

Karolina Daszyńska-Żygadło

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

PODTRZYMYWANE STOPY WZROSTU W ANALIZIE FINANSOWEJ WYBRANYCH SPÓŁEK BRANŻY IT

Streszczenie: Artykuł prezentuje model podtrzymywanej stopy wzrostu przedsiębiorstwa wraz z jej modyfikacjami. Na szczególną uwagę w okresie dekonjunkury i trudności finansowych przedsiębiorstw zasługuje wewnętrzna stopa wzrostu podtrzymwanego, która pokazuje maksymalną możliwą do zrealizowania stopę wzrostu przychodów ze sprzedaży, finansowaną wyłącznie z wewnętrznych źródeł. Zastosowanie analizy podtrzymywanych stóp wzrostu do oceny potencjału wzrostu i możliwości jego sfinansowania pokazano na przykładzie wybranej grupy spółek publicznych z sektora budowy maszyn i komputerów w latach 2007-2009 wraz z prognozą na 2010 rok.

Słowa kluczowe: podtrzymywana stopa wzrostu, analiza finansowa, przychody ze sprzedaży, źródła finansowania.

1. Wstęp

W okresie trudności finansowych wyzwaniem staje się przewidywanie możliwości finansowania działalności, a także rodzi się potrzeba stosowania w praktyce gospodarczej w miarę prostych, a zarazem skutecznych narzędzi, pozwalających ocenić perspektywy firmy z poziomu strategicznego i finansowego. Analiza podtrzymywanych stóp wzrostu może stanowić cenne uzupełnienie klasycznej analizy finansowej, pozwalając na bieżąco oceniać zdolność firmy do generowania nadwyżek gotówki lub zapotrzebowania na nią oraz finansowania wzrostu. Model podtrzymywanej stopy wzrostu jest jednym z najbardziej znanych narzędzi planowania finansowego. W pierwotnej wersji został opracowany przez R.C. Higginsa i służył do ustalania maksymalnej stopy wzrostu sprzedaży, możliwej do sfinansowania przez przedsiębiorstwo przy zachowaniu dotychczasowej struktury finansowania w perspektywie jednego okresu. Jednak do interesujących wniosków prowadzi również analiza zrealizowanych stóp wzrostu sprzedaży w porównaniu z podtrzymywanymi stopami w danym okresie. Na jej podstawie można określić zdolność przedsiębiorstwa do generowania nadwyżek gotówki lub powstawanie niedoborów gotówki i zapotrzebowanie na dodatkowe finansowanie. Do dodatkowych wniosków prowadzi rów-

noczesna analiza modyfikacji opracowanych na podstawie modelu R.C. Higginsa. W niniejszym opracowaniu porównano i oceniono wybrane spółki publiczne z sektora produkcji maszyn biurowych i komputerów za pomocą podtrzymywanej stopy wzrostu, gotówkowej stopy wzrostu podtrzymywanego oraz wewnętrznej stopy wzrostu.

2. Podtrzymywane stopy wzrostu

Model podtrzymywanego wzrostu został opracowany przez R.C. Higginsa [1977]; tematyka ta jest poruszana również w opracowaniach A. Rutkowskiego [2004], J. Duraja [2004] oraz P. Szczepankowskiego [2007, s. 111-130]. Analizą powiązań finansowych i możliwości zastosowania w praktyce modeli stabilnego wzrostu zajmują się m.in. W. Pluta [2003, s. 204-239] oraz T. Słoński i R. Siedlecki [2001]. Do znanych i praktycznych modyfikacji modelu Higginsa można zaliczyć model J. van Horne'a [Horne 1989], uwzględniający pozyskanie dodatkowego kapitału własnego. Ustaleniem stanu równowagi, w którym przyszłe wpływy pokrywają przyszłe wydatki, uwzględniając stopę wzrostu sprzedaży, zajmowali się V. Govindarajan i J. Shank [1984]. Na tej podstawie T. Słoński i K. Daszyńska-Żygadło [Daszyńska-Żygadło, Słoński 2008] wyprowadzili model gotówkowej stopy wzrostu podtrzymywanego. Natomiast na możliwość zastosowania zmodyfikowanego wzoru podtrzymywanej stopy wzrostu w okresie trudności finansowych, a zatem ograniczonej dostępności do zewnętrznych źródeł finansowania zwrócili uwagę H.D. Platt, M.B. Platt i G. Chen [1995].

Pionierski model podtrzymywanej stopy wzrostu [Higgins 1977] zakłada, że środkami finansującymi przyrost aktywów niezbędny do realizacji wzrostu przychodów ze sprzedaży są: zyski zatrzymane i przyrost długu następujący proporcjonalnie do przyrostu kapitałów własnych. Natomiast odpis amortyzacyjny jest w całości wykorzystywany do odtworzenia umorzonego majątku przedsiębiorstwa, a zatem jest równy nakładom ponoszonym w celu podtrzymania dotychczasowego poziomu sprzedaży. Jedyne wewnętrzne źródło finansowania przedsiębiorstwa są zyski zatrzymane, nie jest emitowany dodatkowy kapitał własny, a przedsiębiorstwo jest finansowane zgodnie z optymalną strukturą finansowania. Zakłada również stałą politykę dywidendy. Przy tak przyjętych założeniach podtrzymywaną stopę wzrostu można oszacować na podstawie wzoru:

$$g = \frac{(1-d) \times \left(\frac{Z_n}{S}\right) \times \left(\frac{S}{A}\right) \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)}{1 - \left[(1-d) \times \left(\frac{Z_n}{S}\right) \times \left(\frac{S}{A}\right) \times \left(1 + \frac{D}{E}\right) \right]}, \quad (1)$$

gdzie: g – podtrzymywana stopa wzrostu, S – sprzedaż, Z_n – zysk netto, d – wskaźnik wypłaty dywidendy, $\left(\frac{Z_n}{S}\right)$ – marża zysku operacyjnego, A – wartość aktywów,

$\left(\frac{S}{A}\right)$ – wskaźnik rotacji aktywów, D – wartość długu, E – wartość kapitału własnego, $\left(\frac{D}{E}\right)$ – wskaźnik struktury kapitału.

Koncepcja ta zakłada taką względną stabilność warunków otoczenia, w której środki finansujące wzrost przedsiębiorstwa są równoważone przez wydatki przeznaczone na wzrost sprzedaży. Jej założenia przy próbie zastosowania w praktyce mogą stanowić pewne ograniczenia. Wydaje się, że model gotówkowej stopy wzrostu podtrzymywanego, znosząc niektóre z założeń R.C. Higginsa i uszczegóławiając analizę, prowadzi do lepszego pomiaru środków dostępnych do finansowania wzrostu sprzedaży i określenia nakładów niezbędnych do rozwoju działalności. Ogólna koncepcja równowagi finansowej w przedsiębiorstwie pozostaje niezmienną, natomiast dodatkowe założenia dotyczą bardziej precyzyjnego określenia środków finansujących wzrost przedsiębiorstwa oraz przyrostu majątku związanego z jego wzrostem, a także powiązania tych wielkości z przychodami ze sprzedaży. A w szczególności:

1. Na wymagany przyrost majątku przedsiębiorstwa związany ze wzrostem sprzedaży składa się przyrost majątku trwałego, przyrost kapitału pracującego (mniejszy przyrost kapitału pracującego będzie oznaczał uwolnienie środków w wyniku wzrostu efektywności zarządzania) oraz część odpisu amortyzacyjnego służąca wyłącznie podtrzymaniu dotychczasowej sprzedaży. Zniesione jest zatem założenie o przeznaczaniu w całości odpisu amortyzacyjnego na odtworzenie umorzonego majątku.

2. Wielkości wydatków inwestycyjnych i operacyjnych są procentowo odniesione do przychodów ze sprzedaży, co znacznie upraszcza całą procedurę, jednak nie powinno być podstawą do krytyki, gdyż wydatki kapitałowe są bezpośrednio związane z oczekiwaną sprzedażą przedsiębiorstwa.

3. Środki finansujące wzrost przedsiębiorstwa są wyrażone przez: zysk zatrzymany, odpis amortyzacyjny i proporcjonalny przyrost długu, niezmienny dotychczasowej struktury kapitału. Powiązanie zysku zatrzymanego z przychodami ze sprzedaży jest analogiczne do modelu Higginsa, jednak przeprowadzenie tego samego zabiegu na odpisie amortyzacyjnym może budzić wątpliwości, gdyż jest on ściśle związany z wielkością nakładów inwestycyjnych na majątek trwały przedsiębiorstwa, natomiast powiązanie z przychodami ze sprzedaży może być uzasadnione tylko w niektórych przypadkach. Liniowa zależność pomiędzy tymi wielkościami może występować w dużych przedsiębiorstwach.

Wzór na gotówkową stopę wzrostu podtrzymywanego¹, uwzględniający powyższe założenia, jest następujący:

¹ Wyprowadzenie wzoru znajduje się w pracy K. Daszyńskiej-Żygadło i T. Słońskiego [2008, s. 507-517].

$$g^* = \frac{\left[\left((m_{EBIT} - k_I)(1-T)(1-d) + OA/S \right) \times (1 + D/E) - Re_i \right]}{\left[MT' + KPN' \right] - \left[\left((m_{EBIT} - k_I)(1-T)(1-d) + OA/S \right) (1 + D/E) - Re_i \right]}, \quad (2)$$

gdzie: m_{EBIT} – marża zysku EBIT, k_I – koszty odsetkowe jako procent sprzedaży, T – efektywna stopa podatku dochodowego, OA/S – odpis amortyzacyjny jako procent sprzedaży, Re_i – nakłady związane z utrzymaniem poziomu zrealizowanej sprzedaży, MT' – majątek trwały jako procent sprzedaży, KPN' – kapitał pracujący netto jako procent sprzedaży, przy pozostałych oznaczeniach niezmiennych.

Na podstawie tak oszacowanej stopy wzrostu podtrzymywanego na następny okres planistyczny przedsiębiorstwo może założyć zrealizowanie stopy wzrostu, dla której osiągnięty zostanie stan finansowej równowagi, a zatem przyszłe wpływy pokryją przyszłe wydatki. Tak oszacowana stopa jest szczególnie przydatna do analizy możliwości wzrostu dla przedsiębiorstw, które wypłacają całość zysków akcjonariuszom. Porównanie zrealizowanych stóp wzrostu przychodów ze sprzedaży z oszacowaną na te same okresy podtrzymywaną stopą wzrostu, podobnie jak przy tego typu analizie za pomocą modelu Higginsa, pozwala na wyciągnięcie wniosków dotyczących sytuacji finansowej firmy i oceny jej możliwości dalszego finansowania wzrostu bez konieczności zmiany struktury kapitału.

Biorąc pod uwagę warunki rynkowe ostatnich lat, kryzys finansowy, który odbił się na większości przedsiębiorstw w postaci problemów z płynnością, rentownością oraz dostępem do kapitału, warto przeanalizować jeszcze jedną modyfikację podtrzymywanej stopy wzrostu, pozwalającą na ustalenie maksymalnej stopy wzrostu sprzedaży dla przedsiębiorstw, które nie dysponują żadnymi możliwościami zaciągnięcia długu, nawet do wysokości pozwalającej na utrzymanie dotychczasowej struktury kapitału. W okresie trudności finansowych przedsiębiorstwa mogą chcieć realizować strategię umożliwiającą przetrwanie, a zakładającą zerowy wzrost, jednak inflacja oraz popyt na ich produkty lub usługi może do pewnego stopnia ten wzrost wymuszać. Dlatego też narzędzie pozwalające na określenie bezpiecznego maksymalnego wzrostu sprzedaży będzie bardzo przydatne do oceny korzyści płynących z dodatkowego wzrostu i możliwości jego sfinansowania bez konieczności zaciągnięcia dodatkowych zobowiązań.

Często do analizy potencjału wzrostu spółek giełdowych przyjmuje się uproszczoną wersję podstawowego wariantu równania podtrzymywanej stopy wzrostu, spotykaną w podręcznikach zarządzania finansami i analizy finansowej²:

$$g = (1 - d) \left(\frac{Z_n}{S} \right) \left(\frac{S}{A} \right) \left(\frac{A}{E} \right) = (1 - d) \left(\frac{Z_n}{S} \right) \left(\frac{S}{E} \right) = (1 - d) ROE, \quad (3)$$

gdzie: ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego.

² [Higgins 2003, s. 115-140], por. [Deloitte Research 2005].

Przyjmując, że przedsiębiorstwo w okresie trudności finansowych nie ma możliwości zmiany wielkości długu proporcjonalnie do zmiany zysków zatrzymanych, a źródła finansowania są ograniczone do źródeł wewnętrznych, równanie (3) sprowadza się do postaci:

$$g = (1 - d) \left(\frac{Z_n}{S} \right) \left(\frac{S}{A} \right) = (1 - d)ROA, \quad (4)$$

gdzie: ROA – stopa zwrotu z aktywów.

Dodatkowo jeśli założymy, że przedsiębiorstwo nie będzie wypłacało dywidendy, a taka praktyka zazwyczaj ma miejsce w polskich przedsiębiorstwach, niezależnie od sytuacji finansowej, wzór na wewnętrzną stopę wzrostu podtrzymywanego upraszcza się do następującej postaci³:

$$g = \left(\frac{Z_n}{S} \right) \left(\frac{S}{A} \right) = ROA. \quad (5)$$

Kalkulacja wewnętrznej podtrzymywanej stopy wzrostu w takiej postaci przyjmuje upraszczające założenia, że cały kapitał zainwestowany będzie zwiększać się wraz ze wzrostem sprzedaży, nie nastąpi zmiana pasywów spontanicznych, a relacja pomiędzy zyskiem zatrzymanym a kapitałem zainwestowanym pozostanie niezmienną [Daszyńska-Żygadło, Słoński 2009]. Jednak w okresie trudności finansowych wzrost pasywów spontanicznych może faktycznie być znacznie ograniczony, zatem takie założenie nie będzie zasadniczo fałszowało rzeczywistości.

3. Analiza wybranych spółek z branży IT na podstawie podtrzymywanych stóp wzrostu

Wyboru spółek do analizy dokonano na podstawie oceny tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży. Analiza średniego rocznego tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży sektorów gospodarki podzielonych według PKD w latach 2006-2009 wykazała, że najbardziej dynamicznym sektorem była produkcja maszyn biurowych i komputerów. Równie dynamicznym sektorem okazał się sektor ochrony zdrowia i pomocy społecznej, nawet można zauważyć, że tempo wzrostu wykazywało mniejszą zmienność niż sektora IT. Jednak ze względu na większą liczbę spółek publicznych, a co za tym idzie lepszą dostępność danych, do dalszej analizy wybrano grupę spółek z sektora IT. Pomimo kryzysu odzwierciedlonego w gorszych wynikach finansowych innych sektorów w latach 2007-2008 dla tego sektora był to okres najwyższych wzrostów przychodów ze sprzedaży. Niewątpliwie głównym czynnikiem wpływającym na tak wysoką sprzedaż była realizacja projektów dofinansowanych przez fundusze strukturalne w infrastrukturę IT oraz informatyzacja instytucji sektora publicznego. Rynek ten nadal ma duże perspektywy wzrostu, jednak już w 2009 r. nastąpiło

³ Por. [Platt, Platt, Chen 1995, s. 147-151; Daszyńska-Żygadło, Słoński 2009, s. 715-722].

znaczne spowolnienie. W większości badanych przedsiębiorstw odnotowano spadki sprzedaży. Z całego sektora produkcji maszyn biurowych i komputerów wybrano dwanaście spółek publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, z czego dziewięć wchodzi w skład indeksu WIG-Informatyka. Na potrzeby badania można postawić pytanie, jak poszczególne firmy realizowały strategię wzrostu i czy były w stanie finansować go wewnętrznie oraz jak wykorzystywały nadwyżki gotówki lub radziły sobie z jej niedoborami.

Przedsiębiorstwa z tego sektora znalazły się w ostatnich latach w szczególnej sytuacji, gdyż z jednej strony duży popyt na produkty i usługi stwarzał potencjalne okazje do generowania wysokich stóp wzrostu, natomiast ogólna sytuacja rynkowa nie sprzyjała pozyskiwaniu zewnętrznego kapitału na finansowanie rozwoju działalności. Ograniczona dostępność kredytów dla przedsiębiorstw obniżała możliwości finansowania się długiem, a pozyskanie środków na rynku kapitałowym było mało korzystne ze względu na dekoniunkturę i niską wycenę walorów. Dlatego do analizy wykorzystano trzy warianty podtrzymywanej stopy wzrostu: gotówkową podtrzymywaną stopę wzrostu (CSGR), klasyczną podtrzymywaną stopę wzrostu (SGR) oraz wewnętrzną stopę wzrostu w dwóch wariantach: z wypłatą dywidendy (ISGR_d) i bez wypłaty dywidendy (ISGR), porównując je ze zrealizowanymi stopami wzrostu przychodów ze sprzedaży.

Ze względu na to, że gotówkowa podtrzymywana stopa wzrostu w swojej konstrukcji najbardziej szczegółowo bierze pod uwagę elementy składające się na gotówkę generowaną wewnętrznie, która może być przeznaczona na inwestycję we wzrost sprzedaży, dla każdego przedsiębiorstwa była to w całym okresie maksymalna stopa wzrostu podtrzymywanego. Natomiast wewnętrzne stopy wzrostu bez wypłaty dywidendy osiągały wartości najniższe. Pomimo że lata 2007-2008 były okresem intensywnych wzrostów sprzedaży dla tej branży, niewielu firmom udało się utrzymać takie wyniki w 2009 r. Spośród dwunastu badanych firm tylko trzy utrzymały pozytywną stopę wzrostu sprzedaży w 2009 r., natomiast pozostałe miały wyniki ujemne, z czego pięć wygenerowało również ujemny wynik finansowy. Dwie spółki, również produkujące sprzęt komputerowy, Perfect Line SA oraz Techmex SA, zostały wyeliminowane z analizy ze względu na brak danych z 2009 r., czego bezpośrednią przyczyną było ogłoszenie upadłości w tym roku.

Przedsiębiorstwa, dla których przeprowadzono kalkulację podtrzymywanych stóp wzrostu, zostały podzielone na dwie grupy. Pierwsza grupa składa się z przedsiębiorstw, które uzyskały wzrost sprzedaży w 2009 r.; w grupie tej znajdują się tylko trzy spółki. W drugiej grupie znalazły się przedsiębiorstwa, które w 2009 r. wygenerowały ujemne stopy wzrostu sprzedaży. Ogólnie można zauważyć, że spółki osiągające stopy wzrostu mniejsze niż stopy podtrzymywane w okresie dobrej koniunktury odnotowały mniejsze spadki sprzedaży w 2009 r. oraz osiągnęły dodatni wynik finansowy. Natomiast spółki realizujące stopy wzrostu znacznie przewyższające gotówkową stopę wzrostu odnotowały dwucyfrowe spadki sprzedaży w 2009 r. oraz zanotowały straty netto, co może świadczyć o wyczerpaniu możliwości finan-

sowania dodatkowego wzrostu i kłopotach z utrzymaniem płynności, dodatkowo spowodowanymi ograniczeniami w możliwościach pozyskania nowego kapitału.

Wyjątek stanowi tu firma Black Point SA, dla której dane dostępne są od 2008 r., gdyż wtedy została przekształcona ze sp. z o.o. w spółkę akcyjną, a rozwój infrastruktury IT w latach 2007-2008 sprzyjał również dalszemu szybkiemu rozwojowi, ponieważ prowadzi ona działalność polegającą na produkcji i sprzedaży materiałów eksploatacyjnych do urządzeń drukujących. Jako jedna z trzech spółek w badanej grupie wypłacała dywidendę w analizowanym okresie. W maju 2010 r. z powodzeniem zadebiutowała na rynku New Connect, prognozując ostrożnie, że przychody ze sprzedaży wzrosną o 20%⁴, przy czym z analizy gotówkowej podtrzymywanej stopy wzrostu wynika, że bez uwzględniania dodatkowego finansowania kapitałem własnym spółka mogłaby wygenerować nawet do 49% wzrostu.

Rok 2010 może być tym, w którym rozstrzygną się losy dalszej działalności badanych przedsiębiorstw. Dlatego tak ważna, poza klasyczną analizą finansową, może być prognoza podtrzymywanych stóp wzrostu. W szczególności wewnętrzna stopa wzrostu w dobie trudności finansowych większości spółek w branży może być cennym wyznacznikiem dalszego rozwoju dla tych firm, które do tej pory oparły się kryzysowi, ale również zmuszone były zmniejszyć tempo swojego rozwoju.

Dla połowy badanych spółek zmniejszenie skali działalności oznaczało również straty finansowe, a prognozowane podtrzymywane stopy wzrostu na 2010 r. były ujemne, co może wskazywać na to, że wielkość ponoszonych nakładów inwestycyjnych nie zostanie zrównoważona przez środki, które te przedsiębiorstwa mają do dyspozycji. Zatem w ich przypadku ewentualny wzrost nakładów inwestycyjnych będzie nieuzasadniony, gdyż nie będzie prowadził do wzrostu wpływów środków pieniężnych.

Spółka Novitus SA w całym analizowanym okresie charakteryzowała się uzyskiwaniem zrealizowanych stóp wzrostu niższych od podtrzymywanych (CSGR i SGR), a w latach 2008-2009 również niższych od wewnętrznych stóp wzrostu (ISGR). Spółka w całym okresie nie wypłacała dywidendy, a zatem wygenerowane nadwyżki gotówki były kumulowane w przedsiębiorstwie. Jak pokazuje prognoza na 2010 r., nawet w okolicznościach braku dostępu do dodatkowego długu, nie zmieniającego dotychczasowej struktury finansowania, Novitus mógłby sfinansować wzrost sprzedaży bliski 9%, co daje mu znaczną przewagę konkurencyjną w korzystaniu z okazji rynkowych nad rywalami w branży.

Pozostałe dwie spółki w większości okresów uzyskiwały stopy wzrostu sprzedaży większe od podtrzymywanych, co może oznaczać, że spółki dokonały zmian w sposobie finansowania. Ponieważ przyrost sprzedaży tych spółek nastąpił w niekorzystnych warunkach rynkowych i mają one dalszy potencjał wzrostu, szczególnie ważna może okazać się analiza wewnętrznej podtrzymywanej stopy wzrostu przez zarząd.

⁴ *Debiut Black Point S.A. na New Connect już w piątek, 14 maja*, informacja prasowa z dn. 12.05.2010 r., www.bankier.pl.

Tabela 1. Stopy wzrostu sprzedaży dla tych spółek sektora budowy maszyn i komputerów w latach 2007-2010, które uzyskały wzrost sprzedaży w 2009 r.

Stopy wzrostu	2007	2008	2009	2010p*
Novitus SA				
CSGR	56,7%	20,4%	25,5%	19,3%
SGR	33,2%	14,6%	18,9%	14,3%
ISGR	14,7%	7,4%	9,7%	8,9%
AGR	25,3%	2,6%	1,9%	
Black Point SA				
CSGR			23,9%	48,9%
SGR			12,4%	24,6%
ISGRd			6,9%	13,5%
ISGR			11,2%	18,5%
AGR			39,0%	
B3System SA				
CSGR	-356,4%	32,9%	51,5%	0,9%
SGR	36,2%	13,2%	18,6%	-3,9%
ISGR	5,9%	5,6%	7,6%	-1,7%
AGR	71,9%	68,4%	3,8%	

* Prognoza.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Stopy wzrostu sprzedaży dla tych spółek sektora budowy maszyn i komputerów w latach 2007-2010, które wykazały spadek sprzedaży w 2009 r.

Stopy wzrostu	2007	2008	2009	2010p*
1	2	3	4	5
NTT System SA				
CSGR	11,0%	2,8%	5,7%	-4,5%
SGR	7,4%	7,3%	3,3%	-3,1%
ISGR	2,8%	3,2%	1,8%	-2,0%
AGR	80,4%	15,9%	-23,5%	
Comp SA				
CSGR	30,8%	11,9%	8,3%	7,9%
SGR	15,5%	8,7%	5,8%	6,4%
ISGR	6,8%	5,5%	3,8%	4,8%
AGR	31,4%	75,5%	-19,5%	
Wasko SA				
CSGR	17,1%	62,0%	15,0%	4,0%
SGR	11,85%	24,84%	9,67%	0,641%

Tabela 2, cd.

1	2	3	4	5
ISGR	7,4%	10,3%	6,0%	0,4%
AGR	73,20%	1,51%	-39,97%	
Procad SA				
CSGR		7,4%	6,1%	1,8%
SGR		6,2%	5,9%	2,4%
ISGR		4,3%	4,2%	1,7%
AGR		15,6%	-18,9%	
Optimus SA				
CSGR	-86,7%	-70,0%	-75,6%	-61,6%
SGR	-60,7%	-273,7%	27,7%	-39,4%
ISGR	-32,7%	-99,8%	5,4%	-6,6%
AGR	-29,2%	-52,4%	-97,3%	
Divicom SA				
CSGR	-2,0%	-26,0%	-12,3%	-12,6%
SGR	-1,9%	-21,2%	-11,2%	-10,7%
ISGR	-6,1%	-19,4%	-10,9%	-10,7%
AGR	2309,3%	21,8%	-41,0%	
Talex SA				
CSGR	2,8%	26,6%	12,8%	-0,4%
SGR	0,47%	10,50%	2,79%	-1,678%
ISGRd	0,4%	5,2%	1,4%	-1,3%
ISGR	0,5%	5,2%	4,4%	-5,2%
AGR	64,33%	-1,99%	-52,91%	
Zakłady Urzędzeń Komputerowych Elzab SA				
CSGR	7,0%	17,5%	6,4%	16,0%
SGR	0,9%	8,9%	-0,5%	11,9%
ISGRd	0,6%	5,5%	-0,4%	7,5%
ISGR	10,2%	12,3%	-0,4%	7,5%
AGR	2,9%	3,0%	-2,2%	
Pronox Technology SA				
CSGR	36,0%	24,6%	-69,4%	-95,5%
SGR	16,8%	11,7%	-41,8%	-201,8%
ISGR	4,2%	3,9%	-12,2%	-66,0%
AGR	20,2%	18,1%	-69,6%	

* Prognoza.

Źródło: opracowanie własne.

W analizowanej grupie spółek można zaobserwować duże zróżnicowanie wyników. Trzy spółki: NTT Systems SA, Comp SA i Divicom SA, realizowały w latach 2007-2008 sprzedaż o wyższym tempie wzrostu niż maksymalna, czyli gotówkowa stopa wzrostu podtrzymywanego, zatem generowały niedobory środków pieniężnych, które spowodowały zmiany w sposobie finansowania. Dwie spółki – Wasko SA i Talex SA – osiągały różne wyniki w stosunku do podtrzymywanych stóp wzrostu w każdym roku, co może świadczyć o luźnym powiązaniu strategii finansowej ze strategią biznesową i realizacji jednorazowych dużych kontraktów na dostawę sprzętu komputerowego, które nie miały szans na powtórzenie w późniejszym okresie. W przypadku spółki Optimus SA z analizy podtrzymywanych stóp zwrotu wynika, że powinna ona zredukować swoją działalność, jeśli ma być finansowana wyłącznie kapitałem wypracowanym w przedsiębiorstwie. Sytuacja firmy jest szczególnie trudna, gdyż poza faktycznym znacznym zmniejszeniem skali działalności, generuje również straty finansowe i również w 2010 r. perspektywy są niekorzystne.

Tylko dwie spółki w tej grupie – Elzab SA i Pronox SA – uzyskiwały stopy wzrostu sprzedaży niższe niż podtrzymywane stopy wzrostu, jednak pomimo generowania nadwyżek środków pieniężnych nie uchroniło ich to od trudności finansowych w 2009 r., przy czym w dużo gorszej sytuacji znalazł się Pronox, gdyż z analizy podtrzymywanych stóp wzrostu na 2010 r. wynika, iż powinien przynajmniej o połowę zredukować swoją działalność. Obniżenie poziomu sprzedaży może oznaczać pogłębienie się trudności finansowych w 2010 roku. Dla czterech spółek: Comp SA, Wasko SA, Elzab SA, Procad SA, istnieje jednak możliwość wzrostu sprzedaży w następnym roku, który to wzrost zostanie sfinansowany kapitałem wygenerowanym w przedsiębiorstwie. Dla pozostałych spółek finansowanie działalności wyłącznie z wewnętrznych źródeł będzie oznaczało konieczność zmniejszenia skali działalności – wewnętrzna stopa podtrzymywana osiągnęła wartości ujemne.

4. Zakończenie

Analiza podtrzymywanych stóp wzrostu może być wartościowym uzupełnieniem analizy finansowej. Szczególnie w okresie trudności finansowych warto ocenić, jakie są możliwości wzrostu przedsiębiorstwa korzystającego wyłącznie z wewnętrznych źródeł finansowania. Dodatkowo poprzez pryzmat wielkości podtrzymywanych stóp wzrostu zarząd może zweryfikować efektywność wykorzystania aktywów w celu poprawy wskaźnika rotacji aktywów, zweryfikować osiągnięte marże zysku, a także zarządzanie kapitałem pracującym netto.

Jak wykazało badanie, pomimo średniego najwyższego tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży całego sektora budowy maszyn i komputerów, oznaki dekonunktury odbiły się na większości analizowanych przedsiębiorstwach w postaci trudności finansowych w ostatnim roku analizy. Natomiast we wcześniejszych latach większość spółek realizowała stopy wzrostu sprzedaży, przewyższające maksymalną wartość gotówkowych stóp wzrostu. Należy zauważyć, że prezentowane modele podtrzymi-

wanych stóp wzrostu to narzędzia planowania finansowego zakładające stabilność otoczenia, zatem ich skuteczność zastosowania zwiększa się wraz ze wzrostem stabilności otoczenia. Natomiast w warunkach trudności finansowych i dekonjunkury na rynku istnieje duże prawdopodobieństwo zmian założeń z roku na rok. Powoduje to możliwość uzyskiwania jedynie przybliżonych wielkości stóp wzrostu i zapotrzebowania na kapitał.

W artykule dowiedziono, że dla większości spółek po okresie bardzo wysokich wzrostów sprzedaży w latach 2007-2008 możliwości dalszego finansowania wzrostu są bardzo ograniczone, a połowa z nich powinna zredukować swoją działalność w 2010 r., gdyż dodatkowe inwestycje nie będą generowały wpływów gotówki.

Literatura

- Daszyńska-Żygadło K., Słoński T., *Gotówkowa stopa wzrostu podtrzymywanego w analizie strategicznej wybranych przedsiębiorstw branży browarniczej*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, Prace Naukowe UE nr 1200, Wydawnictwo UE, Wrocław 2008.
- Daszyńska-Żygadło K., Słoński T., *Wpływ trudności finansowych na podtrzymywaną stopę wzrostu spółek deweloperskich*, [w:] *Rynek finansowy w erze zawirowań*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2009.
- Duraj J., *O potrzebie pełniejszego spojrzenia na metodę procentu od sprzedaży*, [w:] *Zarządzanie finansami: finansowanie przedsiębiorstw w UE*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.
- Govindarajan V., Shank J., *Cash sufficiency: The missing link in strategic planning*, „Corporate Accounting” 1984, Winter.
- Higgins R.C., *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill, Boston 2003.
- Higgins R.C., *How much growth can firm afford?*, „Financial Management” 1977, Fall.
- Horne J. van, *Financial management and policy*, Engle Wood Cliffs: Prentice Hall International 1989.
- Platt H.D., Platt M.B., Chen G., *Sustainable growth rate of firms in financial distress*, „Journal of Economics and Finance” 1995, vol. 19, no. 2.
- Pluta W., *Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2003.
- Rutkowski A., *Planowanie zrównoważonego tempa wzrostu firmy*, [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka gospodarcza*, red. E. Urbańczyk, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004.
- Siedlecki R., Słoński T., *Prognozowanie stopy wzrostu przedsiębiorstwa na podstawie danych finansowych*, [w:] *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu* nr 915, Wrocław 2001.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.

Inne źródła

- Deloitte Research – *Sustainable Growth: Is There Room to Grow?*: 2005, www.deloitte.com.
- Debiut Black Point SA na New Connect już w piątek, 14 maja*, www.bankier.pl, 12.05.2010.
- Notoria Serwis, ISI Emerging Markets Polska, <http://site.securities.com>.
- Effect System, ISI Corporate Database, <http://site.securities.com>.

SUSTAINABLE GROWTH RATES IN FINANCIAL ANALYSIS OF CHOSEN IT SECTOR COMPANIES

Summary: The paper presents sustainable growth rate model and its modifications. Certain attention deserves internal sustainable growth rate model in the times of unfavourable economic situation and financial difficulties of companies. It shows the maximum possible growth rate of sales financed only by internal sources of capital. The analysis of sustainable growth rates was applied on the group of public companies from IT sector in order to evaluate their growth potential and its financing. The analysis was conducted for 2007-2009 together with the forecast for 2010.