

Dariusz Wesołowski

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

WPLYW BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH NA POLSKI SEKTOR TYTONIOWY

1. Wstęp

Na przełomie lat 1995/1996 nastąpiła prywatyzacja polskiego sektora tytoniowego. Prywatyzacja ta zbiegła się w czasie z okresem, w którym miało miejsce znaczne przyspieszenie wzrostu międzynarodowych przepływów kapitału w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Przez BIZ rozumie się lokowanie kapitału za granicą w celu uzyskania bezpośredniego wpływu na działalność przedsiębiorstwa zagranicznego, w które się inwestuje, bądź z zamiarem dostarczenia dodatkowych środków przedsiębiorstwu, w którym inwestor kapitału ma już znaczny udział [Oziewicz, 2006, s. 17].

Warto podkreślić, że światowy rynek tytoniowy, którego głównymi podmiotami są Europa Zachodnia i USA, ma w dużej mierze charakter oligopolistyczny. Określa się go jako rynek o wysokim poziomie dojrzałości i stabilizacji, z silną barierą popytową oraz dużymi trudnościami związanymi z wejściem na rynek. Pomimo dodatkowych trudności związanych z regulacjami prawnymi przemysł tytoniowy uważany jest ciągle za potencjalnie bardzo atrakcyjny i przynoszący wysokie zyski.

Powoduje to, że oprócz zysku, do podstawowych mikroekonomicznych motywów angażowania się koncernów tytoniowych zalicza się tzw. rywalizację oligopolistyczną [Okoń-Horodyńska, 2005, s. 10]. Motyw ten został skrzętnie wykorzystany przez wszystkie główne podmioty rynku tytoniowego. Najważniejsze transnarodowe koncerny tytoniowe wzięły udział w procesie prywatyzacji tytoniowych spółek skarbu państwa w Polsce. Sprzedaż przedsiębiorstw odbyła się w ciągu zaledwie kilku miesięcy na przełomie lat 1995/1996. W efekcie budżet otrzymał duży wpływ finansowy. Nastąpiły znaczne inwestycje w zakupione zakłady, które wyniosły ponad 200 mln euro. Pozwoliło to na dostosowanie się producentów papierosów do preferencji konsumentów, polegających na wzroście zapotrzebowania na marki papierosów o niższej zawartości szkodliwych substancji smolistych i nikotyny. Zagraniczne inwestycje zwiększyły konkurencyjność wewnątrz tego sektora.

Wprowadzono nowoczesne techniki zarządzania ukierunkowane na klienta. Wytwórnictwo tytoniowe, poprzez swoich przedstawicieli handlowych, aktywnie współpracowały z podmiotami zajmującymi się dystrybucją papierosów.

Nie tylko w Polsce, ale w całym tzw. boku wschodnim doszło do szeregu branżowych bezpośrednich inwestycji, w wyniku których zniknęły z rynku państwowe monopole tytoniowe.

2. Proces prywatyzacji podmiotów rynku producentów papierosów w Polsce

Pierwszym międzynarodowym koncernem biorącym udział w procesie prywatyzacji na polskim rynku była firma British-American Tobacco (BAT), która w listopadzie 1995 r. nabyła łącznie 65-procentowy pakiet akcji Przedsiębiorstwa Wyróbów Tytoniowych w Augustowie SA za kwotę 88 mln dolarów (przy aktualnym parytecie euro do dolara – ok. 67 mln euro)¹. Zaledwie miesiąc później, bo w grudniu 1995 r., nastąpiła sprzedaż takiego samego pakietu akcji Zakładów Przemysłu Tytoniowego SA w Radomiu, francuskiej firmie Seita za kwotę 64 mln dolarów (49 mln euro). Po kilku latach Seita zrealizowała fuzję z hiszpańską firmą Tabacarella, tworząc koncern o nazwie Altadis. Największa polska firma tytoniowa została sprzedana w styczniu 1996 r. koncernowi Philip Morris International z siedzibą w Holandii, który za kwotę 227 mln dolarów (175 mln euro) nabył w sumie 65% udziałów Zakładu Przemysłu Tytoniowego w Krakowie SA. Ostatnim omawianym w niniejszej pracy sprywatyzowanym podmiotem polskiego rynku tytoniowego była Wytwórnia Wyróbów Tytoniowych SA w Poznaniu, która została zakupiona w lutym 1996 r. przez niemiecką firmę Reemtsma (przejętą w 2002 r. przez Imperial Tobacco). Wartość 65-procentowego pakietu akcji zakupionych przez firmę Reemtsma wyniosła 130 mln dolarów (100 mln euro). Ponadto wszystkie koncerny uczestniczące w prywatyzacji zobowiązały się zrealizować pakiety inwestycyjno-socjalne. W tab. 1 przedstawiono zestawienie sprywatyzo-

Tabela 1. Zestawienie wartości firm sprywatyzowanych wyrażone w mln euro w latach 1995-1996

Firma	Udział procentowy	Wartość transakcji	Wartość firmy	Sprzedaż w mld szt.	Cena 1 mld szt.
Kraków – PM	65	175	269,23	34,60	7,78
Poznań – Imperial	65	100	153,85	27,30	5,64
Augustów – BAT	65	67	103,08	11,50	8,96
Radom – Altadis	65	49	75,38	12,50	6,03
Razem	–	391	601,54	85,90	–

Źródło: obliczenia własne na podstawie informacji o stanie przekształceń własnościowych w przemyśle tytoniowym.

¹ Załącznik nr 1 do wystąpienia Ministra Przekształceń Własnościowych na zapytanie poselskie Bolesława Machnio.

wanych firm na przełomie lat 1995/1996, wraz z wyznaczoną wartością poszczególnych zakładów oraz wartością jednego miliarda sztuk papierosów.

Całkowita sprzedaż papierosów w Polsce w okresie, w którym dokonano sprzedaży przedsiębiorstw państwowych, wyniosła ok. 96 mld sztuk rocznie. Na przełomie lat 1995/1996 sprzedano ok. 90% udziału w polskim rynku papierosów, które wyceniono na 600 mln euro. Wpływy do budżetu z tytułu prywatyzacji wymienionych firm wyniosły niespełna 400 mln euro. Wartość udziału w rynku prywatyzowanych firm jednego mld sztuk papierosów wahała się w przedziale 5,6-9 mln euro, a średnia ważona wyniosła 7 mln euro.

Głównym aktem normatywnym, na podstawie którego przeprowadzono proces sprzedaży, była ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 13 lipca 1990 r. Opierając się na niej, wybrano kapitałową ścieżkę prywatyzacyjną poprzez publiczne zaproszenie do rokowań koncernów tytoniowych współpracujących wcześniej z polskimi wytwórniami tytoniu [Karczmarek i in., 2005, s. 84].

Impulsem do szybkiej prywatyzacji była narastająca konkurencja sektora prywatnego. W 1995 r. na terenie Polski działało kilka firm z udziałem kapitału zagranicznego posiadających koncesję na produkcję wyrobów tytoniowych. Państwowe wytwórnie, szukając sposobów ochrony przed narastającą konkurencją, nawiązywały umowy kooperacyjne z międzynarodowymi koncernami branży tytoniowej. Nie bez znaczenia dla przemian polskiego przemysłu tytoniowego były zmiany własnościowe zachodzące w sektorze krajów sąsiednich. Podkreślić należy, że w tym czasie prywatyzację przeprowadziły już takie kraje, jak: Czechy, Węgry, Ukraina, Litwa, Łotwa, Estonia i Węgry.

W okresie transformacji ustrojowej istniały również inne pomysły przekształceń prywatyzacyjnych tytoniowych spółek skarbu państwa. W 1994 r. opracowywano projekt zmiany struktury organizacyjnej przemysłu tytoniowego. Zaproponowano stworzenie wspólnej organizacji, będącej towarzystwem holdingowym. Poza czterema wymienionymi już spółkami skarbu państwa do towarzystwa holdingowego proponowano dołączyć Zakłady Tytoniowe w Lublinie – wytwórnię o najmniejszym udziale w rynku. Ideą przedsięwzięcia była wspólna polityka organizacyjno-finansowa na terenie kraju i za granicą. Jednak pomysł ten upadł, gdyż doszło do samodzielnej sprzedaży każdej wytwórni odrębnemu transnarodowemu koncernowi tytoniowemu. Wszystkie wymienione sprywatyzowane w ten sposób przedsiębiorstwa znalazły się w gronie siedmiu największych pod względem wielkości przychodu prywatyzacji w Polsce (poza ofertą publiczną) do 1996 r. [Baltowski, 2002, s. 39, 42].

Obecnie sprywatyzowane firmy są w dalszym ciągu firmami córkami międzynarodowych koncernów notowanych na giełdach w USA, Wielkiej Brytanii, Francji i Hiszpanii. W tym czasie w Polsce pojawiło się dwóch nowych, liczących się uczestników rynku, tj. Scandinavian Tobacco Polska, będący własnością duńskiego Scandinavian Tobacco, oraz do niedawna fabryka z Poddębic, należąca do firmy Gallaher, przejętej ostatecznie przez Japan Tobacco.

Wielkość polskiego rynku papierosów szacuje się obecnie na ok. 90 mld sztuk rocznie. Jednak sprzedaż papierosów na rynku oscyluje wokół 74 mld sztuk. Spowodowane to jest powstaniem nowego segmentu, a mianowicie „tytoni do samodzielnego sporządzania papierosów”, jak również wzrostem sprzedaży znacznie tańszych papierosów z nielegalnego importu z krajów zza wschodniej granicy.

Wielkość produkcji papierosów na rynku polskim w 1995 r. oraz prognozowanych wielkości sprzedaży w 2007 r. przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2. Sprzedaż papierosów, przez sprywatyzowane firmy będące własnością Skarbu Państwa działające na terenie Polski, w 1995 i 2007 r.* w mld sztuk

Firma	1995	2007*
Kraków – Philip Morris	34,60	28,00
Poznań – Imperial	27,30	10,50
Augustów – BAT	11,50	10,50
Radom – Altadis	12,50	6,00
Pozostałe firmy działające na rynku	10,10	19,00
Razem	96,00	74,00

* Wielkość prognozowana.

Źródło: na podstawie własnych prognoz oraz tab. 1.

Na podstawie danych tab. 2. można stwierdzić, że poza spadkiem wielkości sprzedaży papierosów w Polsce w badanych cztery sprywatyzowanych przedsiębiorstwach spadł także ich łączny udział w rynku – z 90 do niespełna 75%. Oczywiście wpływ na ten stan rzeczy miało pojawienie się nowych, aktywnych, międzynarodowych podmiotów.

3. Wycena wartości sektora tytoniowego w Polsce

W dalszej części niniejszego artykułu wyceniono aktualną wartość wybranych sprywatyzowanych przedsiębiorstw. Aby uzyskać wartość informacyjną badanych firm, zastosowano metodę dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawcze.

3.1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Stosując metodę DCF, opartą na przyszłych strumieniach netto wygenerowanych przez badane przedsiębiorstwa, określono wartość poszczególnych firm działających na terenie Polski [Panfil, Szablewski, 2006, s. 41]. Założono pięcioletni okres prognozy, a wartość przyjęto konserwatywnie na podstawie wielkości zbliżonych do osiągniętych w 2006 r. Przyjęto coroczny 10-procentowy wzrost cen w badanym okresie i wzrost wolnych przepływów strumieni pieniężnych na poziomie 4%, po okresie prognozy. Ustalono prognozę EBIT w okresie docelowym, tzn.

Tabela 3. Wartość firm tytoniowych działających w Polsce oraz jednego miliarda sztuk papierosów wyznaczone metodą DCF

Firma	PM	Imperial	BAT	Altadis
W_p^I w mln zł	9405,24	2134,12	2054,73	712,86
Sprzedaż w 2007 r. w mld szt.	28,00	10,50	10,50	6,00
W_p^I 1 mld szt. w mln zł	335,90	203,25	195,69	118,81
W_p^I 1 mld szt. w mln euro	88,40	53,49	51,50	31,27

Źródło: obliczenia własne.

w 2012 r., na poziomie 80% wartości EBIT z 2006 r. firm macierzystych (dane uzyskano z raportów finansowych za ten rok), co będzie związane z realizacją procedur dostosowawczych do dyrektyw unijnych. Przyjęto wskaźnik ryzyka gałęzi β równy jedności [Felis, 2005, s. 84]. Założono, że zmiany w kapitale obrotowym będą skorelowane liniowo z wielkościami sprzedaży i ze zmianami cen oraz średni ważony koszt kapitału w wysokości 11%. W tab. 3. przedstawiono wartości sprywatyzowanych firm (W_p^I) działających w Polsce metodą DCF.

3.2. Metoda porównawcza

Coraz częściej przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa zwraca się uwagę nie tylko na generowany zysk, ale również na skalę jego działania oraz perspektywę rozwoju. Do wyceny krajowego rynku przedstawionego w niniejszej pracy wykorzystano metody mnożników rynkowych oparte na danych koncernów globalnych, będących macierzystymi firmami przedsiębiorstw działających na terenie Polski [Jaki, 2000, s. 148]. Zasadne wydaje się wyznaczenie transakcji porównywalnych zawartych na światowym rynku tytoniowym i odniesienie ich do firm krajowych [Nita, 2007, s. 102].

Metody mnożnikowe. Wartość przedsiębiorstwa, na podstawie o jego przychodów (W_p^{II}), ustalono jako funkcję prognozowanego przychodu firmy córki (P_p) w 2007 r. oraz relacji kapitalizacji firmy macierzystej (V_m) do jej przychodu (P_m), co przedstawiono w tab. 4. Wartości rynkowe firm macierzystych (V_m) zaczerpnięto z notowań giełd światowych, natomiast ich przychody (P_m) z publikowanych danych finansowych za rok 2006. Wartości te uzyskano po przeliczeniu z walut, w jakich są notowane, na euro.

W tab. 5. przedstawiono wartości firm tytoniowych w Polsce (W_p^{III}) na podstawie prognozowanej wielkości sprzedaży papierosów firm córek (T_p) w 2007 r. oraz relacji kapitalizacji firmy macierzystej (V_m) do liczby sprzedanych przez te firmy papierosów (T_m) w 2006 r.

Tabela 4. Wartość firm tytoniowych działających w Polsce wyznaczone metodą mnożnikową na podstawie generowanego przychodu

Firma	PM	Imperial	BAT	Altadis
Kapitalizacja – V_m – w mln euro	141 800	21 500	48 000	5 650*
Przychód 2006 rok – P_m – w mln euro	51 300	17 400	37 600	6500
V_m/P_m	2,76	1,24	1,28	0,87
P_p w mln zł	6800,00	2104,00	2 539,00	1 463,00
W_p^{II} w mln zł	18 796,10	2599,77	3 241,28	1271,68
Sprzedaż w 2007 r. w mld szt.	28,00	10,50	10,50	6,00
W_p^{II} 1 mld szt. w mln zł	671,29	247,60	308,69	211,95
W_p^{II} 1 mld szt. w mln euro	176,66	65,16	81,24	55,78

* Firma Altadis prowadzi także inną działalność poza sprzedażą papierosów. Przyjęto, że kapitalizacja jest wprost proporcjonalna do EBITDA sprzedaży papierosów i wynosi 46% wartości kapitalizacji całego koncernu.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych finansowych firm tytoniowych.

Tabela 5. Wartość firm tytoniowych działających w Polsce oraz jednego miliarda sztuk papierosów wyznaczone metodą mnożnikową na podstawie liczby sprzedawanych papierosów

Firma	PM	Imperial	BAT	Altadis
Kapitalizacja – V_m – w mln euro	141 800	21 500	48 000	5650
Liczba mld szt. – T_m	1024	186,9	689	118,6
$V_m/T_m - (W_p^{III}$ 1 mld szt. w mln euro)	138,48	115,03	69,67	47,64
Sprzedaż w 2007 r. w mld szt. – T_p	28,00	10,50	10,50	6,00
W_p^{III} w Polsce w mln euro	3 877,34	1 207,87	731,49	285,83
W_p^{III} w Polsce w mln zł	14 733,91	4 589,89	2 779,68	1086,17

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych finansowych firm tytoniowych.

Metoda transakcji porównywalnych. W tej części opracowania opisano fuzje i przejęcia światowych firm tytoniowych w ostatnich latach. Jednym z najbardziej spektakularnych przejęć był zakup w 2002 r., niemieckiej firmy Reemtsma przez brytyjską firmę Imperial Tobacco, za kwotę 5,8 mld euro². Produkcja firmy Reemtsma wynosiła wówczas 122 mld sztuk papierosów.

Zakupem innego typu, o charakterze prywatyzacyjnym, była transakcja zawarta w 2003 r., między koncernem Philip Morris a Serbską Agencją Prywatyzacji, na zakup 66,45% pakietu Duvanska Industrija Nis (DIN). Kwota transakcji wynosiła 387 mln euro³, a pakiet socjalno-inwestycyjny ponad 130 mln euro. DIN produkuje

² <http://www.forbs.com/business/feeds/afx/2007/01/11/afx3320116.html>.

³ <http://strategis.ic.gc.ca/epic/site/imr-ri.nsf/en/gr119070e.html>.

rocznie ok. 13 mld sztuk papierosów. Serbski rynek, na podstawie tej transakcji, wyceniono na kwotę 44,8 mln euro za jeden miliard sztuk papierosów, nie uwzględniając inwestycji i osłon socjalnych. Największą, jak do tej pory inwestycją, w przeliczeniu na jeden miliard sztuk produkowanych papierosów, był zakup przez brytyjsko-amerykański koncern tytoniowy BAT państwowego, włoskiego producenta papierosów Ente Tabacchi Italiano (ETI) – cena za jeden miliard sztuk papierosów wyniosła ok. 90 mln euro⁴. Przesądzony jest tegoroczny zakup, przez trzecią firmę na światowym rynku Japan Tobacco (JT), brytyjskiego koncernu Gallaher. JT zaakceptował cenę 11,4 funta za akcje Gallahera⁵, co daje wartość ogólną firmy ponad 11 mld euro.

Dla porównania, na podstawie zawartych transakcji na rynku papierosów, należy uaktualnić transakcje poprzez przeszacowanie ich wartości. Zakładając stałą, 10-procentową stopę rocznej kapitalizacji, wyznaczono aktualną wartość transakcji zrealizowanych w ostatnich latach na rynku tytoniowym (zob. tab. 6).

Tabela 6. Zestawienie największych transakcji w Europie w latach 2002-2007 (w mln euro)

Przejmujący	Imperial	PM	BAT	JT
Przejmowany	Reemtsma	DIN	ETI	Gallaher
Rok przejęcia	2002	2003	2003	2007
Wartość transakcji	5800	582	2300	11 400
Wielkość produkcji	122	13	25,5	182,4
W_p^{IV} w 2007 r.	9341	852	3367	11400
W_p^{IV} 1 mld szt. w 2007 r.	76,57	65,54	132,04	62,50

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych o transakcjach kupna-sprzedaży firm tytoniowych.

Tabela 7. Wartość firm tytoniowych działających na terenie Polski w 2007 r. (w mln euro)

Firma	W_p^I 1 mld szt.	W_p^{II} 1 mld szt.	W_p^{III} 1 mld szt.	W_p^{IV} 1 mld szt.	W_p 1 mld szt.	Sprzedaż w mld szt. w 2007 r.	W_p
PMP	88,40	176,66	138,48	72,79	106,81	28,0	2990,56
Imperial	53,49	65,16	115,03		67,37	10,5	707,33
BAT	51,50	81,24	69,67		61,88	10,5	649,71
Altadis	31,27	55,78	47,64		43,63	6,0	261,76
Razem	–	–	–	–	–	55,0	4609,36

Źródło: obliczenia własne.

Zaktualizowana średnia ważona wartość jednego miliarda sztuk papierosów, zrealizowanych transakcji na rynku tytoniowym, wyniosła **72,79** mln euro. Wartością tą posłużono się do wyceny wartości sprywatyzowanych spółek działających

⁴ www.bbc.co.uk/polish/030717134218_print.htm.

⁵ www.tobacco.org/news/238314.html.

na terenie Polski. Przy wycenie finalnej wartości polskiego rynku papierosów (W_p) przyjęto 55% metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (W_p^I), po 15% badanych dwóch metod mnożnikowych (W_p^{II} i W_p^{III}) oraz 15% metody transakcji porównywalnych (W_p^{IV}), co przedstawiono w tab. 7.

Pomimo spadku wielkości sprzedaży papierosów w latach 1995-2007, z niespełna 86 mld sztuk papierosów do tegorocznych prognozowanych 55 mld sztuk, wartość sprywatyzowanych przedsiębiorstw wzrosła z 0,6 do 4,6 mld euro.

4. Podsumowanie

Średnia wartość sprzedaży jednego miliarda sztuk papierosów sprywatyzowanych spółek skarbu państwa w Polsce wzrosła w latach 1996-2007 z 7 do 83 mln euro. Oznacza to wysoką rentowność bezpośrednich inwestycji zagranicznych firm branży tytoniowej w Polsce pomimo spadku wolumenu sprzedaży z 85,9 do 55 mld sztuk papierosów rocznie. Ma to również odzwierciedlenie w wartości tych międzynarodowych koncernów na giełdach światowych. Do głównych powodów aprecjacji rynku należy zaliczyć wzrost cen papierosów powyżej inflacji w badanym okresie. Związane jest to z dostosowaniem procedur do standardów Unii Europejskiej⁶. Wzrósł poziom techniczny i technologiczny zakładów produkujących tytoń i wyroby tytoniowe. Pojawiło się także na rynku wiele nowych międzynarodowych marek papierosów.

W najbliższej dekadzie nie przewiduje się większych zmian na krajowym rynku w wielkości spożycia wyrobów tytoniowych pomimo szeroko zakrojonych kampanii zachęcających do rzucenia palenia. Mogą natomiast nastąpić dalsze fuzje i przejęcia na rynkach światowych (prawdopodobne przejęcie Altadisa przez firmę Imperial), co także znajdzie odzwierciedlenie na polskim rynku. Przewiduje się wzrost produkcji papierosów skierowany na rynek wewnętrzny we wszystkich firmach działających w Polsce. Powodem wydaje się być znacznie niższy koszt produkcji papierosów w Polsce w stosunku do pozostałych krajów Unii Europejskiej.

Literatura

- Bałtowski M., *Przedsiębiorstwa sprywatyzowane w gospodarce polskiej*, PWN, Warszawa 2002.
 Felis P., *Metody i procedury oceny efektywności inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw*, Wyższa Szkoła Ekonomiczno-Informatyczna, Warszawa 2005.
 Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Zakamycze, Kraków 2000.
 Karczmarek J., Krzemiński P., Litwa P., Szymła W., *Procesy zmian w okresie transformacji systemowej*, AE, Kraków 2005.

⁶ Zgodnie z Dyrektywą 92/79/EEC.

- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
Okoń-Horodyńska E., *Problemy i kontrowersje wokół globalizacji*, AE, Katowice 2005.
Oziewicz E., *Przemiany we współczesnej gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 2006.
Panfil M., Szablewski A., *Metody wyceny spółki*, Poltext, Warszawa 2006.

Źródła internetowe

<http://www.forbs.com/busuness/feeds/afx/2007/01/11/afx3320116.html>
<http://strategis.ic.gc.ca/epic/site/imr-ri.nsf/en/gr119070e.html>
http://www.bbc.co.uk/polish/030717134218_print.htm
<http://www.tobacco.org/news/238314.html>

INFLUENCE OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN THE POLISH TOBACCO SECTOR

Summary

The paper presents an analysis of 4 privatized companies of treasure of state in Poland, that in period from 1996 to 2007 showed significant height of value. The average value of sales in these companies has risen from 7 to 83 million euros. This has resulted in new technology solutions, hight-quality products as well as cigarette brands diversification.