródło: MCI Management S.A., obliczenia BDM PKO BP S.A. Stan na 29.X.2003

Rozkład wartości jednej akcji (zł)	
<b>wycena jednej akcji</b>	<b>1,66</b>
CCS S.A.	0,68
S4E	0,38
Process 4E S.A.	0,09
Bankier.pl S.A.	0,02
Biprogeo S.A.	0,04
GeoTec Sp. z o.o.	0,02
One2One Sp. z o.o.	0,09
Travelplanet S.A.	0,27
JTT Computer S.A.	0,02
<b>razem spółki portfelowe</b>	<b>1,62</b>
należności - zobowiązania	0,01
środki pieniężne	0,03

Źródło: obliczenia BDM PKO BP S.A., stan na 29.X.2003

## Computer Communication Systems S.A.

### Podstawowe informacje o spółce

Computer Communication Systems (CCS) powstała w 1991 roku, jako spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Wraz z końcem 1998 roku została przekształcona w spółkę akcyjną, w portfelu MCI jest obecna od 16 listopada 1999. CCS posiada spółkę zależną CCS Real Estate Sp. z o.o. (100% udział, zysk netto wypracowany za 2002 rok równy 66,7 tys zł). W chwili obecnej struktura akcjonariatu spółki przedstawia się następująco:

akcjonariusz	% głosów
MCI Management S.A.	71,44
Enterprise Investors	15,28
Pozostali	13,28

Źródło: CCS S.A.

### Oferta spółki

CCS zajmuje się realizacją złożonych projektów informatycznych, począwszy od konsultingu i projektu poprzez wdrożenia aż do utrzymania systemu. Pozycja CCS jest szczególnie silna w obszarze integracji systemów dla sektora handlu detalicznego oraz w sferze rozwiązań telekomunikacyjnych. CCS posiada w swojej ofercie usługi projektowania i budowy rozległych sieci komputerowych, systemów inteligentnych budynków a także usługi szkoleniowe. Spółka jest innowacyjna - jako pierwsza w Europie przeprowadziła wspólnie z Cisco Systems wdrożenie telefonii satelitarnej, w Polsce również jako pierwsza wdrożyła telefonię IP. System stworzony przez spółkę obsługuje sieć 1.400 stacji PKN Orlen, a także 950 sklepów w sieci Żabka oraz 640 Biedronka. Do klientów CCS należą m.in. JMD, GlaxoSmithKline, Volvo Poland oraz Holiday Inn. CCS dysponuje szeroką ofertą własnych produktów dostosowanych do potrzeb klientów o rozbudowanej sieci placówek (sklepów sprzedaży detalicznej oraz stacji benzynowych), co pozwala oczekiwać wysokiej rentowności usług świadczonych w podstawowej dla spółki niszy. CCS posiada sieć placówek umożliwiającą realizację zleceń na terenie całego kraju.

### Sytuacja finansowa

Computer Communication Systems w roku 1999 osiągnęła około 60 mln zł przychodów i wypracowała 3,5 mln zł zysku netto. Okres późniejszych dwóch lat znacznie pogorszył sytuację finansową spółki. Załamanie koniunktury na rynku IT mocno dotknęło CCS, w której nastąpiła utrata rentowności operacyjnej i załamanie sprzedaży oraz płynności finansowej. Przychody spółki spadły w 2002 roku do 27 mln zł, jednakże prowadzony przez dwa lata okres restrukturyzacji pozwolił w drugim półroczu 2002 na odzyskanie rentowności netto. Restrukturyzacja objęła między innymi zatrudnienie, przeciętna liczba pracowników CCS spadła z 86 osób w roku do 65 w 2002 roku. Zakończenie wraz końcem 2002 roku procesu naprawczego oraz ustabilizowanie poziomu sprzedaży otworzyło przed CCS możliwość ponownego wkroczenia na ścieżkę wzrostu. W spółce następuje wzrost udziału przychodów z utrzymania systemów, które stanowią jedną z najatrakcyjniejszych części działalności CCS.

### Perspektywy wzrostu

Spółka zakończyła proces restrukturyzacji i odzyskała płynność finansową utrzymując przy tym bardzo silną pozycję konkurencyjną w sektorze handlu i dystrybucji. CCS koncentruje się na rozwijaniu działalności w niszy obsługi informatycznej handlu detalicznego, a także wśród spółek przemysłowych. Czynniki, które wzmacniają szanse sukcesu spółki są wieloletnie doświadczenie jej pracowników oraz skuteczność przeprowadzonych działań restrukturyzacyjnych. W otoczeniu spółki szanse na przyspieszenie jej rozwoju stanowi oczekiwany wzrost wydatków spółek posiadających wielooddziałową sieć sprzedaży detalicznej na zwiększenie bezpieczeństwa przepływu informacji. Równoległe, ogólne ocieplenie sytuacji na krajowym rynku informatycznym również nie powinno pozostać bez wpływu na wyniki CCS. Oczekiwany wzrost wydatków przedsiębiorstw na rozwiązania informatyczne w połączeniu z poprawą jakości obsługi klienta przez CCS w naszej ocenie pozwoli spółce na dynamiczny rozwój już od przyszłego roku. W chwili obecnej CCS opracowuje strategię kompleksowej strategii wzrostu, zakładającej m.in. ekspansję regionalną w oparciu o zagraniczne oddziały polskich klientów. Poza wskazanymi czynnikami, w naszej ocenie poważnym impulsem wzrostowym dla CCS mogą okazać się procesy konsolidacyjne w podstawowej dla spółki niszy, skutkujące znacznym wzrostem wartości potencjalnego rynku spółki.

**Projekcja sprawozdań finansowych i wycena**

Bilans (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Aktywa</b>	<b>32 654</b>	<b>16 761</b>	<b>13 642</b>	<b>14 631</b>	<b>16 672</b>	<b>18 977</b>	<b>21 561</b>	<b>24 371</b>	<b>27 364</b>	<b>30 553</b>
Aktywa trwałe	4 455	7 495	6 010	5 694	6 261	6 943	7 673	8 435	9 246	10 138
Aktywa obrotowe	28 199	9 266	7 632	8 937	10 410	12 034	13 889	15 936	18 118	20 414
<b>Pasywa</b>	<b>32 654</b>	<b>16 761</b>	<b>13 642</b>	<b>14 631</b>	<b>16 672</b>	<b>18 977</b>	<b>21 561</b>	<b>24 371</b>	<b>27 364</b>	<b>30 553</b>
Kapitał własny	-3 849	675	3 905	5 121	7 257	9 703	12 427	15 373	18 501	21 823
Kapitał zakładowy	1 297	2 114	2 678	2 678	2 678	2 678	2 678	2 678	2 678	2 678
Kapitał zapasowy	2 688	6 171	967	1 228	2 443	4 579	7 025	9 749	12 695	15 823
Zobowiązania i rezerwy	36 503	16 085	9 737	9 510	9 415	9 274	9 135	8 998	8 863	8 730
<i>w tym dług oprocentowany</i>			2 480	2 422	2 398	2 362	2 327	2 292	2 257	2 223
sprzedaż/aktywa	1,81	1,63	2,19	2,19	2,24	2,21	2,14	2,04	1,93	1,83
dług/kapitał własny	-9,48	23,81	2,49	1,86	1,30	0,96	0,74	0,59	0,48	0,40
ROE	-	33,2%	6,7%	23,7%	29,4%	25,2%	21,9%	19,2%	16,9%	15,2%
ROA	-27,1%	1,3%	1,9%	8,3%	12,8%	12,9%	12,6%	12,1%	11,4%	10,9%

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>59 080</b>	<b>27 367</b>	<b>29 878</b>	<b>31 969</b>	<b>37 404</b>	<b>41 893</b>	<b>46 082</b>	<b>49 769</b>	<b>52 755</b>	<b>55 920</b>
<b>EBIT</b>	<b>-3 428</b>	<b>1 430</b>	<b>846</b>	<b>2 010</b>	<b>3 173</b>	<b>3 620</b>	<b>3 986</b>	<b>4 310</b>	<b>4 574</b>	<b>4 848</b>
<i>EBITDA</i>	-2 453	2 192	1 587	2 712	3 945	4 476	4 932	5 350	5 714	6 098
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>-8 834</b>	<b>225</b>	<b>261</b>	<b>1 215</b>	<b>2 136</b>	<b>2 447</b>	<b>2 723</b>	<b>2 946</b>	<b>3 128</b>	<b>3 322</b>
marża EBIT	-5,8%	5,2%	2,8%	6,3%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
rentowność netto	-15,0%	0,8%	0,9%	3,8%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%

Cash flow (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna	3 724	-2 961	-1 315	1 540	2 663	3 011	3 380	3 699	3 983	4 289
<i>amortyzacja</i>	975	762	741	702	772	856	946	1 040	1 140	1 250
Działalność inwestycyjna	-1 147	1 162	246	-210	-256	-316	-401	-507	-639	-806
Działalność finansowa	-74	-266	699	-311	-427	-518	-594	-689	-830	-903
Środki pieniężne na koniec okresu	2 815	750	380	1 399	3 378	5 556	7 941	10 445	12 959	15 539

Wycena DCF	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>EBIT</b>	<b>846</b>	<b>2 010</b>	<b>3 173</b>	<b>3 620</b>	<b>3 986</b>	<b>4 310</b>	<b>4 574</b>	<b>4 848</b>
stopa podatkowa (%)	27	19	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT	0	0	454	574	624	676	723	770
<b>NOPLAT</b>	<b>846</b>	<b>2 010</b>	<b>2 719</b>	<b>3 046</b>	<b>3 362</b>	<b>3 634</b>	<b>3 851</b>	<b>4 079</b>
amortyzacja (tys. zł)	741	702	772	856	946	1 040	1 140	1 250
nakłady kapitałowe (tys. zł)	192	1 394	774	1 092	1 212	1 322	1 437	1 572
inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)	2 358	514	-411	-413	-392	-319	-197	-150
<b>FCF (tys. PLN)</b>	<b>-963</b>	<b>804</b>	<b>3 128</b>	<b>3 223</b>	<b>3 487</b>	<b>3 671</b>	<b>3 751</b>	<b>3 908</b>

kalkulacja WACC	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
dług oprocentowany do kapitałów własnych	64%	47%	33%	24%	19%	15%	12%	10%
inflacja średnioroczna (%)	1,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (%)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1
premia rynkowa (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,6	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,8	5,8
koszt kapitału własnego (%)	14,2	13,2	13,2	13,2	13,1	13,0	12,8	12,8
<b>WACC (%)</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>10,9</b>	<b>11,5</b>	<b>11,8</b>	<b>11,9</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>

wycena (tys. zł)	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>DFCF</b>	<b>-948</b>	<b>721</b>	<b>2 528</b>	<b>2 337</b>	<b>2 263</b>	<b>2 128</b>	<b>1 943</b>	<b>1 807</b>
Suma DFCF	12 779							
wartość rezydualna	55 503							
zdyskontowana wartość rezydualna	25 666							
<b>wartość DCF</b>	<b>38 445</b>							
dług netto	2 245							
<b>wartość bez długu</b>	<b>36 200</b>							
udział MCI w kapitale (%)	71,44%							
<b>wycena spółki w portfelu MCI</b>	<b>25 861</b>							

Źródło: szacunki BDM PKO BP S.A.

---

**S4E S.A.**

---

**Podstawowe informacje o spółce**

S4E S.A. powstała w grudniu 2000 roku i w chwili obecnej znajduje się w fazie ekspansji. Spółka znajduje się w portfelu MCI Management S.A. od czerwca 2001.

**Działalność spółki**

S4E S.A. jest spółką niszową - zajmuje się dystrybucją zaawansowanych rozwiązań pamięci masowych na terenie Polski, Europy Środkowej, Wschodniej i Południowej oraz w krajach bałtyckich. Ponadto, we współpracy z innymi podmiotami prowadzi usługi doradcze, projektowe i wdrożeniowe w obszarze archiwizacji i bezpieczeństwa danych oraz tworzenia zapasowych centrów i bezpieczeństwa sieci. Spółka oferuje również administrowanie i opiekę posprzedażową wdrożonych projektów. Usługi te stanowią wartość dodaną działalności S4E S.A. Działalność spółki prowadzona jest za pośrednictwem partnerów, którzy są odbiorcami zarówno sprzętu jak i usług świadczonych przez S4E S.A.

**Oferta spółki**

Oferta S4E obejmuje:

- Dystrybucję zaawansowanych technologicznie urządzeń specjalistycznych, takich jak macierze dyskowe, inteligentne biblioteki taśmowe czy oprogramowanie umożliwiające realizację zaawansowanych procesów związanych z kierowaniem systemami archiwizacji danych i tworzeniem kopii zapasowych
- Dystrybucję oprogramowania służącego do monitorowania wykorzystania dostępu do internetu w instytucjach
- Kompleksowe usługi związane z audytem systemów magazynów danych
- Tworzenie projektów, wdrożenia oraz zarządzanie systemami magazynów danych klienta

**Pozycja konkurencyjna**

Spółka działa w atrakcyjnej, choć konkurencyjnej niszy. Słabą stroną S4E S.A. jest fakt, iż konkuruje ona z producentami sprzętu posiadanego w swojej ofercie. Pomimo tak silnej konkurencji, S4E S.A. umacnia swoją pozycję na rynku zaawansowanych pamięci masowych, m.in. dzięki rozszerzaniu oferty produktowej w ramach kontaktów dystrybucyjnych. O sile spółki decyduje specjalizacja i doświadczenie kadry w niszy oraz oferowanie technologii zapewniającej bezpieczeństwo systemów klienta w warunkach ciągłości eksploatacji.

**Plany spółki**

S4E S.A. zamierza umacniać swoją pozycję na rynku zaawansowanych rozwiązań pamięci masowych. Docelową grupę klientów stanowią przedsiębiorstw średniej i dużej wielkości. Realizacja planów spółki jest możliwa dzięki współpracy z dużymi integratorami obecnymi na rynku krajowym. Ważnym czynnikiem wpływającym na możliwość realizacji planów spółki jest konsekwentna rozbudowa oferty o nowe rozwiązania niszowe. Krótkoterminowo najważniejszym zadaniem jest wzrost marż uzyskiwanych przez S4E S.A., czemu służyć ma wzrost udziału usług i wysokorentownych produktów w sprzedaży.

**Sytuacja finansowa i perspektywy**

Spółka znajduje się w fazie ekspansji, co w połączeniu z trudnym rokiem 2002 negatywnie rzutowało na jej historyczne wyniki. Bieżący rok przyniósł poprawę rentowności S4E S.A., która dokonała restrukturyzacji kosztowej, nastąpił również wyraźny wzrost przychodów. Spółka rozwija się dzięki wprowadzaniu do oferty nowych produktów oraz technologii w obszarach pamięci masowych oraz bezpieczeństwa informatycznego. Rozwój spółki następuje również w wyniku poszerzania kanałów sprzedaży poprzez nawiązywanie współpracy z kolejnymi partnerami. Na poprawę wyników finansowych decydujący wpływ ma wzrost rentowności wynikający ze zwiększenia udziału usług w przychodach. Przyszłość S4E w dużej mierze zależy od zapotrzebowania na rozwiązania niszowe jakie będzie zgłaszane przez rynek w najbliższych latach. Popyt na technologie związane z przechowywaniem danych z dużym prawdopodobieństwem będzie rósł w wyniku potrzeb administracji państwowej i sektora bankowego. Obiecująco przedstawia się również perspektywa wzrostu rynku archiwizacji danych wśród przedsiębiorstw przemysłowych. Sprzedaż spółki powinna zatem rosnać ze względu na rosnącą ilość danych magazynowanych przez potencjalnych nowych odbiorców, jak również w rezultacie popytu zgłaszanego przez dotychczasowych klientów (modernizacje i unowocześnianie uprzednio wdrożonych rozwiązań). Poważnym hamulcem wzrostu może się jednak okazać rozwinięcie kompetencji producentów sprzętu niszowego i zwiększenie aktywności konkurencji.

**Projekcja sprawozdań finansowych i wycena**

Bilans (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Aktywa</b>	<b>3 725</b>	<b>3 494</b>	<b>3 545</b>	<b>4 298</b>	<b>5 685</b>	<b>7 104</b>	<b>8 822</b>	<b>10 952</b>	<b>13 486</b>	<b>16 343</b>
Aktywa trwałe	359	780	812	879	955	1 215	1 544	1 971	2 468	3 023
Aktywa obrotowe	3 367	2 714	2 733	3 419	4 730	5 890	7 278	8 980	11 018	13 319
<b>Pasywa</b>	<b>3 725</b>	<b>3 494</b>	<b>3 545</b>	<b>4 298</b>	<b>5 685</b>	<b>7 104</b>	<b>8 822</b>	<b>10 952</b>	<b>13 486</b>	<b>16 343</b>
Kapitał własny	972	2 287	2 461	3 057	3 948	4 900	6 084	7 553	9 301	11 271
Kapitał zakładowy	2 100	4 100	4 100	4 100	4 100	4 100	4 100	4 100	4 100	4 100
Kapitał zapasowy	0	0	0	0	0	0	799	1 984	3 453	5 200
Zysk/strata z lat ubiegłych	0	-1 053	-1 764	-1 615	-1 044	-153	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy	2 753	1 208	1 084	1 241	1 737	2 205	2 738	3 399	4 185	5 072
<i>w tym dług oprocentowany</i>			0	0	200	243	411	680	837	1 014
sprzedaż/aktywa	0,89	1,90	2,34	2,77	2,76	2,78	2,81	2,76	2,62	2,42
dług/kapitał własny	2,83	0,53	0,44	0,41	0,44	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
ROE	-108,3%	-31,1%	6,1%	18,7%	22,6%	19,4%	19,5%	19,5%	18,8%	17,5%
ROA	-28,3%	-20,3%	4,2%	13,3%	15,7%	13,4%	13,4%	13,4%	13,0%	12,1%

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>3 327</b>	<b>6 625</b>	<b>8 292</b>	<b>11 890</b>	<b>15 695</b>	<b>19 775</b>	<b>24 779</b>	<b>30 230</b>	<b>35 369</b>	<b>39 613</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1 096</b>	<b>-1 223</b>	<b>144</b>	<b>540</b>	<b>895</b>	<b>1 147</b>	<b>1 462</b>	<b>1 814</b>	<b>2 158</b>	<b>2 432</b>
<i>EBITDA</i>	<i>-1 051</i>	<i>-1 052</i>	<i>405</i>	<i>822</i>	<i>1 202</i>	<i>1 537</i>	<i>1 958</i>	<i>2 447</i>	<i>2 951</i>	<i>3 404</i>
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>-1 053</b>	<b>-711</b>	<b>149</b>	<b>571</b>	<b>891</b>	<b>952</b>	<b>1 184</b>	<b>1 469</b>	<b>1 748</b>	<b>1 970</b>
marża EBIT	-33,0%	-18,5%	1,7%	4,5%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%
rentowność netto	-31,6%	-10,7%	1,8%	4,8%	5,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%

Cash flow (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna	-1 277	-1 559	-496	552	559	1 331	1 581	1 938	2 496	2 887
<i>amortyzacja</i>	<i>46</i>	<i>171</i>	<i>261</i>	<i>283</i>	<i>307</i>	<i>390</i>	<i>496</i>	<i>634</i>	<i>793</i>	<i>972</i>
Działalność inwestycyjna	-40	9	-190	67	76	260	329	428	497	555
Działalność finansowa	2 000	1 885	-78	-391	-259	-868	-986	-1 220	-1 629	-1 905
Środki pieniężne na koniec okresu	708	1 043	279	507	883	1 607	2 530	3 676	5 039	6 576

Wycena DCF	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>EBIT</b>	<b>144</b>	<b>540</b>	<b>895</b>	<b>1 147</b>	<b>1 462</b>	<b>1 814</b>	<b>2 158</b>	<b>2 432</b>
stopa podatkowa (%)	27	19	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT	0	0	45	194	278	345	410	462
<b>NOPLAT</b>	<b>144</b>	<b>540</b>	<b>850</b>	<b>953</b>	<b>1 184</b>	<b>1 469</b>	<b>1 748</b>	<b>1 970</b>
amortyzacja (tys. zł)	261	283	307	390	496	634	793	972
nakłady kapitałowe (tys. zł)	293	350	383	650	825	1 061	1 290	1 527
inwestycje w kapitał obrotowy (tys.zł)	906	301	639	11	100	165	45	55
<b>FCF (tys. PLN)</b>	<b>-793</b>	<b>172</b>	<b>135</b>	<b>682</b>	<b>756</b>	<b>877</b>	<b>1 206</b>	<b>1 359</b>

kalkulacja WACC	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
dług oprocentowany do kapitałów własnych	0%	0%	5%	5%	7%	9%	9%	9%
inflacja średnioroczna (%)	1,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (%)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1
premija rynkowa (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,6	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,8	5,8
koszt kapitału własnego (%)	13,3	12,3	12,3	12,3	12,2	12,1	11,9	11,9
<b>WACC (%)</b>	<b>13,3</b>	<b>12,3</b>	<b>11,9</b>	<b>12,0</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>

wycena (tys. zł)	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>DFCF</b>	<b>-776</b>	<b>150</b>	<b>105</b>	<b>474</b>	<b>470</b>	<b>489</b>	<b>605</b>	<b>612</b>
Suma DFCF	2 130							
wartość rezydualna	25 629							3
zdyskontowana wartość rezydualna	11 547							
<b>wartość DCF</b>	<b>13 677</b>							
dług netto	-1 181							
<b>wartość bez długu</b>	<b>14 858</b>							
udział MCI w kapitale	97,56%							
<b>wycena spółki w portfelu MCI</b>	<b>14 495</b>							

Źródło: szacunki BDM PKO BP S.A.

## Process4E S.A.

### Podstawowe informacje o spółce

Process4E S.A. powstała w lipcu 2000 roku, założona przez MCI Management S.A. oraz prezesa zarządu spółki Ulricha Kottmanna. Aktualna struktura akcjonariatu przedstawia się następująco:

akcjonariusz	% głosów
MCI Management S.A.	66,66
Ulrich Kottmann	33,34

Źródło: MCI Management S.A.

### Działalność spółki

Process4E S.A. świadczy usługi doradcze w obszarze strategii informatyzacji oraz prowadzenia projektów informatycznych. Z usług doradztwa biznesowego spółki skorzystali między innymi tacy klienci jak Microsoft, Hewlett-Packard, Compaq czy American Express. Portfel klientów Process4E S.A. składa się zarówno z międzynarodowych korporacji, jak i z polskich przedsiębiorstw średniej wielkości.

### Oferta Process4E

Do usług oferowanych przez spółkę należą:

- Doradztwo strategiczne dla sektora informatycznego
- Analiza i modelowanie procesów biznesowych
- Niezależne doradztwo w zakresie CRM
- Doradztwo w zarządzaniu procesami biznesowymi
- Wspomaganie w zarządzaniu organizacjami po fuzjach
- Due dilligence i doradztwo związane z fuzjami i przejęciami
- Analizy i doradztwo związane z wchodzeniem spółek na rynek polski
- Opracowywanie i zarządzanie kampaniami marketingowymi
- Pozostałe usługi konsultingowo-doradcze

### Pozycja Process4E

Pomimo krótkiego okresu swojego istnienia spółka zdołała wypracować wiodącą pozycję wśród niezależnych doradców w zakresie CRM. Ponadto, do jej najważniejszych atutów należą dobre kontakty z dużymi spółkami informatycznymi, które w przeszłości były a w przyszłości mogą ponownie stać się odbiorcami usług Process4E. Kontakty prezesa spółki, będącego jednocześnie jej znaczącym akcjonariuszem oraz doświadczenie zespołu pracowników stanowią o wartości Process4E, która dzięki nim rozwijać się będzie wraz ze swoimi dotychczasowymi klientami oraz całym rynkiem usług związanych z niezależnym doradztwem biznesowym. Zwracamy uwagę, iż doświadczenie zespołu konsultantów obejmuje również współpracę z klientami zagranicznymi. Wyrobiona marka wśród odbiorców zagranicznych zwiększa dywersyfikację portfela klientów i pomimo zauważalnego historycznego udziału w przychodach jednego odbiorcy (Compaq-HP) każe traktować dotychczasową wartość sprzedaży jako bezpieczną również w przyszłych okresach. Obok znakomitych kontaktów oraz faktu utrzymywania współpracy z dotychczasowymi klientami, świadczącego o wysokiej renomie wśród odbiorców oraz wysokiej jakości usług, ważnym elementem wpływającym na ocenę Process4E jest dobra bieżąca sytuacja finansowa spółki. Process4E osiąga przychody kształtujące się na stabilnym poziomie, a jej działalność jest przy tym rentowna. Spółka ponosi co prawda znaczne koszty wynajmu biura oraz wynagrodzeń, jednakże wydatki te ze względu na specyfikę prowadzonego biznesu są konieczne i nie powinny zachwiać jej stabilnością finansową w przyszłości. Jednocześnie, spółka działa w atrakcyjnej, choć konkurencyjnej branży. Dzięki ociepleniu gospodarczemu oczekiwanemu w najbliższym czasie oraz akcesji Polski do Unii Europejskiej, zahamowanie rozwoju Process4e jest mało prawdopodobne. W naszej ocenie spółka nie powinna mieć trudności ze wzrostem przychodów oraz powiększeniem uzyskiwanych marż.

**Projekcja sprawozdań finansowych i wycena**

Bilans (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Aktywa</b>	<b>2 940</b>	<b>3 326</b>	<b>3 330</b>	<b>3 430</b>	<b>3 862</b>	<b>4 340</b>	<b>4 848</b>	<b>5 381</b>	<b>5 943</b>	<b>6 534</b>
Aktywa trwałe	151	189	158	153	158	163	169	176	184	192
Aktywa obrotowe	2 789	3 137	3 172	3 278	3 705	4 177	4 678	5 205	5 759	6 342
<b>Pasywa</b>	<b>2 940</b>	<b>3 326</b>	<b>3 330</b>	<b>3 430</b>	<b>3 862</b>	<b>4 340</b>	<b>4 848</b>	<b>5 381</b>	<b>5 943</b>	<b>6 534</b>
Kapitał własny	2 421	2 773	2 776	2 860	3 220	3 618	4 041	4 486	4 955	5 447
Kapitał zakładowy	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Kapitał zapasowy	0	0	273	276	360	720	1 118	1 541	1 986	2 455
Zobowiązania i rezerwy	519	553	554	571	642	722	806	895	988	1 087
<i>w tym dług oprocentowany</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
sprzedaż/aktywa	1,23	1,06	0,76	0,93	0,95	0,91	0,86	0,81	0,77	0,74
dług/kapitał własny	0,21	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
ROE	-3,3%	12,6%	0,1%	2,9%	11,2%	11,0%	10,5%	9,9%	9,5%	9,0%
ROA	-2,7%	10,5%	0,1%	2,4%	9,3%	9,2%	8,7%	8,3%	7,9%	7,5%

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>3 606</b>	<b>3 538</b>	<b>2 523</b>	<b>3 203</b>	<b>3 661</b>	<b>3 954</b>	<b>4 152</b>	<b>4 360</b>	<b>4 578</b>	<b>4 806</b>
<b>EBIT</b>	<b>-116</b>	<b>298</b>	<b>-114</b>	<b>32</b>	<b>310</b>	<b>340</b>	<b>365</b>	<b>385</b>	<b>408</b>	<b>428</b>
<i>EBITDA</i>	<i>-7</i>	<i>355</i>	<i>-65</i>	<i>79</i>	<i>359</i>	<i>391</i>	<i>418</i>	<i>440</i>	<i>465</i>	<i>488</i>
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>-79</b>	<b>350</b>	<b>3</b>	<b>84</b>	<b>360</b>	<b>398</b>	<b>424</b>	<b>445</b>	<b>469</b>	<b>492</b>
marża EBIT	-3,2%	8,4%	-4,5%	1,0%	8,5%	8,6%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%
rentowność netto	-2,2%	9,9%	0,1%	2,6%	9,8%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%

Cash flow (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna	-221	32	184	22	363	439	487	513	542	571
<i>amortyzacja</i>	<i>109</i>	<i>58</i>	<i>49</i>	<i>47</i>	<i>49</i>	<i>51</i>	<i>53</i>	<i>55</i>	<i>57</i>	<i>60</i>
Działalność inwestycyjna	-50	56	-14	-42	0	-3	5	3	1	4
Działalność finansowa	2 417	50	34	2	-48	-51	-64	-67	-71	-79
Środki pieniężne na koniec okresu	2 145	2 283	2 487	2 469	2 784	3 168	3 596	4 045	4 518	5 014

Wycena DCF	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>EBIT</b>	<b>-114</b>	<b>32</b>	<b>310</b>	<b>340</b>	<b>365</b>	<b>385</b>	<b>408</b>	<b>428</b>
stopa podatkowa (%)		27	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT		36	48	87	95	102	108	114
<b>NOPLAT</b>	<b>-150</b>	<b>-16</b>	<b>224</b>	<b>245</b>	<b>263</b>	<b>278</b>	<b>294</b>	<b>309</b>
amortyzacja (tys. zł)		49	47	49	51	53	55	57
nakłady kapitałowe (tys. zł)		18	42	54	56	59	62	65
inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)		-169	107	40	8	6	4	1
<b>FCF (tys. PLN)</b>	<b>50</b>	<b>-118</b>	<b>178</b>	<b>231</b>	<b>251</b>	<b>267</b>	<b>285</b>	<b>299</b>

kalkulacja WACC	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
dług oprocentowany do kapitałów własnych	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (%)	1,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (%)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1
premia rynkowa (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,6	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,8	5,8
koszt kapitału własnego (%)	13,7	12,7	12,7	12,7	12,6	12,5	12,3	12,3
<b>WACC (%)</b>	<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,6</b>	<b>12,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>

wycena (tys. zł)	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>DFCF</b>	<b>49</b>	<b>-102</b>	<b>137</b>	<b>158</b>	<b>152</b>	<b>144</b>	<b>137</b>	<b>128</b>
Suma DFCF	804							
wartość rezydualna	4 101							2
zdyskontowana wartość rezydualna	1 753							
<b>wartość DCF</b>	<b>2 557</b>							
dług netto	-2 418							
<b>wartość bez długu</b>	<b>4 975</b>							
udział MCI w kapitale	66,66%							
<b>wycena spółki w portfelu MCI</b>	<b>3 317</b>							

Źródło: szacunki BDM PKO BP S.A.

---

## Bankier.pl S.A.

---

### **Podstawowe informacje o spółce**

Spółka Bankier.pl S.A. powstała w marcu 2000 i w chwili obecnej znajduje się w fazie ekspansji. Spółka znajduje się w portfelu MCI Management S.A. od początku swojego istnienia. W wyniku następujących w 2002 oraz 2003 roku podniesień kapitału spółki, obecny udział MCI Management S.A. w Bankier.pl wynosi 38,36%. Pozostała część akcji należy do bmp AG oraz CEEV. Część akcji objętych jest programem opcji pracowniczych i znajduje się w powiernictwie bmp Polska Sp. z o.o.

### **Działalność spółki**

Bankier.pl S.A. prowadzi portal finansowy Bankier.pl za pomocą którego publikowane są aktualności i informacje biznesowe, a także następuje dystrybucja produktów i usług finansowych. Serwis prowadzony przez spółkę umożliwia dostęp do informacji ekonomicznych a także oferuje wyszukiwanie i narzędzia służące do porównania poszczególnych instrumentów i usług finansowych. Oferta Bankiera.pl rozciąga się zatem od informacji poprzez doradztwo aż do możliwości realizacji transakcji. Spółka uzyskuje przychody z trzech głównych źródeł:

- Sprzedaży reklamy
- Sprzedaży produktów finansowych
- Sprzedaży informacji

### **Plany spółki**

Bankier.pl zamierza wzmocnić swoją pozycję na rynku dostawców treści biznesowych oraz zbudować wizerunek doradcy w obszarze produktów finansowych. Rok 2003 to rok kończący restrukturyzację finansową, skutkującą przede wszystkim w radykalnym obniżeniu ponoszonych kosztów przy jednoczesnym uzyskaniu wzrostu przychodów. Spółka dzięki tegorocznemu dofinansowaniu zamierza dokonać szeregu inwestycji, w tym na marketing i reklamę.

### **Oferta spółki**

Pomimo koncentracji spółki na obniżeniu kosztów działalności i uzyskaniu rentowności operacyjnej, Bankier.pl był w stanie konsekwentnie poszerzać swoją ofertę. Portal Bankier.pl oferuje użytkownikowi przede wszystkim:

- Serwis wiadomości finansowych i ekonomicznych (w tym pochodzących z takich źródeł jak Reuters, ISB, Emitent, Financial Times)
- Narzędzia do wyszukiwania i porównywania produktów finansowych, a także wyszukiwania informacji o szansach i zagrożeniach w prowadzeniu działalności gospodarczej, np. o przetargach czy urzędach skarbowych.

Z usług spółki obok użytkowników portalu korzystają również duże instytucje finansowe. PKO BP S.A. we własnym serwisie internetowym wykorzystuje pakiet interaktywnych narzędzi oraz serwis informacyjny dla małych i średnich przedsiębiorstw dostarczane przez Bankier.pl. Ponadto spółka dostarcza m.in. notowania giełdowe oraz przegląd prasy dla internetowych klientów BDM PKO BP S.A. oraz DM BZ WBK S.A. Spółka dostarcza również treść i narzędzia dla Multibanku i Multiportu - banków detalicznych grupy BRE Banku.

### **Sytuacja finansowa Bankier.pl S.A.**

W wyniku znaczącej redukcji kosztów, wzrostu przychodów oraz kolejnych rund dofinansowania spółki przez akcjonariuszy, Bankier.pl we wrześniu 2003 osiągnął rentowność operacyjną. Spółka przeprowadziła proces restrukturyzacji, w wyniku którego dostosowano poziom ponoszonych kosztów do osiąganych przychodów. Początek roku 2003 przyniósł obniżkę kosztów działalności o ponad 50% w stosunku do początku roku 2002. Efektem działań restrukturyzacyjnych był m.in. spadek zatrudnienia z 31 osób na koniec 2001 roku do 15 osób na koniec 2002 roku. Spółka radykalnie zmniejszyła koszty redakcji oraz pozyskiwania treści. Redukcja kosztów nastąpiła zarówno w wyniku zmniejszenia obciążeń ponoszonych na rzecz dotychczasowych dostawców treści (Reuters), poprzez zmianę dostawców (zamiana PAP na Internet Securities BusinessWire) jak również rezygnację z usług (Puls Biznesu). Równolegle, serwis Bankier.pl zwiększył ilość publikowanych informacji. Spółka nie jest finansowana z wykorzystaniem długu i już nabyła zdolność samofinansowania, w związku z czym w przyszłości nie będzie wymagać dalszego dofinansowywania przez akcjonariuszy.

**Projekcja sprawozdań finansowych i wycena**

Bilans (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Aktywa</b>	<b>2 251</b>	<b>1 590</b>	<b>885</b>	<b>967</b>	<b>1 096</b>	<b>1 273</b>	<b>1 462</b>	<b>1 681</b>	<b>1 924</b>	<b>2 192</b>
Aktywa trwałe	1 482	871	424	254	270	291	314	340	370	402
Aktywa obrotowe	769	719	460	713	826	982	1 148	1 340	1 554	1 790
<b>Pasywa</b>	<b>2 251</b>	<b>1 590</b>	<b>885</b>	<b>967</b>	<b>1 096</b>	<b>1 273</b>	<b>1 462</b>	<b>1 681</b>	<b>1 924</b>	<b>2 192</b>
Kapitał własny	177	-1 005	726	794	901	1 048	1 205	1 386	1 588	1 810
Kapitał zakładowy	1 388	3 295	5 673	5 673	5 673	5 673	5 673	5 673	5 673	5 673
Kapitał zapasowy	3 122	2 936	2 936	2 936	2 936	2 936	2 936	2 936	2 936	2 936
Zysk/strata z lat ubiegłych	-1 033	-4 332	-7 236	-7 883	-7 814	-7 708	-7 561	-7 404	-7 223	-7 021
Zobowiązania i rezerwy	2 073	2 595	159	173	195	225	258	295	337	382
<i>w tym dług oprocentowany</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
sprzedaż/aktywa	0,99	1,03	2,36	2,76	2,87	2,85	2,75	2,61	2,46	2,31
dług/kapitał własny	11,69	-2,58	0,22	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21
ROE	-1859%	-	-89,2%	8,6%	11,8%	14,0%	13,0%	13,1%	12,7%	12,3%
ROA	-147%	-183%	-73,1%	7,1%	9,7%	11,5%	10,7%	10,8%	10,5%	10,1%

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>2 222</b>	<b>1 638</b>	<b>2 086</b>	<b>2 670</b>	<b>3 151</b>	<b>3 623</b>	<b>4 022</b>	<b>4 384</b>	<b>4 735</b>	<b>5 066</b>
<b>EBIT</b>	<b>-3 313</b>	<b>-2 602</b>	<b>-579</b>	<b>125</b>	<b>161</b>	<b>196</b>	<b>229</b>	<b>259</b>	<b>284</b>	<b>309</b>
<i>EBITDA</i>	<i>-2 809</i>	<i>-2 074</i>	<i>-203</i>	<i>296</i>	<i>230</i>	<i>274</i>	<i>320</i>	<i>363</i>	<i>404</i>	<i>447</i>
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>-3 298</b>	<b>-2 904</b>	<b>-647</b>	<b>68</b>	<b>107</b>	<b>147</b>	<b>157</b>	<b>181</b>	<b>202</b>	<b>222</b>
marża EBIT	-149%	-159%	-27,8%	4,7%	5,1%	5,4%	5,7%	5,9%	6,0%	6,1%
rentowność netto	-148%	-177%	-31,0%	2,6%	3,4%	4,0%	3,9%	4,1%	4,3%	4,4%

Cash flow (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna	-2 479	-2 447	-2 432	164	101	150	173	211	247	285
<i>amortyzacja</i>	<i>504</i>	<i>529</i>	<i>376</i>	<i>170</i>	<i>69</i>	<i>78</i>	<i>91</i>	<i>105</i>	<i>120</i>	<i>138</i>
Działalność inwestycyjna	-516	2	19	-22	-30	-48	-61	-78	-95	-114
Działalność finansowa	3 179	2 493	2 247	-10	-13	-21	-26	-33	-41	-49
Środki pieniężne na koniec okresu	359	406	240	372	431	512	599	699	811	933

Wycena DCF	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>EBIT</b>	<b>-579</b>	<b>125</b>	<b>161</b>	<b>196</b>	<b>229</b>	<b>259</b>	<b>284</b>	<b>309</b>
stopa podatkowa (%)	27	19	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT	0	0	0	0	32	42	47	52
<b>NOPLAT</b>	<b>-579</b>	<b>125</b>	<b>161</b>	<b>196</b>	<b>197</b>	<b>216</b>	<b>237</b>	<b>257</b>
amortyzacja (tys. zł)	376	170	69	78	91	105	120	138
nakłady kapitałowe (tys. zł)	-71	0	85	100	114	131	150	170
inwestycje w kapitał obrotowy (tys.zł)	49	46	32	44	47	51	54	57
<b>FCF (tys. PLN)</b>	<b>-181</b>	<b>250</b>	<b>113</b>	<b>130</b>	<b>127</b>	<b>139</b>	<b>153</b>	<b>168</b>

kalkulacja WACC								
dług oprocentowany do kapitałów własnych	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (%)	1,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (%)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1
premia rynkowa (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,6	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,8	5,8
koszt kapitału własnego (%)	15,1	14,1	14,1	14,1	14,0	13,9	13,7	13,7
<b>WACC (%)</b>	<b>15,1</b>	<b>14,1</b>	<b>14,1</b>	<b>14,1</b>	<b>14,0</b>	<b>13,9</b>	<b>13,7</b>	<b>13,7</b>

wycena (tys. zł)							
<b>DFCF</b>	<b>-177</b>	<b>214</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>73</b>	<b>70</b>	<b>68</b>
Suma DFCF	485						
wartość rezydualna	2 191						
zdyskontowana wartość rezydualna	860						
<b>wartość DCF</b>	<b>1 345</b>						
dług netto	-250						
<b>wartość bez długu</b>	<b>1 595</b>						
udział MCI w kapitale	38,36%						
<b>wycena spółki w portfelu MCI</b>	<b>612</b>						

Źródło: szacunki BDM PKO BP S.A.

## Biprogeo S.A.

### **Podstawowe informacje o spółce**

Spółka Biprogeo powstała w 1992 roku z inicjatywy trzech pracowników naukowych Politechniki Wrocławskiej, specjalizujących się w systemach informacji przestrzennej i geodezji. Rozwijając się przyciągnęła uwagę funduszu Enterprise Investors, który zainwestował w spółkę ponad 1,5 mln dolarów. Pakiet akcji posiadany przez EI został w czerwcu 2001 odsprzedany do MCI Management, w rezultacie czego obecna struktura akcjonariatu kształtuje się następująco:

akcjonariusz	% głosów
MCI Management S.A.	73,71
Marek Ścisły (Prezes)	13,40
Pozostali akcjonariusze	12,89

Źródło: Biprogeo S.A.

### **Działalność spółki**

Biprogeo działa w stosunkowo młodej niszy, jaką jest rynek Systemów Informacji Przestrzennej (SIP). Biprogeo jako pionier krajowego rynku SIP jest obecna w niszy od początku jej powstania. Spółka rozwijała się razem z rynkiem, na którym działała, przechodząc ewolucję charakterystyczną dla całej niszy, tj. od początkowego oferowania prostych systemów do tworzenia map numerycznych aż do zaoferowania systemu wspomagającego zarządzanie. Spółka operuje na styku geodezji, kartografii oraz informatyki w obu podsegmentach niszy SIP, jakimi są Geograficzne Systemy Informacji oraz Systemy Informacji o Terenie. Istotą działalności niszy jest przedstawienie informacji przestrzennej w formie numerycznej oraz analiza i zarządzanie tą informacją. Biprogeo uczestniczy we wszystkich procesach systemu SIP, począwszy od gromadzenia i wprowadzania informacji do systemów informatycznych poprzez tworzenie i wdrażanie własnych platform technologicznych aż do szkoleń i doradztwa. Spółka oferuje swoim klientom usługi geodezyjne, transfer zgromadzonych danych do systemów informatycznych, wykonawstwo map numerycznych oraz sprzedaż własnych produktów. Gamę produktów tworzą systemy zarządzania informacją geodezyjną oraz narzędzia do budowy map.

### **Pozycja konkurencyjna Biprogeo**

Biprogeo jest jednym z czołowych krajowych integratorów w zakresie SIP. Pozycja konkurencyjna spółki jest szczególnie silna na rodzimym rynku dolnośląskim. W silnie konkurencyjnej niszy SIP konkurują podmioty z całego kraju, jednakże jedynie Biprogeo oferuje pełny wachlarz produktów i technologii, spełniających wymagania wszystkich potencjalnych odbiorców usług SIP.

### **Klienci spółki**

Spółka dokonała szeregu wdrożeń własnych rozwiązań zarówno w kraju (system ewidencji nieruchomości w gminie Warszawa Mokotów), jak i za granicą (wdrożenie systemu katastralnego dla na całym obszarze Libanu). 80% przychodów spółka uzyskuje od podmiotów administracji publicznej, jednakże jej strategia zakłada wzrost udziału sprzedaży dla przedsiębiorstw przemysłowych (telekomunikacja, energetyka, wodociągi).

### **Sytuacja finansowa**

Biprogeo znajduje się w ostatniej fazie restrukturyzacji, skoncentrowanej na obniżce kosztów działalności. Na skutek działań naprawczych prowadzonych od 2001 roku, w tymże roku zredukowano zatrudnienie spółki z 70 do 46 osób, a następnie do 19 osób w 2002 roku, odchudzony został również zarząd. Równoległe z drastycznymi cięciami zatrudnienia zlikwidowano warszawski oddział spółki oraz jedno z biur we Wrocławiu. W celu dalszej redukcji kosztów część realizacyjną spółki wydzielono do odrębnej spółki Geo Technologies Sp. z o.o. Działania te pozwoliły na obniżkę kosztów operacyjnych z 2,7 mln zł w I półroczu 2001 do 157 tys. zł w analogicznym okresie 2003 roku.

### **Perspektywy rozwoju**

Po zakończeniu procesu restrukturyzacji spółka zamierza aktywnie pozyskiwać klientów z sektora przedsiębiorstw przemysłowych. Ponadto, Biprogeo planuje wkroczyć na rynek ewidencji obszarów chronionych oraz gospodarki odpadami. Plany te, połączone z pozytywnymi skutkami restrukturyzacji kosztowej oraz przewidywanym wzrostem wartości krajowego rynku SIP pozwalają oczekiwać znacznej poprawy rentowności spółki oraz systematycznego wzrostu przychodów w stosunku do przewidywanych do osiągnięcia w bieżącym roku.

**Projekcja sprawozdań finansowych i wycena**

Bilans (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Aktywa</b>	<b>1 084</b>	<b>778</b>	<b>601</b>	<b>728</b>	<b>910</b>	<b>1 115</b>	<b>1 372</b>	<b>1 653</b>	<b>1 962</b>	<b>2 301</b>
Aktywa trwałe	211	272	271	269	270	272	275	277	281	284
Aktywa obrotowe	873	506	330	459	640	843	1 097	1 376	1 681	2 017
<b>Pasywa</b>	<b>1 084</b>	<b>778</b>	<b>601</b>	<b>728</b>	<b>910</b>	<b>1 115</b>	<b>1 372</b>	<b>1 653</b>	<b>1 962</b>	<b>2 301</b>
Kapitał własny	-994	-378	-385	-366	-305	-222	-94	52	221	408
Kapitał zakładowy	1 000	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940
Kapitał zapasowy	304	304	304	304	304	304	304	304	304	304
Zysk/strata z lat ubiegłych	0	-2 299	-2 622	-2 629	-2 610	-2 549	-2 466	-2 338	-2 192	-2 023
Zobowiązania i rezerwy	2 078	1 156	986	1 094	1 214	1 337	1 466	1 601	1 741	1 894
<i>w tym dług oprocentowany</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
sprzedaż/aktywa	3,02	4,24	2,55	2,34	2,09	1,89	1,69	1,53	1,41	1,31
dług/kapitał własny	-2,09	-3,06	-2,56	-2,99	-3,99	-6,02	-15,60	30,78	7,89	4,65
ROE	-	-	-	-	-	-	-	281%	76,4%	45,8%
ROA	-212%	-41,6%	-1,2%	2,6%	6,7%	7,4%	9,3%	8,8%	8,6%	8,1%

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>3 272</b>	<b>3 302</b>	<b>1 530</b>	<b>1 706</b>	<b>1 902</b>	<b>2 102</b>	<b>2 312</b>	<b>2 531</b>	<b>2 759</b>	<b>3 008</b>
<b>EBIT</b>	<b>-2 142</b>	<b>-405</b>	<b>-55</b>	<b>80</b>	<b>131</b>	<b>158</b>	<b>194</b>	<b>220</b>	<b>248</b>	<b>271</b>
EBITDA	-2 009	-327	-4	142	264	333	416	463	493	518
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>-2 299</b>	<b>-324</b>	<b>-7</b>	<b>19</b>	<b>61</b>	<b>83</b>	<b>128</b>	<b>146</b>	<b>169</b>	<b>187</b>
marża EBIT	-65,4%	-12,3%	-3,6%	4,7%	6,9%	7,5%	8,4%	8,7%	9,0%	9,0%
rentowność netto	-70,2%	-9,8%	-0,5%	1,1%	3,2%	3,9%	5,5%	5,8%	6,1%	6,2%

Cash flow (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna	-1 406	-607	44	76	182	243	328	365	388	408
amortyzacja	133	78	51	61	132	176	221	243	244	247
Działalność inwestycyjna	-91	25	-46	-51	-110	-145	-134	-146	-147	-149
Działalność finansowa	800	0	-6	-6	-14	-18	-72	-79	-79	-80
Środki pieniężne na koniec okresu	591	9	1	19	78	157	280	420	582	762

Wycena DCF	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>EBIT</b>	<b>-55</b>	<b>80</b>	<b>131</b>	<b>158</b>	<b>194</b>	<b>220</b>	<b>248</b>	<b>271</b>
stopa podatkowa (%)		27	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT		0	0	0	0	26	34	40
<b>NOPLAT</b>	<b>-55</b>	<b>80</b>	<b>131</b>	<b>158</b>	<b>168</b>	<b>186</b>	<b>209</b>	<b>227</b>
amortyzacja (tys. zł)		51	61	132	176	221	243	244
nakłady kapitałowe (tys. zł)		50	59	133	178	225	244	248
inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)		0	3	1	1	2	4	3
<b>FCF (tys. PLN)</b>	<b>-54</b>	<b>79</b>	<b>129</b>	<b>154</b>	<b>163</b>	<b>180</b>	<b>202</b>	<b>219</b>

kalkulacja WACC	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
dług oprocentowany do kapitałów własnych	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (%)	1,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (%)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1
premia rynkowa (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,6	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,8	5,8
koszt kapitału własnego (%)	13,7	12,7	12,7	12,7	12,6	12,5	12,3	12,3
<b>WACC (%)</b>	<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,6</b>	<b>12,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>

wycena (tys. zł)	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>DFCF</b>	<b>-53</b>	<b>69</b>	<b>99</b>	<b>105</b>	<b>99</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>94</b>
Suma DFCF		607						
wartość rezydualna		3 482						
zdyskontowana wartość rezydualna		1 489						
<b>wartość DCF</b>		<b>2 096</b>						
dług netto		-1						
<b>wartość bez długu</b>		<b>2 097</b>						
udział MCI w kapitale		73,71%						
<b>wycena spółki w portfelu MCI</b>		<b>1 546</b>						

Źródło: szacunki BDM PKO BP S.A.

---

## Geo Technologies Sp. z o.o.

---

### **Podstawowe informacje o spółce**

Spółka Geo Technologies Sp. z o.o. (GeoTec) powstała w październiku ubiegłego roku w wyniku wyłączenia części organizacyjnej ze struktur innej spółki portfelowej - Biprogeo S.A. MCI Management objął 75% udziałów w GeoTec w listopadzie 2002. Spółka założona rok temu znajduje się obecnie w fazie startu.

### **Działalność spółki**

GeoTec jest domem software'owym działającym w branży geoinformatycznej, wyspecjalizowanym w Geograficznych Systemach Informatycznych (GIS). Spółka tworzy własne rozwiązania informatyczne dla podmiotów zainteresowanych całym obszarem Systemów Informacji Przestrzennej. Odbiorcy spółki pochodzą w szczególności z sektora administracji państwowej oraz samorządów, choć jej oferta skierowana jest również do sektora prywatnego.

### **Oferta spółki**

Do oferty GeoTec zaliczają się m.in.:

- Projektowanie, wdrożenia i serwis produktów dostosowanych do potrzeb klienta
- Integracja rozwiązań GIS z innymi systemami informatycznymi
- Wprowadzanie informacji przestrzennej do systemów własnych oraz obcych
- Tworzenie map numerycznych
- Szkolenia i konsultacje

### **Plany zarządu**

Po stworzeniu oferty produktowej aktywność zarządu spółki koncentruje się na rozwoju kanałów sprzedaży, tj. budowie sieci partnerów handlowych oraz nawiązaniu współpracy z ogólnopolskim partnerem w celu wspólnego prowadzenia kluczowych projektów. Ważnym elementem planów rozwoju spółki jest również wykreowanie rozpoznawalnej i cenionej marki na rynku potencjalnych odbiorców jej produktów i usług.

### **Pozycja konkurencyjna GeoTec**

Pomimo stosunkowo krótkiego czasu istnienia, pozycję konkurencyjną spółki można określić jako korzystną z realną możliwością dalszego umacniania w przyszłości. Wniosek taki wynika z faktu, iż:

- Spółka posiada kompetentny zespół pracowników, którzy zdobyli doświadczenie w trakcie wieloletniej pracy u pioniera polskiego rynku systemów informacji przestrzennej - Biprogeo
- GeoTec posiada zawansowany technologicznie i konkurencyjny cenowo produkt Oskar 3.0 oraz PlanGT
- Podczas krótkiego okresu działalności zdołała stworzyć wysoko rozwiniętą i cenioną przez klientów opiekę serwisową

GeoTec działa na rozdrobnionym rynku, na którym brak jest wyraźnej dominacji któregośkolwiek z podmiotów. Stwarza to szanse na szybki rozwój spółce, posiadającej nowoczesne rozwiązania wyprzedzające ofertę konkurencji. Do głównych konkurentów GeoTec należą: Intergraf Warszawa we współpracy z OPGK Bydgoszcz i OPGK Elbląg; Bogart Sp.z o.o. Wrocław, Compass Sp.z o.o. Kraków, Systherm Poznań, Hanslik Katowice - na rynku oprogramowania ewidencji gruntów i budynków oraz: CadGeo Częstochowa, Gematic Wrocław, SHH Wrocław, Biprogeo SA Wrocław, lokalne małe firmy geodezyjne - na rynku usług związanych z mapami numerycznymi.

### **Sytuacja finansowa i perspektywy rozwoju**

Perspektywy rozwoju spółki od samego początku jej istnienia były bardzo obiecujące, gdyż GeoTec powstał m.in. w odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie na rozwiązania katastralne. Spółka od pierwszych miesięcy działalności jest rentowna, dzięki czemu cały okres od początku powstania spółki do końca bieżącego roku zakończy się wypracowaniem zysku netto. Przewidywany wzrost spółki wynika z posiadania w ofercie produktu PlanGT, na który występuje duże zapotrzebowanie przy jednoczesnym braku realnej konkurencji. Ponadto, GeoTec oferuje produkt Oskar 3.0 na który popyt wynikać będzie z wprowadzania systemu IACS i katastru. Wprowadzenie katastru i systemu IACS stanie się również bodźcem do dynamicznego rozwoju usług polegających na modernizacji i uzupełnianiu danych numerycznych. Ponadto, zakończenie przez spółkę fazy budowy produktów pozwala oczekiwać stabilizacji rentowności na wysokim poziomie.

**Projekcja sprawozdań finansowych i wycena**

Bilans (tys. zł)	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Aktywa</b>	<b>700</b>	<b>468</b>	<b>532</b>	<b>603</b>	<b>685</b>	<b>775</b>	<b>876</b>	<b>986</b>	<b>1 102</b>
Aktywa trwałe	96	72	55	46	42	39	36	33	29
Aktywa obrotowe	604	396	477	557	643	736	840	953	1 073
<b>Pasywa</b>	<b>700</b>	<b>468</b>	<b>532</b>	<b>603</b>	<b>685</b>	<b>775</b>	<b>876</b>	<b>986</b>	<b>1 102</b>
Kapitał własny	244	209	256	311	380	459	550	652	762
Kapitał zakładowy	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Kapitał zapasowy	0	0	109	156	211	280	359	450	552
Zysk/strata z lat ubiegłych	0	144	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy	456	259	276	292	305	316	326	334	340
<i>w tym dług oprocentowany</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
sprzedaż/aktywa	0,68	2,59	2,55	2,51	2,43	2,34	2,25	2,16	2,06
dług/kapitał własny	1,87	1,24	1,08	0,94	0,80	0,69	0,59	0,51	0,45
ROE	59,0%	-16,7%	18,2%	17,7%	18,1%	17,3%	16,5%	15,6%	14,5%
ROA	20,6%	-7,5%	8,8%	9,1%	10,0%	10,2%	10,4%	10,3%	10,0%

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	X-XII.2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>476</b>	<b>1 212</b>	<b>1 357</b>	<b>1 514</b>	<b>1 665</b>	<b>1 815</b>	<b>1 969</b>	<b>2 127</b>	<b>2 275</b>
<b>EBIT</b>	<b>235</b>	<b>-37</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>85</b>	<b>98</b>	<b>112</b>	<b>125</b>	<b>137</b>
<i>EBITDA</i>	<i>238</i>	<i>32</i>	<i>105</i>	<i>107</i>	<i>118</i>	<i>128</i>	<i>140</i>	<i>151</i>	<i>160</i>
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>144</b>	<b>-35</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>91</b>	<b>102</b>	<b>111</b>
marża EBIT	49,4%	-3,1%	3,9%	4,5%	5,1%	5,4%	5,7%	5,9%	6,0%
rentowność netto	30,3%	-2,9%	3,4%	3,6%	4,1%	4,4%	4,6%	4,8%	4,9%

Cash flow (tys. zł)	X-XII.2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna		-479	91	87	94	101	109	117	124
<i>amortyzacja</i>	<i>3</i>	<i>69</i>	<i>52</i>	<i>39</i>	<i>33</i>	<i>30</i>	<i>28</i>	<i>26</i>	<i>24</i>
Działalność inwestycyjna		-41	-36	-26	-21	-18	-16	-14	-12
Działalność finansowa		4	-9	-7	-5	-5	-4	-4	-3
Środki pieniężne na koniec okresu	585	69	114	168	235	313	402	502	610

Wycena DCF	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>EBIT</b>	<b>-37</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>85</b>	<b>98</b>	<b>112</b>	<b>125</b>	<b>137</b>
stopa podatkowa (%)	27	19	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT	0	6	13	16	19	21	24	26
<b>NOPLAT</b>	<b>-37</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>91</b>	<b>102</b>	<b>111</b>
amortyzacja (tys. zł)	69	52	39	33	30	28	26	24
nakłady kapitałowe (tys. zł)	45	34	31	29	27	25	23	20
inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)	242	19	9	6	5	5	5	6
<b>FCF (tys. PLN)</b>	<b>-255</b>	<b>45</b>	<b>54</b>	<b>67</b>	<b>78</b>	<b>89</b>	<b>100</b>	<b>108</b>

kalkulacja WACC								
dług oprocentowany do kapitałów własnych	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (%)	1,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (%)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1
premia rynkowa (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,6	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,8	5,8
koszt kapitału własnego (%)	13,7	12,7	12,7	12,7	12,6	12,5	12,3	12,3
<b>WACC (%)</b>	<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,6</b>	<b>12,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>

wycena (tys. zł)							
<b>DFCF</b>	<b>-249</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>48</b>
Suma DFCF	67						
wartość rezidualna	1 720						3
zdyskontowana wartość rezidualna	735						
<b>wartość DCF</b>	<b>802</b>						
dług netto	-53						
<b>wartość bez długu</b>	<b>855</b>						
udział MCI w kapitale	75,00%						
<b>wycena spółki w portfelu MCI</b>	<b>641</b>						

Źródło: szacunki BDM PKO BP S.A.

## One2One Sp. z o.o.

### Podstawowe informacje o spółce

One2One Sp. z o.o. została założona w kwietniu 2001 roku. Po okresie rozwoju bez udziału inwestora finansowego w kwietniu 2002 roku 40,22% udziałów objął MCI Management S.A. Spółka znajduje się obecnie w fazie startu, jej struktura akcjonariatu po podniesieniu kapitału w czerwcu 2003 roku przedstawia się następująco:

akcjonariusz	% głosów
MCI Management S.A.	40,22
Tomasz Długiewicz (Prezes)	29,35
Jarosław Żabko (Wiceprezes)	14,13
Pozostałe dwie osoby fizyczne	16,30

Źródło: MCI Management S.A.

### Działalność spółki

One2One powstała w celu prowadzenia usług marketingu precyzyjnego oraz usług mobilnych. Spółka oferuje prowadzenie strategii marketingowych dostosowanych do potrzeb przedsiębiorstw, umożliwiających indywidualne dotarcie do konsumentów przy wykorzystaniu nowych technologii. Oferta One2One umożliwia odbiorcom usług spółki dotarcie bezpośrednio do swoich klientów, poznanie ich potrzeb i nawiązanie relacji. Obszarem aktywności One2One jest internet oraz media mobilne. Do głównych przedsięwzięć spółki należy prowadzenie serwisu supersms.pl oraz platformy dla stacji radiowych radio.supersms.pl, dzięki której One2One został liderem na rynku sms-owych usług dla stacji radiowych. Z oferty spółki korzysta ponad 80 stacji radiowych (24 stacje sieci radio Eska, 27 stacji radio Plus, część stacji radiowych z grupy Agory). One2One dostarcza swoje rozwiązania mobilne również wydawcom prasowym, wśród których są Agora oraz Marquard SportMedia (wydawca m.in. Przeglądu Sportowego). Spółka oferuje rozwiązania ułatwiające komunikację z wykorzystaniem telefonów komórkowych firmom fonograficznym oraz klubom sportowym. Ponadto, One2One dostarcza usługi dodane dla telefonii komórkowej serwisom internetowym, między innymi Onet.pl, Wirtualnej Polsce oraz O2.pl.

### Pozycja konkurencyjna

One2One zdołała osiągnąć bardzo silną pozycję na rynku usług dodanych dla telefonii komórkowej. Wyrazem uznania sektora mediów dla jakości i innowacyjności świadczonych przez spółkę rozwiązań jest przyznanie One2One nagrody "Media Trend 2002" za zintegrowany system komunikacji sms-owej dla prasy i radio "PRASA SuperSMS". Obok wyrobionej na przestrzeni dotychczasowej działalności marki, gwarantem silnej pozycji konkurencyjnej spółki w przyszłości są ludzie posiadających wieloletnie doświadczenie w branży internetowej oraz marketingowej.

### Plany spółki

Do najważniejszych planów zarządu związanych ze strategicznym rozwojem One2One należy umocnienie pozycji lidera na rynku rozwiązań mobilnych wśród odbiorców z sektora prasowego oraz radiowego. Ponadto, spółka zamierza propagować i wspierać rozwój nowych form komunikacji bezprzewodowej (np. MMS). Równolegle, spółka zamierza przeszczepić system taxi.supersms.pl z Poznania na pozostałe aglomeracje Polski oraz aktywnie zaistnieć na rynku reklamy sms-owej.

### Sytuacja finansowa i perspektywy rozwoju

Pomimo stosunkowo krótkiego okresu istnienia oraz funkcjonowania w obszarze młodych technologii, spółka posiada stabilną sytuację finansową. Oczekujemy, iż One2One zakończy cały bieżący rok zyskiem netto i wkroczy w fazę dynamicznego rozwoju. Czynnikiem umożliwiającym ten rozwój będzie szybko wzrastająca liczba telefonów komórkowych oraz rozwój technologii (SMS, MMS itp.). Dodatkowym czynnikiem, który w naszej ocenie może przyspieszyć wzrost spółki w przyszłości jest przywiązanie klienta, który korzystając z rozwiązań spółki z czasem uzależnia się od jej usług. Uważamy, iż nie bez znaczenia dla rozwoju spółki będzie oczekiwany wzrost gospodarczy, który powinien przełożyć się na wydatki marketingowe przedsiębiorstw. Z kolei czynnikami, które będą hamować tempo rozwoju One2One może być blokowanie dostępu zewnętrznym spółek przez operatorów GSM w organizowanych przez siebie projektach masowych oraz utrzymywanie przez tych operatorów stosunkowo niskich stawek cenowych.

**Projekcja sprawozdań finansowych i wycena**

Bilans (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Aktywa</b>	<b>149</b>	<b>401</b>	<b>884</b>	<b>1 090</b>	<b>1 327</b>	<b>1 592</b>	<b>1 906</b>	<b>2 261</b>	<b>2 658</b>	<b>3 096</b>
Aktywa trwale	27	123	709	704	698	693	688	684	679	675
Aktywa obrotowe	122	277	175	386	628	899	1 217	1 577	1 978	2 422
<b>Pasywa</b>	<b>149</b>	<b>401</b>	<b>884</b>	<b>1 090</b>	<b>1 327</b>	<b>1 592</b>	<b>1 906</b>	<b>2 261</b>	<b>2 658</b>	<b>3 096</b>
Kapitał własny	9	-231	451	615	804	1 020	1 282	1 588	1 937	2 326
Kapitał zakładowy	50	92	117	117	117	117	117	117	117	117
Kapitał zapasowy	0	0	530	334	498	687	903	1 165	1 471	1 820
Zysk/strata z lat ubiegłych	0	-41	-323	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy	140	631	432	475	523	572	623	673	720	770
<i>w tym dług oprocentowany</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
sprzedaż/aktywa	1,43	1,94	3,37	3,00	2,72	2,48	2,26	2,05	1,87	1,72
dług/kapitał własny	14,92	-2,74	0,96	0,77	0,65	0,56	0,49	0,42	0,37	0,33
ROE	-433%	-	28,1%	26,6%	23,6%	21,2%	20,4%	19,3%	18,0%	16,7%
ROA	-27,2%	-70,4%	14,4%	15,0%	14,3%	13,6%	13,7%	13,5%	13,1%	12,5%

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>214</b>	<b>777</b>	<b>2 977</b>	<b>3 275</b>	<b>3 602</b>	<b>3 944</b>	<b>4 299</b>	<b>4 643</b>	<b>4 968</b>	<b>5 316</b>
<b>EBIT</b>	<b>-41</b>	<b>-359</b>	<b>185</b>	<b>227</b>	<b>274</b>	<b>335</b>	<b>391</b>	<b>446</b>	<b>499</b>	<b>548</b>
<i>EBITDA</i>		-320	204	246	292	353	408	462	515	563
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>-41</b>	<b>-282</b>	<b>127</b>	<b>163</b>	<b>189</b>	<b>216</b>	<b>262</b>	<b>306</b>	<b>349</b>	<b>388</b>
marża EBIT	-19,1%	-46,2%	6,2%	6,9%	7,6%	8,5%	9,1%	9,6%	10,1%	10,3%
rentowność netto	-19,0%	-36,3%	4,3%	5,0%	5,3%	5,5%	6,1%	6,6%	7,0%	7,3%

Cash flow (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna			117	171	195	229	273	316	358	396
<i>amortyzacja</i>		39	19	18	18	17	17	16	16	15
Działalność inwestycyjna			-601	-7	-1	-5	-1	19	41	64
Działalność finansowa			546	-2	-6	-9	-12	-31	-52	-74
Środki pieniężne na koniec okresu	77	26	88	250	438	654	914	1 218	1 565	1 951

Wycena DCF	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>EBIT</b>	<b>185</b>	<b>227</b>	<b>274</b>	<b>335</b>	<b>391</b>	<b>446</b>	<b>499</b>	<b>548</b>
stopa podatkowa (%)	27	19	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT	0	0	16	51	61	72	82	91
<b>NOPLAT</b>	<b>185</b>	<b>227</b>	<b>257</b>	<b>284</b>	<b>330</b>	<b>374</b>	<b>417</b>	<b>456</b>
amortyzacja (tys. zł)	19	18	18	17	17	16	16	15
nakłady kapitałowe (tys. zł)	27	13	13	12	12	12	11	11
inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)	34	6	6	6	6	7	7	7
<b>FCF (tys. PLN)</b>	<b>143</b>	<b>226</b>	<b>256</b>	<b>283</b>	<b>328</b>	<b>372</b>	<b>415</b>	<b>454</b>

kalkulacja WACC								
dług oprocentowany do kapitałów własnych	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (%)	1,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (%)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1
premia rynkowa (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,6	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,8	5,8
koszt kapitału własnego (%)	13,3	12,3	12,3	12,3	12,2	12,1	11,9	11,9
<b>WACC (%)</b>	<b>13,3</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	<b>12,2</b>	<b>12,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,9</b>

wycena (tys. zł)							
<b>DFCF</b>	<b>139</b>	<b>197</b>	<b>199</b>	<b>196</b>	<b>202</b>	<b>205</b>	<b>200</b>
Suma DFCF	1 543						
wartość rezydualna	11 795						5
zdyskontowana wartość rezydualna	5 190						
<b>wartość DCF</b>	<b>6 733</b>						
dług netto	-86						
<b>wartość bez długu</b>	<b>6 819</b>						
udział MCI w kapitale	50,85%						
<b>wycena spółki w portfelu MCI</b>	<b>3 468</b>						

Źródło: szacunki BDM PKO BP S.A.

---

## Travelplanet.pl S.A.

---

### **Podstawowe informacje o spółce**

Travelplanet.pl powstała w grudniu 2002 i od początku swojego istnienia jest obecna w portfelu MCI. Spółka znajduje się w fazie ekspansji i jest jedną z najszybciej rozwijających się spółek w portfelu MCI Management S.A.

### **Działalność spółki**

Spółka prowadzi serwis turystyczny Travelplanet, dzięki któremu zdobyła pozycję największego polskiego internetowego biura podróży. Travelplanet.pl sprzedaje wycieczki zagraniczne wszystkich znaczących biur podróży a także usługi pośrednio związane z wyjazdami urlopowo-wakacyjnymi. Za pośrednictwem portalu sprzedawane są zarówno wyjazdy znajdujące się w ofercie renomowanych biur podróży, ale również bilety lotnicze i ubezpieczenia podróżne. Serwis umożliwia również wynajem apartamentów w całej Europie. Travelplanet.pl stworzył spółkom od dawna obecnym w branży turystycznej możliwość taniej, masowej sprzedaży usług turystycznych, a klientom porównanie oferty różnych biur i nabycie żadanego produktu po atrakcyjnej cenie. Spółka prowadzi sprzedaż produktów za pomocą prowadzonego przez siebie serwisu, ale także z wykorzystaniem innych portali, co pozwala na poszerzenie i zwiększenie dostępności kanałów sprzedaży.

### **Oferta spółki**

Travelplanet.pl sprzedaje pięć głównych kategorii produktów:

- pakiety turystyczne
- bilety lotnicze większości znaczących krajowych i światowych linii lotniczych
- oferty last minute
- zindywidualizowane wyjazdy grupowe i konferencyjne dla instytucji
- turystyczne kupony płatnicze

### **Pozycja konkurencyjna**

Spółka już po roku istnienia zajęła pozycję lidera w sprzedaży wyjazdów zagranicznych w polskim internecie. Travelplanet.pl aktualizuje swoją ofertę na bieżąco, aktualizując ceny wycieczek przez 24h na dobę, dzięki czemu przez cały czas utrzymuje atrakcyjność sprzedawanych produktów. Utrzymanie pozycji lidera w swojej niszy będzie możliwe m.in. dzięki współpracy ze wszystkimi liczącymi się biurami podróży oraz nawiązaniu współpracy z portalami internetowymi. Przykładowo, od sierpnia 2002 spółka dostarcza całość usług turystycznych sprzedawanych w serwisie Wirtualna Polska, co pogłębia dystans pomiędzy Travelplanet.pl a konkurencją.

### **Plany spółki**

Travelplanet.pl zamierza utrzymać pozycję lidera internetowych usług turystycznych poprzez wprowadzenie swojej oferty na inne portale, rozwój serwisu sprzedającego bilety lotnicze, rozwój sieci sprzedaży w oparciu o franchising oraz pozyskiwanie nowych partnerów strategicznych.

### **Sytuacja finansowa i perspektywy**

Travelplanet.pl należy do najszybciej wzrastających spółek portfelowych MCI Management i utrzymanie takiej pozycji przewidujemy w najbliższym czasie. Za pośrednictwem prowadzonego przez spółkę serwisu sprzedano w 2002 roku produkty o wartości 3 mln zł, zaś na ten rok poziom sprzedaży równy 10 mln zł wydaje się być nie zagrożony. Tak duży wzrost wartości produktów, w których sprzedaży pośredniczy Travelplanet.pl przełoży się na przychody spółki utrzymującej marżę na stabilnym poziomie. Po zaledwie 1,5 roku działalności spółka uzyskała zdolność samofinansowania i obecnie posiada stabilną sytuację finansową, ponadto szacujemy, iż cały rok 2003 Travelplanet.pl zakończy zyskiem netto. Prowadzona w spółce restrukturyzacja została zakończona, co w połączeniu z bardzo silnym wzrostem sprzedaży zapewnia spółce bezpieczeństwo finansowe. Rozwój oferty spółki, przejęcie portalu Aero.pl sprzedającego bilety lotnicze, które miało miejsce w tym roku oraz przewidywany wzrost udziału internetu w sprzedaży usług turystycznych pozwalają oczekiwać kilkukrotnego wzrostu spółki przez kilka następnych lat. Z drugiej strony, zagrożeniem dla rozwoju Travelplanet.pl może być niestabilna sytuacja polityczna na świecie, mogąca wywołać spadek zagranicznych wyjazdów turystycznych oraz możliwe trudności z efektywnym zarządzaniem spółką działającą w większej niż dotychczas skali.

**Projekcja sprawozdań finansowych i wycena**

Bilans (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Aktywa</b>	<b>787</b>	<b>678</b>	<b>711</b>	<b>943</b>	<b>1 493</b>	<b>2 260</b>	<b>3 315</b>	<b>4 628</b>	<b>6 195</b>	<b>7 969</b>
Aktywa trwałe	459	278	198	146	93	48	52	57	62	68
Aktywa obrotowe	328	401	513	798	1 400	2 212	3 263	4 572	6 133	7 902
<b>Pasywa</b>	<b>787</b>	<b>678</b>	<b>711</b>	<b>943</b>	<b>1 493</b>	<b>2 260</b>	<b>3 315</b>	<b>4 628</b>	<b>6 195</b>	<b>7 969</b>
Kapitał własny	-1 084	395	416	566	922	1 417	2 099	2 947	3 959	5 105
Kapitał zakładowy	500	1 718	1 718	1 718	1 718	1 718	1 718	1 718	1 718	1 718
Kapitał zapasowy	0	1 218	1 218	1 218	1 218	1 218	1 218	1 218	1 229	2 241
Zysk/strata z lat ubiegłych	0	-1 584	-2 541	-2 520	-2 370	-2 015	-1 520	-838	0	0
Zobowiązania i rezerwy	1 871	283	295	377	572	843	1 217	1 681	2 236	2 864
<i>w tym dług oprocentowany</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
sprzedaż/aktywa	0,28	0,79	2,20	3,65	3,91	3,70	3,23	2,73	2,32	1,99
dług/kapitał własny	-1,73	0,72	0,71	0,67	0,62	0,60	0,58	0,57	0,56	0,56
ROE	146%	-242%	5,0%	26,5%	38,6%	34,9%	32,5%	28,8%	25,6%	22,5%
ROA	-201%	-141%	3,0%	15,9%	23,8%	21,9%	20,6%	18,3%	16,3%	14,4%

Rachunek zysków i strat (tys. zł)	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>220</b>	<b>534</b>	<b>1 563</b>	<b>3 439</b>	<b>5 846</b>	<b>8 359</b>	<b>10 700</b>	<b>12 626</b>	<b>14 393</b>	<b>15 833</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1 465</b>	<b>-783</b>	<b>83</b>	<b>237</b>	<b>444</b>	<b>685</b>	<b>931</b>	<b>1 136</b>	<b>1 339</b>	<b>1 504</b>
EBITDA		-643	168	297	488	713	944	1 151	1 354	1 522
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>-1 584</b>	<b>-957</b>	<b>21</b>	<b>150</b>	<b>355</b>	<b>495</b>	<b>682</b>	<b>848</b>	<b>1 012</b>	<b>1 146</b>
marża EBIT	-666%	-146%	5,3%	6,9%	7,6%	8,2%	8,7%	9,0%	9,3%	9,5%
rentowność netto	-720%	-179%	1,3%	4,4%	6,1%	5,9%	6,4%	6,7%	7,0%	7,2%

Cash flow (tys. zł)	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Działalność operacyjna	-2 326	71	191	359	465	612	733	853	943
<i>amortyzacja</i>		140	85	60	43	27	13	14	17
Działalność inwestycyjna	34	32	26	-3	-10	-23	-22	-21	-19
Działalność finansowa	2 357	-7	-51	-33	-33	-74	-71	-68	-59
Środki pieniężne na koniec okresu	79	175	341	664	1 085	1 599	2 239	3 003	3 868

Wycena DCF	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>EBIT</b>	<b>83</b>	<b>237</b>	<b>444</b>	<b>685</b>	<b>931</b>	<b>1 136</b>	<b>1 339</b>	<b>1 504</b>
stopa podatkowa (%)	27	19	19	19	19	19	19	19
opodatkowanie EBIT	0	0	0	101	160	199	237	269
<b>NOPLAT</b>	<b>83</b>	<b>237</b>	<b>444</b>	<b>584</b>	<b>771</b>	<b>937</b>	<b>1 101</b>	<b>1 235</b>
amortyzacja (tys. zł)	85	60	43	27	13	14	16	17
nakłady kapitałowe (tys. zł)	4	8	-9	-18	17	19	21	23
inwestycje w kapitał obrotowy (tys. zł)	5	36	85	119	164	204	243	275
<b>FCF (tys. PLN)</b>	<b>158</b>	<b>253</b>	<b>411</b>	<b>511</b>	<b>603</b>	<b>729</b>	<b>853</b>	<b>954</b>

kalkulacja WACC								
dług oprocentowany do kapitałów własnych	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
inflacja średnioroczna (%)	1,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
stopa wolna od ryzyka (%)	6,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,3	5,1	5,1
premia rynkowa (%)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
beta	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,6	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	5,8	5,8
koszt kapitału własnego (%)	13,7	12,7	12,7	12,7	12,6	12,5	12,3	12,3
<b>WACC (%)</b>	<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,6</b>	<b>12,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>

wycena (tys. zł)							
<b>DFCF</b>	<b>155</b>	<b>220</b>	<b>317</b>	<b>349</b>	<b>366</b>	<b>393</b>	<b>408</b>
Suma DFCF	2 616						
wartość rezydualna	18 006						
zdyskontowana wartość rezydualna	7 698						
<b>wartość DCF</b>	<b>10 314</b>						
dług netto	-535						
<b>wartość bez długu</b>	<b>10 849</b>						
udział MCI w kapitale	94,74%						
<b>wycena spółki w portfelu MCI</b>	<b>10 278</b>						

Źródło: szacunki BDM PKO BP S.A.

---

## JTT Computer S.A.

---

### **Podstawowe informacje o spółce**

JTT Computer powstała w 1990 roku, od 1995 roku funkcjonuje w formie spółki akcyjnej. W portfelu MCI Management S.A. znajduje się od początku istnienia funduszu, tj. od 1999 roku. Do grupy JTT należą spółki zależne: IT Usługi Serwisowe Sp. z o.o. (świadcząca usługi serwisowe), Centrum Komputerowe Adax Sp. z o.o. (prowadząca sprzedaż detaliczną) oraz IT Trust Sp. z o.o. (promocja zaawansowanych rozwiązań sieciowych). MCI Management S.A. posiada 36,05% udziału w kapitale JTT Computer S.A., przy czym spółka jako jedyna w portfelu MCI Management S.A. jest spółką dojrzałą. JTT Computer S.A. znajduje się w fazie restrukturyzacji.

### **Działalność spółki**

JTT Computer S.A. (JTT) jest przede wszystkim producentem sprzętu komputerowego, zarówno komputerów typu desktop, jak i notebooków czy serwerów. Spółka prowadzi również dystrybucję sprzętu (od komputerów, drukarek, monitorów i akcesoriów po urządzenia zaawansowanej techniki sieciowej) oraz oprogramowania. JTT sprzedaje sprzęt produkcji własnej, jak i pochodzący od innych producentów, takich jak HP, Philips, OKI, Enterasys Networks, Hyundai, Samsung. Sztandarowym produktem JTT są komputery marki Adax, zdobywające wiele nagród przyznawanych zarówno przez użytkowników komputerów, redakcje literatury specjalistycznej jak również organizacje takie jak Urząd Komitetu Integracji Europejskiej czy Business Center Club. Nie należy jednak zapominać, że w przeciwieństwie do pozostałych spółek z portfela MCI, JTT nie będzie w przyszłości w stanie uzyskiwać wysokich marż na prowadzonej działalności. Produkcja sprzętu a tym bardziej jego dystrybucja charakteryzują się minimalnymi marżami, co w połączeniu z faktem, iż spółka zmuszona jest dysponować bardzo wysokim kapitałem obrotowym w celu finansowania sprzedaży o dużej wartości (przychody spółki w szczytowym okresie w 2000 roku sięgnęły 460 mln zł, w 2002 roku spadły do 343 mln zł) powoduje, iż działalność JTT można sklasyfikować jako bardzo kapitałochłonną i mało rentowną. Dlatego też obecność spółki w portfelu funduszu venture capital jest co najmniej dyskusyjna.

### **Pozycja konkurencyjna**

JTT Computer S.A. należy do czołowych producentów komputerów w kraju, choć jego udział w szybkim tempie maleje. W 2002 roku dzięki cieszącym się doskonałą reputacją i dobrze rozpoznawalną marką komputerom ADAX, JTT z udziałem 7,4% zajmował drugie miejsce na krajowym rynku komputerów desktop, plasując się zaraz po HP z udziałem 7,8%, wyprzedzając takich producentów jak NTT System czy Optimus. Ze względu na trudności finansowe pozycja JTT na polskim rynku słabnie. Sprzedaż komputerów w trzech kwartałach roku 2003 spadła o blisko połowę w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego. Pomimo zatem silnej, zdobywającej wiele nagród i wyróżnień marki, długiej historii i rozszerzaniu oferty, przyszła pozycja konkurencyjna spółki nie rysuje się optymistycznie. Kluczem do dalszego istnienia i rozwoju spółki jest rozwiązanie jej problemów finansowych.

### **Sytuacja finansowa i wycena**

JTT Computer S.A. to niedysiejszy filar funduszu MCI Management S.A., obecnie jednak spółka stoi na krawędzi bankructwa. Spółka w portfelu MCI obłożona jest 90% rezerwą, zaś jej wartość księgowa wynosi niewiele ponad 1 mln zł. Sytuacja finansowa spółki jest tak trudna, iż JTT nie jest w stanie wywiązywać się z kontraktów, w sposób drastyczny ograniczyła zatrudnienie, zaś w celu dalszego umożliwienia kontynuacji działalności operacyjnej wymaga dofinansowania. Przyczyną trudności finansowych JTT jest decyzja izby skarbowej, która nakazała spółce zapłatę 10,5 mln złotych podatku w związku z operacjami przeprowadzonymi w latach 1998-2000. W owym okresie spółka, w zgodzie z obowiązującymi przepisami prawa, eksportowała komputery za granicę, następnie importowała je do kraju i na końcu dostarczała do szkół. Dzięki temu mechanizmowi dostarczany sprzęt był zwolniony od VATu. Pomimo zgodności transakcji z ówczesnymi regulacjami, organy skarbowe nałożyły na spółkę obowiązek zapłaty 10,5 mln zł zaległego podatku, członkom zarządu natomiast wytoczono sprawy karne z tytułu popełnienia przestępstw podatkowych. JTT odwołała się od decyzji organów skarbowych i wygrała w sądzie wszystkie sprawy. Ku stanowisku spółki przychylił się również NSA, który w lipcu bieżącego roku nakazał izbie skarbowej zwrot niesłusznie pobranych podatków wraz z należnymi spółce odsetkami od zobowiązań podatkowych (w chwili obecnej w sumie około 23 mln zł). Członkowie zarządu spółki również zostali oczyszczeni z zarzutów. Mimo to, izba skarbowa, która zgodnie z

wyrokiem NSA miała do 12 października podjąć decyzję o zwrocie spółce nadpłaconego VATu, odsunęła podjęcie decyzji w tej sprawie, żądając dodatkowych wyjaśnień. Dla JTT, której nisko marżowa działalność wymaga posiadania wysokich środków obrotowych, odwlekanie zwrotu nadpłaconych kwot oznacza bardzo poważne zagrożenie upadłością. Ze względu na działanie organów skarbowych spółka ma trudności zarówno z pozyskaniem finansowania w postaci długu, jak i kapitału własnego. Do czasu podjęcia przez izbę skarbową podjęcia pozytywnej dla spółki decyzji, szanse na pozyskanie dla JTT inwestora są zatem nikłe. Przyglądając się postępowaniu organów skarbowych skłaniamy się ku opinii, iż spółka ma małe szanse na odzyskanie należnych jej kwot w dającej się przewidzieć przyszłości. Ze względu na nieudane próby sprzedaży posiadanego pakietu akcji przez MCI Management S.A. oraz ograniczony wpływ na zarządzanie spółką przez fundusz, jesteśmy zmuszeni założyć iż wyjście z inwestycji w JTT nastąpi przed odzyskaniem pobranego VATu oraz przed ustabilizowaniem kondycji finansowej spółki. Dlatego też przyjmujemy bardzo ostrożne założenie, iż sprzedaż akcji JTT Computer S.A. przez MCI nastąpi po cenie stanowiącej 85% obecnej wartości w księgach funduszu, tj. za kwotę około 867 tys. zł.

---

## Informacje dodatkowe

---

### *Terminy publikacji raportów okresowych w 2003 roku:*

- ❑ Raport kwartalny jednostkowy za III kwartał 2003 r. - 4 listopada 2003 r.
- ❑ Raport kwartalny skonsolidowany za III kwartał 2003 r. - 14 listopada 2003 r.
- ❑ Raport półroczny skonsolidowany za I półrocze 2003 r. - 31 października 2003 r.

### *Strony internetowe spółek portfelowych:*



Computer Communication Systems S.A.

[www.ccs.com.pl](http://www.ccs.com.pl)



S4E S.A.

[www.s4e.com.pl](http://www.s4e.com.pl)



Process4E S.A.

[www.process4e.com](http://www.process4e.com)



Bankier.pl S.A.

[www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)



Biprogeo S.A.

[www.biprogeo.com.pl](http://www.biprogeo.com.pl)



Geo Technologies Sp. z o.o.

[www.geotec.pl](http://www.geotec.pl)



One2One Sp. z o.o.

[www.one-2-one.com.pl](http://www.one-2-one.com.pl)



Travelplanet.pl S.A.

[www.travelplanet.com.pl](http://www.travelplanet.com.pl)



JTT Computer S.A.

[www.jtt.com.pl](http://www.jtt.com.pl)



## Bankowy Dom Maklerski PKO Bank Polski SA

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (0-22)521-80-00, fax (0-22)521-79-46

e-mail: infobdm@pkobp.pl

### Telefony kontaktowe

#### Wydział Analiz i Doradztwa

Naczelnik makler papierów wartościowych miedź, przemysł: paliwowy, papierniczy, farmaceutyczny	Sebastian Słomka (022) 521 79 10 sebastian.slomka@pkobp.pl
doradca inwestycyjny telekomunikacja, media	Radosław Solan (022) 521 79 41 radoslaw.solan@pkobp.pl
banki i finanse	Robert Sobieraj (022) 521 79 13 robert.sobieraj@pkobp.pl
informatyka	Michał Janik (022) 521 79 13 michal.janik@pkobp.pl
budownictwo i nieruchomości, energetyka turystyka i hotelarstwo, dystrybucja farmaceutyków	Marek Majewski (022) 521 87 23 marek.majewski@pkobp.pl

#### Wydział Transakcji

pión obsługi klientów instytucjonalnych	Bartosz Janczy (022) 521 82 11 bartosz.janczy@pkobp.pl
	Przemysław Nowicki (022) 521 82 13 przemyslaw.nowicki@pkobp.pl
	Rafał Grzybowski (022) 521 82 10 rafal.grzybowski@pkobp.pl
	Dariusz Andrzejak (0-22)521 82 12 dariusz.andrzejak@pkobp.pl
	Artur Szymecki (0-22)521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów BDM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak BDM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze Spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie.

Pomiędzy BDM a spółką nie występują powiązania, o których mowa w §5 Uchwały nr 509 Komisji Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 13 sierpnia 2002 r. w sprawie określenia standardów sporządzania i udostępniania rekomendacji inwestycyjnych.