

NAJWIĘKSZY

Skończyły się czasy, gdy ogłoszenie planu ekspansji wystarczyło, by przyciągnąć inwestorów do spółki. Dziś **inwestorzy nie wierzą** już, że wielkość przełoży się na zysk. Sądząc z analizy polskich firm, **mają rację**

≠

NAJLEPSZY

Im firma ma większe przychody, tym jest lepsza. Tak przynajmniej można by sądzić na podstawie publikowanych w Polsce rankingów. To właśnie przychody są w nich bowiem głównym kryterium i domniemaną miarą efektywności. Co ciekawe, taką miarą posługują się nie tylko postronni obserwatorzy życia gospodarczego, ale także wielu menedżerów i właścicieli polskich firm.

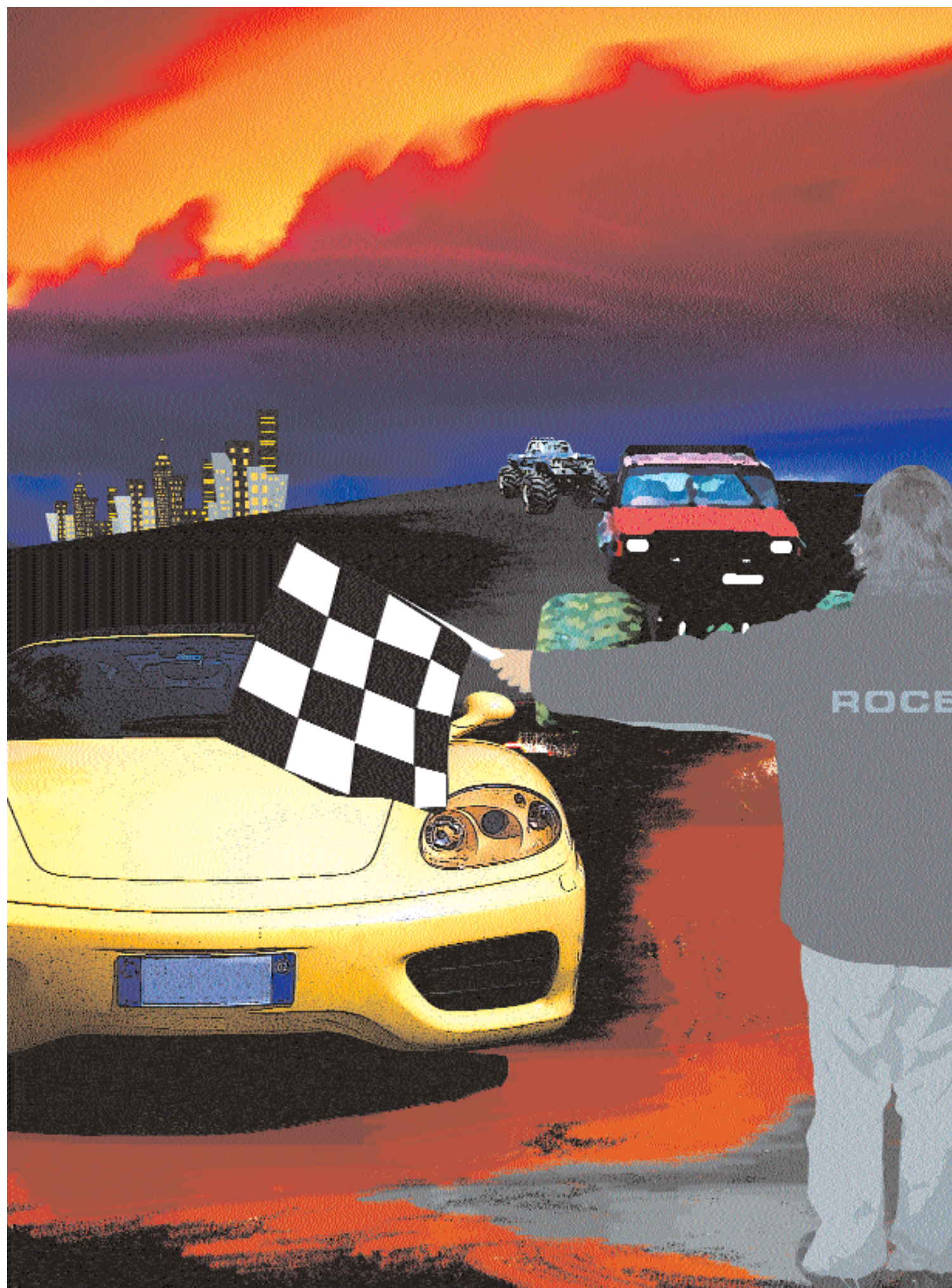
Do niedawna podobnie myśleli właściciele i menedżerowie nawet największych firm zachodnich. I słusznie. Uznając otwarcie się coraz to nowych branż i krajów za unikalną okazję do wzrostu, za wszelką cenę starali się zwiększać skalę działalności – przejmowali inne firmy lub zwiększali sprzedaż zatrudniając ogromne rzesze handlowców. Działania te miały przynieść efekty w przyszłości. Ale nie zawsze przynosiły. Wraz ze wzrostem konkurencji na rynkach lokalnych i międzynarodowych coraz większego znaczenia zaczęła więc nabierać nie skala działalności, ale efektywność podejmowanych działań. Od kilku lat, czyli od załamania „nowej gospodarki”, zachodni inwestorzy zaczęli traktować polskie inwestycje tak samo jak swoje firmy macierzyste. Stawiają sprawę jasno – nie chcą już samego wzrostu wielkości; chcą wzrostu zysku albo – jak mówią – zwrotu z kapitału zaangażowanego w spółkę (ROCE – Return on Capital Employed). I kierują swoje pieniądze tam, gdzie zysk ten jest największy.

W Polsce inwestorzy nie mieli dotąd podstawy do takich ocen. Dane o efektywności przedsiębiorstw istnieją bowiem głównie dla spółek giełdowych. Firmy, które nie mają tego obowiązku, nie kwapią się do tego, by upublicznić swoje wyniki. Dlatego właśnie, by pomóc inwestorom w trafnym wyborze przedmiotów inwestycji, a menedżerom w porównaniu swoich szans na przyciągnięcie inwestorów z konkurentami w branży, międzynarodowa firma doradczą CII Group przygotowała ranking najefektywniejszych polskich przedsiębiorstw.

Małe jest piękne

W rankingu są zarówno giganci o przychodach rzędu 4-5 miliardów złotych (huty stali, kopalnie węgla czy operatorzy telekomunikacyjni), jak i firmy średnie o sprzedaży zaledwie 200-300 milionów złotych (hurtownie leków czy producenci farb). Główny wniosek, jaki się nasuwa z ich analizy, to potwierdzenie słuszności żądań inwestorów: wielkość nie idzie w parze z efektywnością. Im firma jest większa, tym jest mniej efektywna, tzn. tym niższy jest ROCE. Widać to wyraźnie po spółkach przemysłowych i usługowych, znacznie mniej zaś po spółkach handlowych, gdzie duża skala zazwyczaj pomaga w osiągnięciu wysokiego zwrotu.

We wszystkich trzech sektorach liderami efektywności są w większości firmy z trzeciej, czwartej i piątej setki przedsiębiorstw pod względem przychodów. Weźmy zwycięzców – najefektywniejszy z przemysłu Same-Deutz-Fahr zajmuje pozycję dopiero w piątej setce naj- ►



RANKING ROCE

Lp.	nazwa firmy	przychody ze sprzedaży		sektor	opis podstawowej działalności
		ROCE	(mln zł)		
1	Foster Wheeler Energia Polska Sp. z o.o.	162,6%	407,2	usługi	wykonawstwo instalacji energetycznych
2	Hurtownia Materiałów Budowlanych BUDMAT	144,0%	331,5	handel	sprzedaż hurtowa materiałów budowlanych
3	DaimlerChrysler Automotive Polska Sp. z o.o.	124,6%	1601,5	handel	sprzedaż pojazdów samochodowych
4	Same Deutz-Fahr Polska Sp. z o.o.	116,5%	316,9	przemysł	produkcja ciągników rolniczych
5	Hurtap SA	108,7%	517,5	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów farmaceutycznych
6	IBM Polska Sp. z o.o.	100,7%	528,5	usługi	usługi IT
7	Man-Star Trucks Sp. z o.o.	82,1%	432,3	handel	sprzedaż pojazdów samochodowych
8	Renault Polska Sp. z o.o.	78,3%	2026,3	handel	sprzedaż pojazdów samochodowych
9	Danone Sp. z o.o.	75,2%	842,9	przemysł	produkcja artykułów spożywczych i napojów
10	Telewizja Polsat SA	75,0%	717,6	usługi	działalność radiowa i telewizyjna
11	Skoda Auto Polska SA	70,1%	1677,0	handel	sprzedaż pojazdów samochodowych
12	Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka SA	68,9%	291,6	przemysł	produkcja farb i lakierów
13	PHUP Andrzej Szeszycki	67,6%	342,5	handel	sprzedaż hurtowa żywności, napojów i tytoniu
14	Silfarm Sp. z o.o.	67,6%	339,4	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów farmaceutycznych
15	Ball Packaging Europe Radomsko Sp. z o.o.	67,2%	465,9	przemysł	produkcja opakowań z metali lekkich
16	Kolporter SA	64,6%	946,3	handel	dystrybucja prasy i książek
17	ThyssenKrupp Energostal SA	64,1%	569,3	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów metalowych
18	Faurecia Fotele Samochodowe Sp. z o.o.	60,9%	981,9	przemysł	produkcja części i akcesoriów do pojazdów samochodowych
19	Unilever Polska SA	59,8%	2261,6	przemysł	produkcja artykułów konsumpcyjnych
20	Stalprofil SA	58,6%	879,0	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów metalowych
21	B.S.K. RETURN Sp. z o.o.	57,3%	349,1	handel	sprzedaż hurtowa metali i rud metali
22	TRW Polska Sp. z o.o.	56,5%	1450,1	przemysł	produkcja części i akcesoriów do pojazdów samochodowych
23	Tchibo Warszawa Sp. z o.o.	55,6%	583,5	handel	dystrybucja oraz przetwórstwo herbaty i kawy
24	Konsorcjum Dystrybutorów Wyrobów Tytoniowych SA	52,3%	1193,8	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów tytoniowych
25	Polski Koks SA	51,3%	2040,7	handel	sprzedaż hurtowa koksu
26	BOS SA	50,3%	614,0	handel	sprzedaż hurtowa żywności
27	Philips Lighting Pabianice SA	48,9%	447,4	przemysł	produkcja sprzętu oświetleniowego
28	Toyota Motor Poland Company Limited Sp. z o.o.	47,4%	1880,8	handel	sprzedaż pojazdów samochodowych
29	Avon Cosmetics Polska Sp. z o.o.	44,8%	761,4	handel	sprzedaż hurtowa perfum i kosmetyków
30	Grupa Polska Stal Sp. z o.o.	44,6%	527,0	handel	sprzedaż hurtowa metali i rud metali
31	Rettig-Heating Sp. z o.o.	44,2%	313,0	przemysł	produkcja grzejników
32	Volkswagen Motor Polska Sp. z o.o.	44,1%	3914,2	przemysł	produkcja silników
33	Alstom Power Sp. z o.o.	43,7%	838,8	przemysł	produkcja turbin i generatorów
34	Profarm Sp. z o.o.	43,5%	311,2	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów farmaceutycznych
35	Dystrybucja Logistyka Serwis SA	40,7%	810,9	handel	sprzedaż hurtowa żywności, napojów i wyrobów tytoniowych
36	Pronox Technology SA	39,5%	368,6	handel	sprzedaż hurtowa komponentów komputerowych
37	Thomson Multimedia Polska Sp. z o.o.	38,4%	4200,2	przemysł	produkcja odbiorników telewizyjnych i radiowych
38	Antalis Poland Sp. z o.o.	37,5%	348,7	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów papiernicznych i biurowych
39	Totalizator Sportowy Sp. z o.o.	37,0%	2423,4	usługi	działalność związana z grammi losowymi
40	Atlas SA	36,4%	230,8	przemysł	produkcja materiałów budowlanych
41	Danfoss Sp. z o.o.	34,4%	288,7	przemysł	produkcja urządzeń regulacyjnych i kontrolno-pomiarowych
42	POSW Złomrex Sp. z o.o.	33,6%	718,9	handel	sprzedaż hurtowa odpadów i złomu
43	Frantschach Świecie SA	33,3%	1291,7	przemysł	produkcja papieru i tektury
44	LG Electronics Sp. z o.o.	32,2%	506,5	przemysł	produkcja odbiorników telewizyjnych i radiowych
45	Brenntag Polska Sp. z o.o.	31,9%	579,5	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów chemicznych
46	Faurecia Wałbrzych Sp. z o.o.	31,9%	650,4	przemysł	produkcja części i akcesoriów do pojazdów samochodowych
47	Rafako SA	31,6%	370,4	przemysł	produkcja kotłów parowych i wodnych
48	KGHM Metraco Sp. z o.o.	31,0%	469,6	handel	sprzedaż hurtowa metali i rud metali
49	Stahlschmidt & Maiworm Sp. z o.o.	31,0%	454,6	przemysł	produkcja części i akcesoriów do pojazdów samochodowych
50	ZOMAR SA	30,0%	352,4	handel	obróć energią elektryczną, handel
51	Rafineria Trzebinia SA	29,8%	1162,1	przemysł	przerób ropy naftowej
52	Pfleiderer Grajewo SA	29,5%	558,4	przemysł	produkcja arkuszy formiowych, płyt i sklejek
53	Ambra SA	29,3%	519,0	handel	dystrybucja i produkcja win gronowych
54	GANT Sp. z o.o.	28,9%	1464,0	handel	handel walutami
55	Diageo Polska Sp. z o.o.	28,4%	307,4	handel	sprzedaż hurtowa napojów alkoholowych
56	Polska Telefonii Cyfrowa Sp. z o.o.	26,6%	5601,3	usługi	telekomunikacja
57	APOFARM GROUP Unia Hurtowni Aptekarskich Sp. z o.o.	26,1%	875,3	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów farmaceutycznych
58	REHAU Sp. z o.o.	26,0%	307,7	handel	dystrybucja i produkcja wyrobów z tworzyw sztucznych
59	Polmos Białystok SA	25,9%	973,1	przemysł	produkcja napojów alkoholowych
60	ELNORD SA	25,7%	550,2	handel	dystrybucja energii elektrycznej
61	PSE-Electra Sp. z o.o.	25,0%	477,8	handel	dystrybucja energii elektrycznej

RANKING ROCE

Lp.	nazwa firmy	ROCE	przychody ze sprzedaży (mln zł)	sektor	opis podstawowej działalności
62	Sanitec Koło Sp. z o.o.	25,0%	337,5	przemysł	produkcja ceramicznych wyrobów sanitarnych
63	LPP SA	24,8%	376,5	handel	sprzedaż hurtowa odzieży i obuwia
64	Południowy Koncern Energetyczny SA	24,7%	3602,9	przemysł	wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej
65	Polmos Lublin SA	24,5%	303,5	przemysł	produkcja napojów alkoholowych destylowanych
66	Torfarm SA	24,2%	1099,5	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów farmaceutycznych
67	Solaris Bus & Coach Sp. z o.o.	23,7%	278,9	przemysł	produkcja pojazdów samochodowych
68	Opoczno SA	23,0%	367,6	przemysł	produkcja płytek ceramicznych
69	Henkel Polska SA	22,9%	979,3	przemysł	produkcja wyrobów chemicznych
70	Polska Wytwórnia Papierów Wartościowych SA	22,8%	328,6	przemysł	działalność poligraficzna
71	Polkomtel SA	22,6%	5176,2	usługi	telekomunikacja
72	BRW Sp. z o.o.	21,0%	335,6	przemysł	produkcja mebli
73	Farmacol SA	20,7%	2340,3	handel	sprzedaż hurtowa wyrobów farmaceutycznych
74	Aluplast Sp. z o.o.	20,6%	440,3	handel	dystrybucja i produkcja wyrobów z tworzyw sztucznych
75	Fabryka Mebli Forte SA	20,6%	281,7	przemysł	produkcja mebli
76	EMPIK Sp. z o.o.	20,4%	474,5	handel	sprzedaż detaliczna w specjalistycznych sklepach
77	Kronopol Sp. z o.o.	20,3%	1388,5	przemysł	produkcja arkuszy fornirowych, płyt i sklejek
78	Nowy Styl Sp. z o.o.	20,1%	372,9	przemysł	produkcja mebli
79	McDonald's Polska Sp. z o.o.	19,9%	545,0	usługi	gastronomia
80	Zakłady Azotowe „Puławy” SA	19,7%	1580,8	przemysł	produkcja nawozów i związków azotowych
81	Arctic Paper Kostrzyn SA	19,3%	592,5	przemysł	produkcja papieru i tektury
82	Firma Oponiarska Dębica SA	19,2%	1297,6	przemysł	produkcja opon
83	Atlas Sp. j.	19,0%	333,8	handel	dystrybucja i produkcja materiałów budowlanych
84	Orlen Morena Sp. z o.o.	19,0%	214,7	handel	sprzedaż detaliczna i hurtowa paliw
85	Spedpol Sp. z o.o.	17,5%	408,0	usługi	usługi transportowe
86	SGL Carbon Polska SA	17,4%	472,0	przemysł	produkcja sprzętu elektrycznego
87	Zakład Energetyczny Jelenia Góra SA	17,3%	357,7	handel	wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej
88	Black Red White SA	17,2%	974,9	przemysł	produkcja mebli
89	Petrołot Sp. z o.o.	17,0%	498,5	handel	sprzedaż hurtowa paliw
90	Huta Pokój SA	16,8%	579,9	handel	sprzedaż hurtowa metali i rud metali
91	Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA	16,7%	793,2	przemysł	wydobywanie węgla kamiennego i brykietowanie
92	Jastrzębska Spółka Węglowa SA	16,6%	2693,8	przemysł	wydobywanie węgla kamiennego i brykietowanie
93	Górażdże Cement SA	16,5%	596,9	przemysł	produkcja cementu
94	Avon Operations Polska Sp. z o.o.	16,3%	1405,5	przemysł	produkcja artykułów kosmetycznych
95	Casinos Poland Sp. z o.o.	16,2%	389,2	usługi	działalność związana z grami losowymi i zakładami wzajemnymi
96	Farmutil HS Holding SA	16,2%	785,6	przemysł	produkcja mięsa
97	EnergiaPro Koncern Energetyczny SA Oddział w Legnicy	16,0%	755,1	handel	wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej
98	Orlen Petrozachód Sp. z o.o.	16,0%	441,3	handel	sprzedaż detaliczna i hurtowa paliw
99	Elektrownia Rybnik SA	15,6%	1640,7	przemysł	wytwarzanie i dystrybucja energii elektrycznej
100	Legrand Fael Sp. z o.o.	15,5%	285,9	przemysł	produkcja aparatury rozdzielczej i sterowniczej energii elektrycznej

▼ JAK LICZYMY EFEKTYWNOŚĆ

Ranking oparty jest na analizie wyników finansowych 200 z 500 największych polskich firm pod względem przychodów w 2003 roku. Obejmuje tylko te firmy, które udostępniły swoje wyniki, wyraziły zgodę na badanie pod kątem zwrotu z kapitału zaangażowanego oraz stworzyły reprezentatywną próbkę w swojej branży (stąd brak instytucji finansowych). W badaniu wykorzystano dane pochodzące z nieskonsolidowanych raportów okresowych F01 za lata 2002 i 2003. Dane te nie były weryfikowane i zostały wykorzystane w takiej postaci, w jakiej zostały przekazane.

Miarą efektywności, przyjętą w rankingu, jest wskaźnik zwrotu z zaangażowanego kapitału (ROCE). Dla celów badania ROCE zostało zdefiniowane jako stosunek zysku ze sprzedaży do wielkości zaangażowanego w firmę kapitału (określonego jako suma majątku trwałego i kapitału obrotowego). Przyjęcie zysku ze sprzedaży (a nie zysku operacyjnego) miało na celu wykluczenie wpływu jednorazowych zdarzeń, odzwierciedlonych w pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych. To właśnie pozostałe przychody operacyjne w firmach państwowych zawierają umorzenia zobowiązań publiczno-prawnych, co w przypadku wielu firm znacznie zawyżyłoby wartość wskaźnika. Uproszczenie, na które zdecydowano się dla potrzeb rankingu, nie powinno być stosowane w przypadku przeprowadzania szczegółowych analiz efektywności firmy, gdyż może usuwać z pola widzenia istotne elementy jej działalności. Istotnym jest natomiast zachowanie konsekwencji w analizach i porównywanie wskaźników liczonych w ten sam sposób. To nie ilość wskaźników branż pod uwagę ma znaczenie, ale umiejętność obserwowania i interpretowania zmian wybranej grupy.

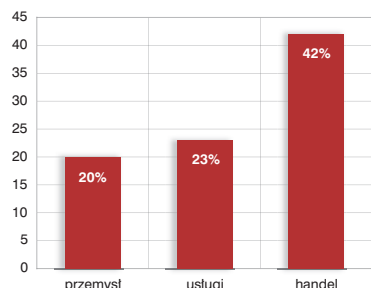
► większych, podobnie przedstawiciel handlu – Hurtownia Budmat, a usługowy Foster Wheeler Energia należy do czwartej setki pod względem sprzedaży.

Czym to tłumaczyć? W dużej mierze jest to wynik braku kultury efektywności w dużych firmach, tzn. braku myślenia menedżerów w kategoriach inwestorskich. Z doświadczenia CII Group w doradzaniu polskim przedsiębiorstwom wynika, że wiele rodzimych zarządów nadal stawia sobie za cel przede wszystkim wynik finansowy na koniec roku lub wręcz osiągnięcie określonych wolumenów produkcyjnych, co nie zawsze prowadzi do oczekiwanej zyskowności lub efektywności. Na pytanie „jakiego zwrotu z zaangażowanego kapitału Państwo oczekują?”, menedżerowie przyznają, że być może inwestorzy zakładali jakiś poziom w swojej wycenie firmy, ale nie zostało to im zakomunikowane. Innym wytłumaczeniem słabej efektywności dużych firm jest skomplikowana, wielopoziomowa organizacja, która niweluje korzyści wynikające ze skali działania.

Dobry poradzi sobie wszędzie

Analiza spółek i sektorów przynosi też kilka innych niespodzianek. Jedną z nich to podważenie powszechnie panującej w polskim biznesie opinii o tym, że sektor, w jakim firma działa, determinuje jej wyniki – skazuje na porażkę lub gwarantuje sukces. Często słyszy się bowiem, że huty działają w schyłkowej i bardzo kapitałochłonnej branży, więc muszą liczyć się raczej z niską lub wręcz ujemną rentownością, a dealerzy samochodów z definicji opływają w pieniądze. Kapitałochłonność jest oczywiście różna w różnych sektorach. Bezspornie ma wpływ na wyniki sektorów – wystarczy porównać średnie ROCE dla polskiego handlu (42%) i dla przemysłu (20%). Prawidłowość tę widać również na bardziej rozwiniętych rynkach – jak podaje „Financial Times”, w Wielkiej Brytanii 22 największe firmy transportowe odnotowały średnie ROCE na poziomie 99%, 23 firmy handlu detalicznego – 53%, ale już 10 największych firm chemicznych – 22%, a 11 firm farmaceutycznych – tylko 17%. A zatem różnica między sektorami i branżami istnieje. ►

» **Efektywność sektorów (wg ROCE)**



Źródło: CII Group

► Liderzy rankingu znacznie jednak odstają od średnich wyników dla swojego sektora czy branży. Najlepszych dziesięć firm w każdym sektorze odnotowało bowiem zwrot z kapitału wielokrotnie większy od zwrotu w spółkach nawet z drugiej dziesiątki tego samego sektora. Liderzy sektorów uzyskali natomiast podobne do siebie wyniki (lider sektora usługowego – 163%, handlowego – 144%, a przemysłowego – 117%).

Jak oni to robią?

W każdym z analizowanych sektorów recepta na wysoką efektywność była inna. Zapewnienie długookresowej efektywności wymaga połączenia wielu działań powiązanych ze specyfiką branży oraz zmianami w otoczeniu firmy. Tu zwracamy uwagę tylko na wybrane elementy.

Zacznijmy od sektora przemysłowego. Najlepsza „10” zdobyła swoją pozycję głównie przez wypracowywanie wyższej marży (np. przez redukcję kosztów) oraz znacznie lepsze zarządzanie kapitałem obrotowym niż w spółkach spoza tej czołówki. Wiele firm z tego sektora miało wręcz ujemny kapitał obrotowy, co oznacza, że część swojej działalności finansowa

łało nie własnym kapitałem czy długiem, ale zobowiązaniami handlowymi. Innymi słowy, zanim firma powinna była uregulować swoje zobowiązania, otrzymywała pieniądze za należności, którymi mogła obracać. Co ciekawe, aby odnieść sukces w przemyśle, najlepsze przedsiębiorstwa produkcyjne z czołowej dziesiątki wcale nie musiały znacznie lepiej wykorzystywać majątku trwałego od pozostałych firm z sektora. Nie oznacza to jednak, że tę ostatnią taktykę należy całkowicie zarzucić; w pewnych wypadkach ona też może bowiem gwarantować znaczną poprawę efektywności.

W sektorze usługowym firmy dość znacznie różniły się między sobą poziomem marży (średnia dla firm z pierwszej dziesiątki 19%, dla reszty 8%). To, co jednak najbardziej różniło podmioty usługowe, to efektywność wykorzystania majątku trwałego. Czołówka z jednej złotówki zamrożonej w majątku generowała aż 7,83 zł ►

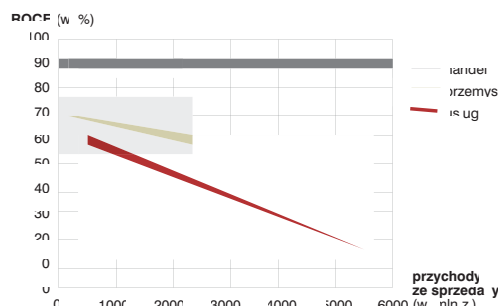


THOMAS KOLAJA

właściciel i partner zarządzający CII Group Polska

Wiele polskich firm wciąż nie zdaje sobie sprawy, jak prawidłowo mierzyć swoją efektywność. Istnieją dziesiątki przeróżnych wskaźników, za pomocą których przedsiębiorstwa starają się określić wyniki. ROCE, mimo swych niedoskonałości, jest nie tylko jednym z lepszych wskaźników do pomiaru efektywności, ale umiejętnie zastosowany w organizacji, może służyć również jako narzędzie do poprawy tej efektywności. W przeciwieństwie do wielu wskaźników finansowych, ROCE można sprowadzić do praktycznego poziomu. Można go bowiem rozbić na konkretne operacyjne obszary działalności firmy. To zaś pozwala przypisać poszczególnym jednostkom organizacyjnym odpowiedzialność za podnoszenie ROCE w ich obszarach kompetencyjnych. Menedżerowie koncentrują się wówczas na możliwie najlepszej realizacji swojego celu. Nasze doświadczenia dowodzą, że takie zastosowanie wskaźnika prowadzi do trwałej poprawy wyników i szybkiego wzrostu wartości firmy.

» **Wielkość a efektywność**



Źródło: CII Group

PRZEMYSŁ			
Lp.	nazwa firmy	ROCE	przychody ze sprzedaży (mln zł)
1	Same Deutz-Fahr Polska Sp. z o.o.	116,5%	316,9
2	Danone Sp. z o.o.	75,2%	842,9
3	Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka SA	68,9%	291,6
4	Ball Packaging Europe Radomsko Sp. z o.o.	67,2%	465,9
5	Faurecia Fotele Samochodowe Sp. z o.o.	60,9%	981,9
6	Unilever Polska SA	59,8%	2261,6
7	TRW Polska Sp. z o.o.	56,5%	1450,1
8	Philips Lighting Pabianice SA	48,9%	447,4
9	Rettig-Heating Sp. z o.o.	44,2%	313,0
10	Volkswagen Motor Polska Sp. z o.o.	44,1%	3914,2

ROCE NA ŚWIECIE

Zwrot z zaangażowanego kapitału staje się podstawowym wskaźnikiem efektywności w zachodnich firmach, wypierając tradycyjne wskaźniki typu ROE czy ROI. Dominuje szczególnie w branżach kapitałochłonnych (kieruje się nim m.in. największy prywatny koncern energetyczny w Europie E.ON czy największy koncern hutniczy na świecie Arcelor). Ale od niedawna wkracza również do innych branż – np. budownictwa (jako swoją mantrę traktuje go Skanska), farmaceutyków (Merck), handlu detalicznego (Carrefour).

W firmach tych ROCE jest wykorzystywane nie tylko do pomiaru wyników, ale również do ich poprawy. Przykładem jest koncern elektroniczny Philips. Od 2001 roku, kiedy dyrektor finansowy Jan Hommen rozpoczął restrukturyzację, koncern realizuje strategię lekkiego przedsiębiorstwa (capital-light). Hommen stawia sprawę jasno: „Musimy mieć odwagę zakwestionować wszystko, co robimy: czy jest to potrzebne, czy jest lepszy na to sposób, czy ktoś inny może zrobić to lepiej od nas”. Każdemu pionowi biznesowemu wyliczył więc jego koszt kapitału, a szefowi pionu powiedział, że jego jednostka musi osiągnąć zwrot większy od tego kosztu. Ci, którzy nie osiągnęliby oczekiwanej efektywności, niszczyliby wartość. Co więcej, premie menedżerów zostały powiązane m.in. właśnie ze stworzoną przez nich wartością dodaną. W efekcie pozbyto się 27 trwale nierentownych biznesów o łącznej sprzedaży 1 mld euro. Oddano większość produkcji w outsourcing do firm z Chin i Japonii (ograniczając liczbę fabryk z 269 do 160). Przeniesiono wszystkie działy pomocnicze z niezależnych kiedyś pionów do kilku centrów wspólnych usług. Znacznie przyspieszono obrót zapasami (zmniejszając stosunek zapasów do sprzedaży z 13,3% w 2001 r. do 11% w 2003 r.). Przyjęto też nowy sposób przyspieszania spływu gotówki, rozpoczynając liczenie cyklu nie od tradycyjnego punktu, tj. od wystawienia faktury, lecz od momentu złożenia zamówienia przez klienta, a kończąc tradycyjnie na momencie wpływu gotówki za wyroby gotowe na konto koncernu. Poprawa efektywności działania na każdym z etapów cyklu sprawiła, że w ciągu 2 lat Philips skrócił go z 55 do 34 dni. Podniesiono też marżę w bardzo konkurencyjnej branży elektroniki użytkowej, repositionując markę na wyższą półkę, szczególnie w USA, gdzie Philips nie był jeszcze dobrze znany. Efektem tych wszystkich działań był wzrost ROCE koncernu o 7% i wzrost wyniku operacyjnego netto aż o 1,9 miliarda euro w 2 lata (2002-2003). Co najważniejsze, wysiłki Philipsa za ten okres docenił również inwestorzy, podnosząc wyceńnię akcji koncernu na giełdzie w Amsterdamie o 63% (znacznie powyżej indeksu giełdowego), a w Nowym Jorku nawet o 75%.



DR TOMASZ BERENT
Departament Rynków Kapitałowych SGH

KAPITAŁ KOSZTUJE

Czy jest coś dziwnego w tym, że po zainwestowaniu kapitału sprawdza się zyski przez niego generowane? Nie. Skąd więc pomysły, aby sukces w biznesie mierzyć za pomocą mierników skali (sprzedaż, udział w rynku, wielkość aktywów czy też kapitału własnego), które często ze zwrotem dla inwestora nie mają wiele wspólnego? Przykładów bankrutów, którzy na dzień przed ogłoszeniem upadłości byli „liderami” rynku nie brakuje. Dlaczego zachłystywać się wzrostem zysku operacyjnego o 50%, jeśli okupiony był trzykrotnym wzrostem zaangażowanego kapitału? Czemu po prostu nie odnieść wielkości zysku z działalności operacyjnej do wielkości zainwestowanego w tę działalność kapitału? Zwłaszcza że stosunek tych wielkości, czyli ROCE, jest stosunkowo łatwy w obliczeniu i prosty w interpretacji. Dlaczego więc jest tak mało popularny, a racjonalni skądinąd uczestnicy rynku preferowali mierniki skali? Najczęściej się słyszy w odpowiedzi: mierniki skali starają się uchwycić długoterminowe perspektywy firmy. Milcząco zakłada się przy tym, że wyższa sprzedaż czy udziały w rynku wcześniej czy później przełożą się na wymierne zyski dla inwestorów. Problem zaczyna się, gdy sprzedaż czy udziały w rynku stają się celem samym w sobie, a nie – jak niegdyś bywało – narzędziem pozwalającym ocenić zdolności firmy do generowania wartości dodanej (ang. value creation). Proces emancypacji mierników skali można częściowo tłumaczyć postępującą globalizacją, która wymusza zajmowanie dominującej pozycji na rynku. Rządziej mówi się o tym, że potężnymi sprzymierzeńcami mierników skali są sami menedżerowie, którzy, w odróżnieniu od właścicieli kapitału, mają skłonność do budowania pozycji rynkowej, opartej na wroście wielkości. ROCE nie jest jednak panaceum na wszelkie bolączki. Nie mówi wiele o przyszłości, jest oparty na danych księgowych, a te, jak wiemy, mogą być mylące. Bez właściwego punktu odniesienia – kosztu kapitału – ROCE nie powie nam, czy spółka efektywnie wykorzystuje kapitał, czy też go marnotrawi, bo osiąga ROCE w wysokości 10% przy koszcie kapitału 20%. Różnica pomiędzy generowaniem strat, a przyniesieniem zysków o wartości niższej od kosztu kapitału, to jedynie różnica wielkości, nie istoty. W obydwu przypadkach dochodzi do „niszczenia wartości” (ang. value destruction). Trudno się dziwić, że ten problem rzadko jest dostrzegany, skoro jeszcze w latach 90. popularne było przeświadczenie, że kapitał właścicielski jest najtańszą formą finansowania (bądź, o zgrozo, nie niesie ze sobą żadnego kosztu). Uświadomienie sobie, że kapitał własny ma swój koszt (znacznie wyższy niż obcy!), zmusza wręcz do pytania, czy przedsięwzięcie, w które był on zaangażowany, było w stanie pokryć ów koszt. A więc jednak ROCE!

HANDEL

Lp.	nazwa firmy	ROCE	przychody ze sprzedaży (mln zł)
1	Hurtownia Materiałów Budowlanych BUDMAT	144,0%	331,5
2	DaimlerChrysler Automotive Polska Sp. z o.o.	124,6%	1601,5
3	Hurtap SA	108,7%	517,5
4	Man-Star Trucks Sp. z o.o.	82,1%	432,3
5	Renault Polska Sp. z o.o.	78,3%	2026,3
6	Skoda Auto Polska SA	70,1%	1677,0
7	PHUP Andrzej Szeszycki	67,6%	342,5
8	Silfarm Sp. z o.o.	67,6%	339,4
9	Kolporter SA	64,6%	946,3
10	ThyssenKrupp Energostal SA	64,1%	569,3

► przychodów, podczas gdy pozostałe firmy tylko 1,23 zł. Aczkolwiek, w porównaniu do innych sektorów, przedsiębiorstwa usługowe z reguły nie wymagają dużych inwestycji w majątek trwały i jego wykorzystanie zwykle wygląda korzystniej niż w innych branżach.

Firmy z pierwszej dziesiątki w sektorze handlowym wygrały tym, że lepiej od reszty korzystały z wszystkich trzech podstawowych sposobów podnoszenia efektywności. Zaznaczyły swoją wyższość przez generowanie wyższej niż konkurenci marży, efektywniejsze zarządzanie kapitałem obrotowym oraz przez lepsze wykorzystywanie majątku trwałego. Jednoczesne działania na wszystkich frontach spowodowały, że rozpiętość między średnią wartością ROCE firm wiodących i pozostałych jest największa wśród sektorów i wynosi prawie 63%.

Różnica między liderami a pozostałymi firmami w każdym sektorze wskazuje, że wszystkie przedsiębiorstwa mają szansę podnieść swoją efektywność i przyciągnąć inwestorów. To, czy z tej szansy skorzystają, zobaczymy jednak dopiero w przyszłorocznym rankingu. **BM**

RAFAŁ GODOJ, EWA RYTKA
CII GROUP

WSPÓLPRACA MAŁGORZATA REMISIEWICZ



ZBIGNIEW JAGIEŁŁO

prezes Pioneer Pekao TFI

Może narażę się autorom raportu, ale uważam, że w polskich realiach, kiedy „gonimy Europę” i gospodarka się rozwija, najważniejszy jest wzrost firmy i powiększanie udziału w rynku. Zysk jest bardzo ważny, jednak nie powinien być przeznaczany na dywidendę, lecz reinwestowany w firmę. Inwestorzy oczekują dywidendy głównie na rynkach rozwiniętych, w dojrzałych branżach i od spółek niemających pomysłów na wzrost.

Efektywność firmy w wykorzystywaniu powierzonego przez inwestorów kapitału jest oczywiście bardzo ważna – zarówno w fazie wzrostu gospodarczego, jak i w okresie bessy. Psychologicznie jest tak, że w okresie bessy poświęca się efektywności więcej uwagi. Inwestorzy oczekują szacunku do swoich pieniędzy, co nie zawsze ma miejsce, nie tylko w polskich spółkach. To oni wywierają presję na zarządy. Im rynek bardziej transparentny, tym łatwiej porównywać efektywność poszczególnych firm.



ANDRZEJ BARTOS

managing director funduszu Innova Capital

WIELE DO NADROBIENIA

Dla inwestora finansowego zwrot z kapitału jest podstawą podejmowania decyzji. Przede wszystkim dlatego, że zwrot z inwestycji jest podstawą oceny działalności funduszu. Niestety, polskie spółki są mniej efektywne w zakresie zwrotu z kapitału niż zachodnioeuropejskie. Z moich własnych analiz pod kątem tego, jak zysk EBITDA przekłada się na operacyjny cash-flow, a więc także na zwrot z kapitału, wynika, że w ogromnej większości (ok. 90%) to przełożenie było gorsze niż w zachodnich firmach, i to mimo często niezłych marż EBITDA. Oznacza to, że polskie firmy gorzej radzą sobie np. z zarządzaniem kapitałem obrotowym, co jest jednym z wyznaczników niższego ROCE.

Osobiście nie znam żadnej polskiej firmy, która rzeczywiście w pełni stosuje VBM (value-based management).

Nie znaczy to, że stopa zwrotu z kapitału nie jest w ogóle brana pod uwagę. Jest, ale najczęściej jako wartość szacowana ex post albo tylko dla nowych inwestycji. Większość decyzji zapada na podstawie intuicyjnego rozumienia efektywności, a nie systemowo. VBM czy EVA (economic value added) nie są, a powinny być, osnową wszelkich działań organizacji (np. przy konstrukcji menedżerskich programów motywacyjnych). Niestety u nas pozostają najczęściej mierzonymi punktowo hasłami.

Pojawiają się jednak pierwsze symptomy poprawy w tym obszarze.

Widać, że u podłoża decyzji wielu spółek leży chęć dostarczenia inwestorom wyższej stopy zwrotu z kapitału. Takim sposobem jest np. umorzenie akcji, na które zdecydowało się ostatnio kilka podmiotów publicznych (np. Stomil Sanok). Inne firmy dokonały istotnego, strategicznego przesunięcia – z fazy walki o wzrost do fazy walki o efektywność. Tak dzieje się w przypadku TP SA, Netii (znaczące ograniczenie nakładów inwestycyjnych, koncentracja na segmencie biznesowym) czy Grupy Kęty, która inwestuje we wzrost, ale wyłącznie w obrębie tych trzech wybranych obszarów działalności, w których jest rynkowym liderem. Dlatego nie dziwi równoległe prowadzona polityka dezinvestycji (sprzedaż Flexpolu, który nie mieścił się w strategii spółki) i akwizycji. Wydaje się, że podobnie myśli Maspex – dołączając kolejne spółki (ostatnio – Lubellę), które łączy jedno – wiodąca pozycja w branży, i jednocześnie wychodząc z marek, które w ten wzór się nie wpisują (sprzedaż MultiVity).

USŁUGI

Lp.	nazwa firmy	ROCE	przychody ze sprzedaży (mln zł)
1	Foster Wheeler Energia Polska Sp. z o.o.	162,6%	407,2
2	IBM Polska Sp. z o.o.	100,7%	528,5
3	Telewizja Polsat SA	75,0%	717,6
4	Totalizator Sportowy Sp. z o.o.	37,0%	2423,4
5	Polska Telefonia Cyfrowa Sp. z o.o.	26,6%	5601,3
6	Polkomtel SA	22,6%	5176,2
7	McDonald's Polska Sp. z o.o.	19,9%	545,0
8	Spedpol Sp. z o.o.	17,5%	408,0
9	Casinos Poland Sp. z o.o.	16,2%	389,2
10	Przedsiębiorstwo Państwowe „Porty Lotnicze”	14,4%	765,0