

Leszek Borowiec

Analiza porównawcza rentowności podmiotów sektora paliwowego w latach 2011-2015

Zarządzanie. Teoria i Praktyka nr 2 (16), 3-10

2016

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

ANALIZA PORÓWNAWCZA RENTOWNOŚCI PODMIOTÓW SEKTORA PALIWOWEGO W LATACH 2011-2015 / COMPARATIVE ANALYSIS OF PROFITABILITY OF OPERATORS IN THE FUEL SECTOR IN THE YEARS 2011-2015

Adres do korespondencji:

e-mail: leszekborowiec@wp.pl

STRESZCZENIE

Zapewnienie rentowności działalności gospodarczej jest jedną z głównych przesłanek stabilności finansowej podmiotu. Poziom rentowności uzależniony jest od wielu zmiennych zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa jak i czynników zewnętrznych, na które podmiot ma bardzo ograniczony wpływ. W artykule dokonano ocenę rentowności finansowej wybranych Grup Kapitałowych branży paliwowej (energetycznej) w ujęciu porównawczym z wykorzystaniem narzędzi analizy finansowej. W opracowaniu została zweryfikowana teza, że poziom rentowności finansowej zdeterminowany jest nie tyle sektorem w którym działa podmiot a segmentem w ramach danego sektora, na którego wyniki mocno mogą wpływać czynniki zewnętrzne. Dokonana analiza wskazuje na istnienie istotnej korelacji co do zmian poziomu rentowności dwóch podmiotów działających w segmencie paliw płynnych. Jednocześnie trzeci badany podmiot wykazuje odmienne trendy w zakresie uzyskiwanej rentowności, ze względu na funkcjonowanie w innym segmencie sektora paliwowego.

SŁOWA KLUCZOWE: GRUPA KAPITAŁOWA; ANALIZA FINANSOWA; RENTOWNOŚĆ; SEKTOR PALIWOWY.

ABSTRACT

Profitability analysis is one of the most important areas of financial analysis. This is due to the great importance of profitability in the evaluation of the effectiveness of business operations. This article aims to analyze the financial viability of selected Capital Groups fuel sector in comparative terms with the use of tools of financial analysis. Thesis study is that the level of financial viability is determined not so much a sector in which the entity operates a segment within a given sector, whose results may be affected heavily by external factors. The analysis indicates the existence of a significant correlation as to change the level of profitability of the two entities operating in the segment of liquid fuels.

KEY WORDS: HOLDING; FINANCIAL ANALYSIS; PROFITABILITY; FUEL SECTOR.

JEL CLASSIFICATION: G30, G39

1. WSTĘP

Analiza rentowności stanowi jeden z najbardziej istotnych obszarów analizy finansowej. Wynika to z dużego znaczenia rentowności w ocenie efektywności działalności podmiotów gospodarczych. Rentowność spełnia rolę syntetycznego miernika, który pozwala na ocenę różnych obszarów działalności przedsiębiorstwa za pomocą jednego lub kilku wskaźników. Analiza rentowności może być rozpatrywana z różnych punktów widzenia i może obejmować różne kategorie

zysku i postaw, do których zysk jest odnoszony. Dlatego wyróżnia się najczęściej rentowność sprzedaży (nazywaną rentownością handlową), rentowność majątku (określaną jako rentowność ekonomiczna) oraz rentowność zaangażowanych kapitałów (nazywaną rentownością finansową).

Należy stwierdzić, że im większe wartości przyjmuje wskaźnik rentowności, tym bardziej efektywna jest działalność przedsiębiorstwa. Oczywiście, aby działalność danej jednostki została oceniona jako zyskowna,

wskaźnik rentowności powinien przyjmować wartość dodatnią. Osiągnięty przez jednostkę poziom wskaźnika rentowności powinien być oceniony na podstawie porównań w czasie i przestrzeni. Na pozytywną ocenę będzie zasługiwała rosnąca tendencja wskaźnika rentowności. Dobrym punktem odniesienia wartości wskaźnika rentowności osiągniętej przez daną jednostkę są wartości wygenerowane przez inne jednostki z tej samej branży (Nowak, 2008, s. 173). Tematem niniejszego artykułu jest analiza porównawcza rentowności wybranych podmiotów branży paliwowej w latach 2011-2015.

Celem artykułu jest porównawcza ocena rentowności wybranych podmiotów¹ branży paliwowej z wykorzystaniem narzędzi analizy finansowej. Tezą opracowania jest stwierdzenie, że poziom rentowności finansowej zdeterminowany jest nie tyle sektorem w którym działa podmiot a raczej segmentem działalności w ramach danego sektora, na którego wyniki mocno mogą wpływać czynniki zewnętrzne.

Zasadnicza część pracy składa się z analizy porównawczej rentowności wiodących Grup Kapitałowych działających w sektorze paliwowym, aczkolwiek opartych o inne zasoby surowcowe (ropa naftowa i gaz ziemny). Ocenie zostanie poddany wynik finansowy a także dokonana zostanie ocena wskaźnikowa badanych podmiotów. Przedmiotem badań niniejszej pracy są wyniki finansowe trzech Grup Kapitałowych działających na polskim i międzynarodowym rynku w branży paliwowej – Grupa Kapitałowa PGNiG, Grupa Kapitałowa LOTOS i Grupa Kapitałowa ORLEN. Grupa kapitałowa to struktura o powiązaniach kapitałowych, której elementami są samodzielne prawnie podmioty gospodarcze działające dla osiągnięcia wspólnego celu biznesowego. Aktualnie funkcjonowanie w formie Grup Kapitałowych jest bardzo powszechną praktyką działalności dużych organizacji gospodarczych. Grupa kapitałowa w Polsce jest konstrukcją mającą umocowanie i definicję prawną, m.in. na gruncie ustawy o rachunkowości (UoR) oraz ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów (UOKiK). Grupa Kapitałowa (UoR, art. 3 ust. 44) sporządza skonsolidowane sprawozdanie finansowe zgodnie z przepisami ustawy o rachunkowości (UoR, art. 55 ust. 1) lub Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF).

Analiza finansowa zajmuje się wielkościami ekonomicznymi w wyrażeniu pieniężnym w tym stanem majątkowo-kapitałowym, wynikiem finansowym oraz ogólną sytuacją finansową przedsiębiorstwa (Nowak, 2005, s.

30). Analiza finansowa przedsiębiorstwa tworzy płaszczyznę porozumienia pomiędzy inwestorami a przedsiębiorstwami pozyskującymi kapitał na działalność gospodarczą. Sukces inwestycyjny to „dążenie do osiągania lepszych wyników od średnich”. Bardzo trudne a czasem wręcz niemożliwe jest zarządzanie przedsiębiorstwem bez oceny finansowych skutków podejmowanych decyzji czy też bez wglądu w rachunkowość i zarządzanie finansami przedsiębiorstwa (Pomykalska, 2007, s. 16-17).

Dominującym kierunkiem w analizie finansowej jest analiza wskaźnikowa. Pozwala ona określić kondycję finansową firmy w kilku obszarach. Wśród wskaźników można wyodrębnić określone ich grupy; wskaźniki płynności, sprawności, zadłużenia, rentowności oraz rynku kapitałowego. W niniejszym opracowaniu, do oceny efektywności finansowej badanych Grup Kapitałowych zostaną wykorzystane wskaźniki rentowności.

Podstawowym źródłem informacji dla oceny kondycji finansowej z wykorzystaniem narzędzi analizy finansowej jest sprawozdanie finansowe. Użyteczność informacji w poszczególnych elementach sprawozdania finansowego zależy od zapewnienia cech jakościowych, spełniania kryteriów uznania i wyceny składników je tworzących. Należy również zaznaczyć, że celem sprawozdań finansowych jest także ukazanie wyników spełniania przez kierownictwo firmy funkcji powierniczej nad majątkiem lub funkcji odpowiedzialności za efektywne wykorzystanie powierzonych zasobów (Gabrusewicz, 2008, s. 299).

2. CHARAKTERYSTYKA BADANYCH GRUP KAPITAŁOWYCH

Pierwszy badany podmiot to Grupa Kapitałowa Polskiego Górnictwa Naftowego (GK PGNiG). Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A. które jest liderem rynku gazu ziemnego w Polsce. PGNiG S.A. jest spółką giełdową obecną w indeksie największych polskich firm, zajmującą się poszukiwaniami i wydobyciem gazu ziemnego oraz ropy naftowej, a także, poprzez kluczowe spółki, importem, magazynowaniem, sprzedażą, dystrybucją paliw gazowych i płynnych oraz produkcją ciepła i energii elektrycznej. GK PGNiG składa się ze spółek prawa handlowego o profilu produkcyjnym, handlowym i usługowym. Według stanu na dzień 30 września 2014 roku w skład Grupy Kapitałowej PGNiG wchodziło PGNiG S.A. jako podmiot dominujący oraz 29 spółek zależnych.

Drugim badanym podmiotem jest Grupa Kapitałowa LOTOS (GK LOTOS) – polska grupa kapitałowa skupiająca kilkanaście spółek produkcyjnych, handlowych

¹ Poprzez podmiot poddawany badaniu w niniejszym opracowaniu rozumie się Grupę Kapitałową

oraz usługowych, głównie z branży poszukiwań, wydobycia oraz przetwórstwa ropy naftowej i dystrybucji produktów ropopochodnych (paliw, olejów, asfaltów, smarów, parafin itp.). Najważniejszą jej częścią jest rafineria ropy naftowej zlokalizowana w Gdańsku-Rudnikach. Od 2005 roku LOTOS S.A. jest spółką publiczną notowaną na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Głównym akcjonariuszem przedsiębiorstwa jest Skarb Państwa (53,19%). Spółka LOTOS S.A. jest jednostką dominującą GK LOTOS oraz znaczącym inwestorem dla 36 jednostek podporządkowanych i powiązanych z nimi, będącymi w posiadaniu Spółki.

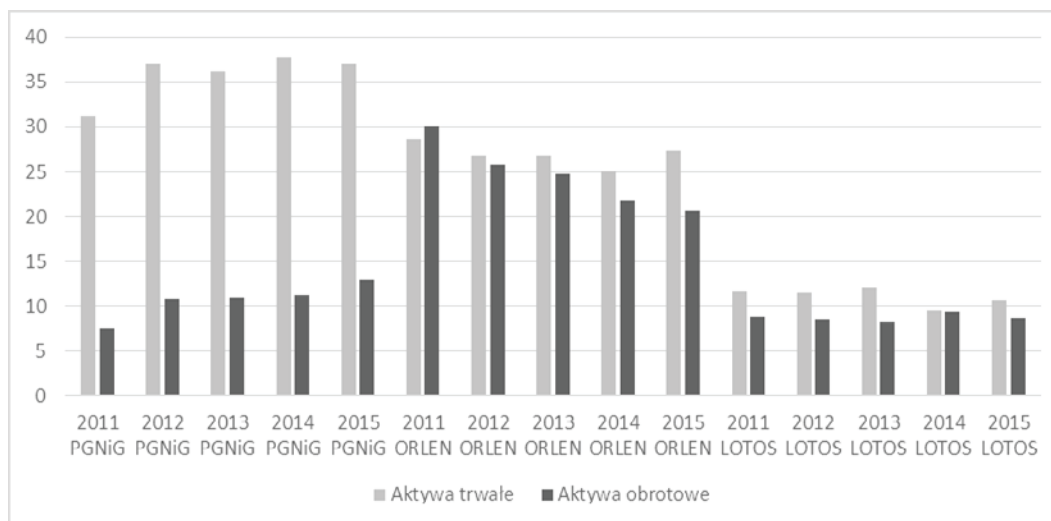
Trzecim badanym podmiotem jest Grupa Kapitałowa ORLEN (GK ORLEN). Polski Koncern Naftowy Orlen S.A. to przedsiębiorstwo zajmujące się przetwarzaniem ropy naftowej oraz dystrybucją produktów ropopochodnych, m.in. paliw. Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A. z siedzibą w Płocku jest jedną z największych korporacji przemysłu naftowego w Europie Środkowej działającą na rynku polskim, litewskim, czeskim i niemieckim. GK ORLEN obejmuje PKN ORLEN jako Jednostkę Dominującą oraz 32 jednostki zlokalizowane głównie na terenie Polski, Niemiec, Czech i Litwy. GK ORLEN jest podmiotem wielosegmentowym, odpowiednio zaaloko-

wanym do wszystkich segmentów operacyjnych i funkcji korporacyjnych.

Skonsolidowane sprawozdania finansowe wszystkich badanych Grup Kapitałowych zostały sporządzone przy zastosowaniu zasad rachunkowości zgodnych z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) obejmujących Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR) oraz Interpretacje Stałego Komitetu ds. Interpretacji (SKI) i Komitetu ds. Interpretacji Międzynarodowej Sprawozdawczości Finansowej (KIMSF). Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Kapitałowej obejmuje dane Jednostki Dominującej, dane kontrolowanych przez Jednostkę Dominującą jednostek zależnych oraz jednostek współkontrolowanych (wspólnych przedsięwzięć) sporządzane na ten sam dzień sprawozdawczy co jednostkowe sprawozdanie finansowe Jednostki Dominującej i przy zastosowaniu tych samych zasad rachunkowości w odniesieniu do podobnych transakcji oraz innych zdarzeń następujących w zbliżonych okolicznościach.

Dla zobrazowania skali i zakresu działania, poniżej syntetycznie scharakteryzowano podstawowe parametry finansowe zawarte w bilansie majątkowych analizowanych Grup Kapitałowych.

Wykres 1. Analiza porównawcza majątku badanych Grup Kapitałowych w latach 2011-2015 (w mld zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

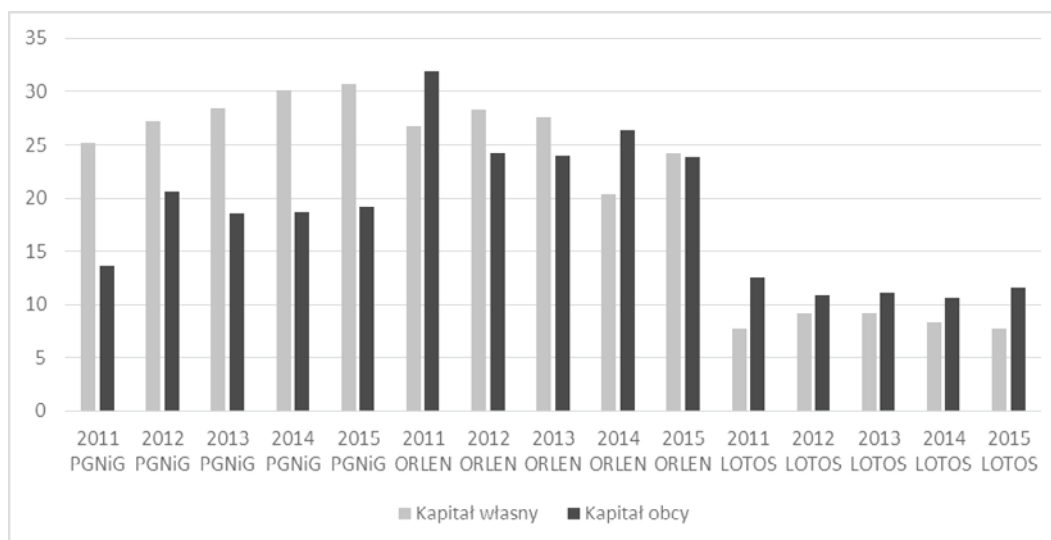
Wielkość aktywów trwałych stanowi o skali działalności danej Grupy Kapitałowej, natomiast struktura aktywów wskazuje na specyfikę i wymogi branży, co do niezbędnego poziomu majątku w celu zapewnienia ciągłości działalności operacyjnej. Różnice w wielkości aktywów trwałych i obrotowych są dobrze widoczne na powyższym wykresie. Aktywa trwałe w GK PGNiG w badanym

okresie wzrosły (średnia wartość w badanym okresie to ok. 35 mld zł), by w ostatnim roku zanotować niewielki spadek i są około 20 % wyższe od aktywów trwałych jakimi dysponuje GK ORLEN (średnia wartość w latach 2011-2015 to ok. 27 mld zł). W GK ORLEN aktywa trwałe zanotowały niewielki spadek, ale w roku 2015 ponownie mają tendencję rosnącą. Jednocześnie należy zauważyć, iż

aktywa trwałe GK LOTOS są istotnie niższe od pozostałych podmiotów (średnia wartość w badanym okresie to 11 mld zł), co wskazuje na mniejszą skalę działalności tej Grupy Kapitałowej. Najwyższą wartość aktywów obrotowych w badanym okresie osiąga GK ORLEN (głównie poprzez posiadanie zapasów strategicznych paliw). Dwie pozostałe Grupy Kapitałowe posiadają majątek obrotowy na podobnym poziomie jednak w wielkości nie przekraczającej 50% aktywów obrotowych GK ORLEN.

Wielkość i struktura kapitałów danego podmiotu wskazuje na przyjętą strategię finansowania działalności. Najbardziej zadłużoną Grupą Kapitałową spośród analizowanych jest GK LOTOS, gdzie w każdym z 5 badanych lat występuje przewaga kapitałów obcych nad własnymi (strategia finansowania – agresywna). Najbezpieczniejszą (konserwatywną) strategię finansowania działalności z przewagą kapitałów własnym w poszczególnych latach posiada GK PGNiG.

Wykres 2. Analiza porównawcza pasywów badanych Grup Kapitałowych w latach 2011-2015 (w mld zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

W GK PGNiG kapitał własny w badanym okresie rośnie w kolejnych latach (proporcjonalnie) do wartości powyżej 30 mld zł, natomiast zobowiązania zmieniają wartość począwszy od dużego wzrostu w roku 2012 do ustabilizowania się na poziomie niespełna 20 mld zł w latach 2013-2015. Kapitał własny rośnie również w GK LOTOS do roku 2013, a następnie spada ze względu na ujemne wyniki finansowe netto w latach 2014-2015. Natomiast zobowiązania od roku 2011 spadły do stałego poziomu w latach 2012-2015 (nieco ponad 10 mld zł). W trzecim badanym podmiocie GK ORLEN, kapitał własny po wzroście w roku 2012 zmniejszył się w 2013 roku do poziomu niewiele większego niż w roku 2011. Istotny spadek posiadanych kapitałów własnych w GK ORLEN zanotowano w roku 2014, z analogicznych powodów jak w GK LOTOS (ujemny wynik finansowy netto GK). Natomiast zobowiązania, które w roku 2011 były relatywnie wysokie (najwyższe w badanych grupach), w kolejnych latach spadły do stabilnego poziomu (niespełna 25 mld zł).

3. ANALIZA WYNIKU FINANSOWEGO W UJĘCIU PORÓWNAWCZYM

W ocenie rentowności istotną rolę odgrywa rachunek zysków i strat, który jest obligatoryjnym elementem sprawozdania finansowego. Sprawozdanie to jest ściśle powiązane z bilansem w którym zysk/strata netto jest ujmowany jako pozycja zwiększająca lub zmniejszająca kapitał własny. Rachunek zysków i strat jest sprawozdaniem dynamicznym, gdyż obejmuje koszty i przychody za dany okres. Rachunek wyników podobnie jak bilans może być sporządzany za pomocą metody brutto (gdy wykazuje się odrębne przychody i koszty z określonych rodzajów działalności), metody netto (gdy zamieszcza się tylko wynik z poszczególnych rodzajów działalności jednak bez wyszczególnienia przychodów i kosztów, które ten wynik tworzą) oraz metodą mieszaną (red. Sawicki, 2004: 379). Kluczowymi pozycjami w rachunku zysków i strat w ocenie efektywności finansowej podmiotu jest wynik na działalności operacyjnej oraz wynik netto. W niniejszym podrozdziale zostaną zaprezentowane i przeanalizowane podstawowe wielkości powyższych

zysków badanych Grup Kapitałowych w ujęciu nominalnym.

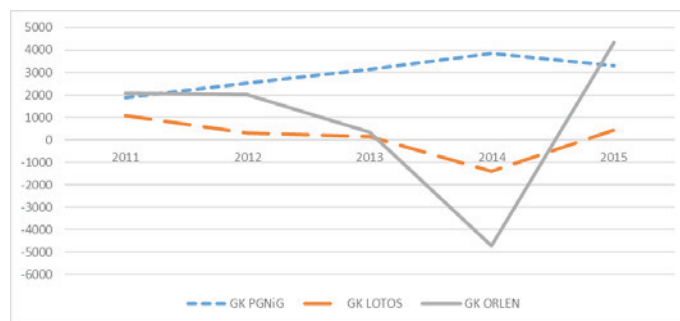
Tabela 1. Wyniki na działalności operacyjnej w latach 2011-2015 badanych Grup Kapitałowych (w mln zł)

Wynik na działalności operacyjnej	Rok 2011	Rok 2012	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015	Wskaźnik dynamiki (2015/2011)
GK PGNiG	1 872	2 533	3 149	3 843	3 290	176%
GK LOTOS	1 085	301	146	- 1 393	423	39%
GK ORLEN	2 066	2 024	333	- 4 711	4 340	210%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

GK PGNiG począwszy od roku 2012 notuje systematyczny wzrost zysku z działalności operacyjnej do roku 2014 (na poziomie ponad 35% wzrostu średniorocznego). Jedynie w roku 2015 następuje spadek wyniku operacyjnego o niespełna 15% w porównaniu z rokiem poprzednim. Na koniec roku 2015 GK PGNiG zanotowała wzrost wyniku z działalności operacyjnej o ponad 76% w porównaniu do roku bazowego 2011. GK LOTOS osiągnęła na koniec roku 2012 i 2013 zysk z działalności operacyjnej istotnie niższy od wyniku roku 2011, odpowiednio 301 mln i 146 mln zł. Znaczące pogorszenie wyniku operacyjnego wystąpiło w roku 2014 (strata operacyjna prawie -1,4 mld zł) przy powrocie do dodatniego wyniku operacyjnego w roku 2015. GK ORLEN osiągnęła na koniec roku 2012 zysk z działalności operacyjnej porównywalny z rokiem 2011 (niższy o 3%). Natomiast wypracowany zysk z działalności operacyjnej w roku 2013 i 2014 uległ istotnemu zmniejszeniu (o prawie 84% w roku 2013), aż do zanotowania istotnej straty w roku 2014 (-4,7 mld zł). Jednocześnie znacząca poprawa nastąpiła w roku 2015 (zysk operacyjny 4,3 mld zł), co należy odczytywać, że w spółkach paliwowych. Gdzie surowcem była ropa naftowa, efektywność finansowa w roku 2014 uzależniona była od czynników specyficznych dla segmentu (istotny spadek cen ropy naftowej spowodował konieczność przeszacowania zapasów a skutki tej operacji odniesiono na wynik finansowy).

Wykres 3. Analiza porównawcza wyniku operacyjnego badanych Grup Kapitałowych w latach 2011-2015 (w mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

Warto analizę wyników operacyjnych, kluczowych dla efektywności danego podmiotu odnieść do kształtowania się przychodów ze sprzedaży, będących najważniejszym elementem wzrostu efektywności. W badanych Grupach Kapitałowych przychody ze sprzedaży tylko w GK PGNiG rosły proporcjonalnie z roku na rok, aż do kwoty ponad 36 mld zł w roku 2015. W GK LOTOS przychody ze sprzedaży wzrosły minimalnie w roku 2012 (do kwoty 27,8 mld zł), by w roku 2013 spaść poniżej poziomu z roku 2011. Rekordowy pod względem przychodów ze sprzedaży okazał się rok 2014 – 28,5 mld zł, niestety w roku 2015 nastąpił spadek o prawie 20%. W GK ORLEN przychody ze sprzedaży w badanych latach malały proporcjonalnie do roku 2013. Gwałtowny wzrost przychodów wystąpił w roku 2014 (ponad 106 mld zł) by w roku 2015 spaść o 18% - tendencja analogiczna jak i w przypadku GK LOTOS.

Powyższa analiza wskazuje na występowanie podobnych trendów w GK, które funkcjonują w sektorze paliwowym opartym o ropę naftową. Zysk z działalności operacyjnej rósł systematycznie tylko w GK PGNiG (z niewielkim spadkiem w roku 2015), natomiast w pozostałych dwóch podmiotach GK LOTOS i GK ORLEN, zyski z działalności operacyjnej zmniejszały się do 2013 roku, by w roku 2014 zanotować istotną ujemną stratę operacyjną. Pogłębieniem analizy trendów trzech badanych podmiotów w latach 2011-2015 jest ocena wyników netto przedstawiona poniżej.

Tabela 2. Wynik finansowy netto w latach 2011-2015 badanych Grup Kapitałowych (w mln zł)

Wynik finansowy netto	Rok 2011	Rok 2012	Rok 2013	Rok 2014	Rok 2015	Wskaźnik dynamiki (2015/2011)
GK PGNiG	1 755	2 234	1 920	2 822	2 136	122%
GK LOTOS	649	922	39	-1 466	-263	n/d
GK ORLEN	2 015	2 170	90	-5 822	3 233	160%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

Wynik finansowy netto GK PGNiG w badanym okresie jest stabilny i waha się w zakresie od 1,8 mld zł (rok 2011) do 2,8 mld zł (rok 2014). Należy zauważyć, że w roku 2014 pozostałe dwie GK osiągnęły najsłabsze wyniki netto, natomiast dla GK PGNiG i jej akcjonariuszy był to rok najbardziej efektywny finansowo w trakcie 5-letniego badanego okresu (średnioroczny wzrost zysku netto na poziomie 5,5%).

Ogólny wynik finansowy netto GK LOTOS zakończył się w roku 2012 wzrostem wartości o ponad 361% w porównaniu do roku poprzedniego, ale w latach 2011-2013 są to kwoty od 40 mln zł do nieznacznie powyżej 900 mln zł. W latach 2014-2015 GK LOTOS notuje ujemny wynik netto (z bardzo istotną stratą netto w roku 2014, prawie -1,5 mld zł), co negatywnie wpływa na poziomy rentowności jak i wielkość dostępnych kapitałów własnych. W wartościach nominalnych w latach 2011-2015 GK LOTOS ogółem zanotowała stratę netto w wartości prawie -120 mln zł, co niekorzystnie wpływa na budowanie wartości dla akcjonariuszy i wzrostu wartości GK.

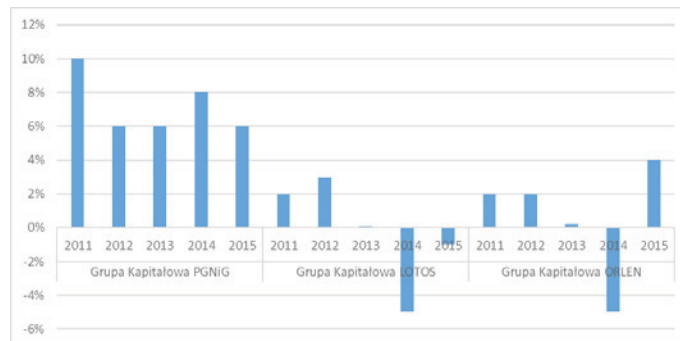
Wynik finansowy netto GK ORLEN w latach 2011-2012 był stabilny i wynosił nieznacznie powyżej 2 mld zł. W roku 2013 i 2014 nastąpiło istotnie pogorszenie wyniku, aż do straty netto w roku 2014 na poziomie -5,8 mld zł. Rok 2015 to dla GK ORLEN najlepszy z badanych, gdzie wynik finansowy netto przekroczył 3 mld zł. Wyniki finansowe obu podmiotów działających w sektorze paliwowym wskazują bardzo podobne trendy w zakresie osiągniętej efektywności finansowej w szczególności w latach 2013 i 2014. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w czynnikach zewnętrznych wpływających na rentowność tej branży (ceny surowców, kursy walut, marże rafineryjne), gdyż GK PGNiG nie notuje takich wahań wyniku netto ani wyniku na działalności operacyjnej, mimo funkcjonowania w tym samym sektorze paliwowym czy też w szerszym ujęciu w sektorze energetycznym.

4. WSKAŹNIKOWA OCENA RENTOWNOŚCI BADANYCH PODMIOTÓW

Dominującym kierunkiem w analizie finansowej jest analiza wskaźnikowa. Analiza ta polega na ustaleniu określonych relacji pomiędzy kategoriami ekonomicznymi, charakteryzującymi określony obszar badania. Wśród wskaźników można wyodrębnić określone ich grupy; zadłużenia, płynności, rentowności i obrotu. Ze względu za objętość opracowania oraz jego tematykę, poniżej zostanie zaprezentowana wskaźnikowa analiza rentowności badanych Grup Kapitałowych z wykorzystaniem kluczowych wskaźników.

Wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS – relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży) informuje o wysokości osiąganego zysku po uregulowaniu podatków i odliczeniu wszystkich kosztów. Im wyższa wartość wskaźnika, tym lepsza sytuacja finansowa przedsiębiorstwa. Obniżenie poziomu wskaźnika oznacza, że przedsiębiorstwo musi zrealizować większe rozmiary sprzedaży do osiągnięcia określonego zysku. W skrócie; ROS określa, ile groszy zysku przyniosła przedsiębiorstwu jedna złotówka sprzedaży.

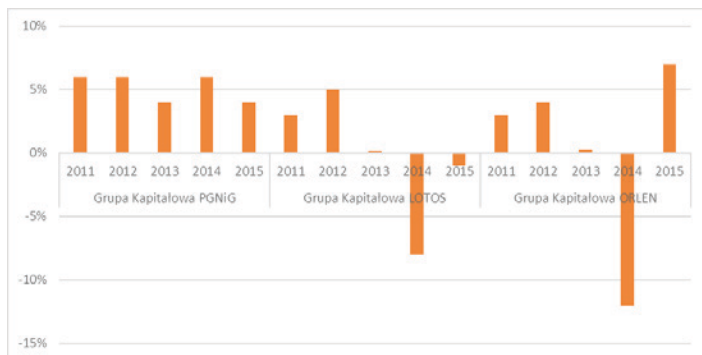
W latach 2011-2013 w badanych Grupach Kapitałowych wskaźnik rentowności sprzedaży przyjmował wartości dodatnie co świadczy o tym, że każda złotówka sprzedaży generowała zyski i im większa była sprzedaż, tym zyski były większe. W GK LOTOS i GK ORLEN wartość wskaźnika na koniec roku 2013 była dodatnia, lecz rzędu 0,1%-0,2%, co może świadczyć o zbliżaniu się do granicy opłacalności sprzedaży. Ze względu na ujemne wyniki finansowe netto w roku 2014, GK ORLEN i GK LOTOS zanotowały ujemne poziomy rentowności sprzedaży (około -5%). Ujemny wskaźnik rentowności sprzedaży występuje również w GK LOTOS w roku 2015.

Wykres 4. Wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS) badanych Grup Kapitałowych w latach 2011-2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

Wskaźnik rentowności aktywów (ROA – relacja zysku netto do wartości aktywów) informuje o tym jaka jest rentowność wszystkich aktywów firmy w relacji do wypracowanych przez nią zysków. Wynika z tego, że wartość wskaźnika niesie ze sobą informację na temat tego, jak skutecznie pracuje (przynosi zyski) każda złotówka zainwestowanego kapitału (równy wartości aktywów) w podmiocie. Wysoka wartość wskaźnika oznacza, że firma jest w dobrej kondycji finansowej, czyli efektywnie zarządza aktywami w celu generowania zysku.

Wykres 5. Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) badanych Grup Kapitałowych w latach 2011-2015



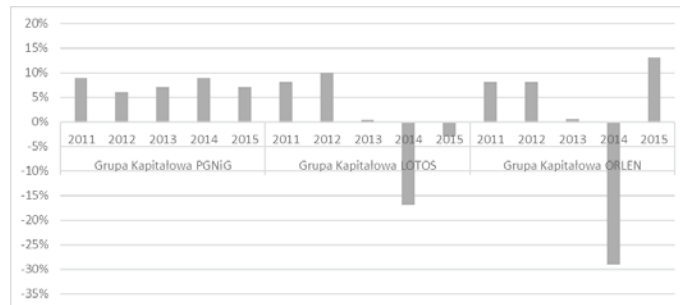
Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

W okresie lat 2011-2013 wszystkie Grupy Kapitałowe mogły pochwalić się dodatnimi wskaźnikami rentowności aktywów. W tym okresie najlepiej zarządzała aktywami GK PGNiG, gdyż jej majątek wypracował największe zyski (14% sumarycznie w latach 2011-2013). Pozostałe dwie Grupy Kapitałowe zarządzały majątkiem na podobnym poziomie (względem siebie). Analogicznie jak i w przypadku wskaźników rentowności sprzedaży, ze względu na stratę netto, GK ORLEN oraz GK LOTOS notowały ujemne poziomy rentowności w latach 2014-2015. Zwraca uwagę dość wysoka wartości (ponad -10%) rentowności (stratności) aktywów GK ORLEN w roku 2014.

Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE) opisuje relację pomiędzy wypracowanym zyskiem netto a wielkością zaangażowanych kapitałów własnych. Wskazuje, ile groszy zysku netto przyniosła każda złotówka zaangażowanego kapitału własnego. Powszechnie uznaje się, że jest to najważniejszy spośród wszystkich wskaźników rentowności, pokazuje bowiem właścicielom, jak efektywnie „pracuje” ich kapitał. Na rentowność zaangażowanych kapitałów wpływa wiele czynników; efektywność operacyjna wyrażana przez zyskowność sprzedaży, efektywność wykorzystania aktywów oraz dźwignia finansowa, czyli zaangażowanie kapitału obce-

go w celu zwiększenia zysku przypadającego na jednostkę kapitału własnego. Im wyższa wartość wskaźnika tym mniejszym nakładem kapitału można osiągnąć oczekiwany zysk.

Wykres 6. Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE) Grup Kapitałowych w latach 2011-2015



Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

We wszystkich badanych Grupach Kapitałowych wskaźnik ten w latach 2011-2012 przyjmuje podobne wartości bliskie 10%, co wskazuje na relatywnie dobrą efektywność zwrotu z zaangażowanego kapitału. W Grupach Kapitałowych LOTOS i ORLEN w roku 2013 nastąpiło obniżenie tego wskaźnika do odpowiednio 0,4% i 0,6% na każdą złotówkę zaangażowanych kapitałów własnych, co pozostaje w korelacji ze wskaźnikami ROS i ROA. Wszystkie te wskaźniki w tych dwóch Grupach Kapitałowych w latach 2014 i 2015 uległy znacznemu obniżeniu, szczególnie w odniesieniu do GK ORLEN, gdzie w roku 2014 poziom wskaźnika kształtował się na wysoko niezadowalającym poziomie – 27%.

Generalnie trudno określić jest minimalną, dobrą wartość wskaźnika ROE, gdyż jest on silnie skorelowany z poziomem ryzyka danej działalności. Na pewno podmioty, u których przekracza on 10-15% są godne uwagi, ale należy pamiętać, że jego wartość z biegiem czasu może się zmieniać. Bardzo wysoka wartość ROE nie musi także oznaczać znakomitej okazji inwestycyjnej. Jego wartość może być zawyżona przez np. zdarzenia jednorazowe (sprzedaż nierentownego oddziały, czy korzystanie z zadłużenia).

Przedstawiona analiza rentowności sprzedaży, majątku oraz kapitału własnego wskazuje na istnienie podobnych trendów w zakresie kształtowania się rentowności podmiotów branży paliowej opartej na danym surowcu (ropa naftowa), w szczególności jest to widoczne w latach w 2013-2015. Przez cały okres objęty badaniem wskaźniki rentowności GK PGNiG utrzymują się na stabilnym, satysfakcjonującym poziomie.

5. ZAKOŃCZENIE

Tematem niniejszego artykułu była analiza porównawcza rentowności wybranych podmiotów paliwowej w Polsce za lata 2011-2015. Analizie zostały poddane trzy Grupy Kapitałowe, które działają na polskim rynku: Grupa Kapitałowa PGNiG, Grupa Kapitałowa LOTOS i Grupa Kapitałowa ORLEN.

W opracowaniu dokonano oceny kondycji finansowej wybranych przedsiębiorstw branży paliwowej w ujęciu porównawczym. Poziom rentowności sprzedaży, rentowności aktywów i rentowności kapitałów własnych zwykle jest zdeterminowany sektorem gospodarki w którym działa przedsiębiorstwo. Wybrany do analizy miernik wyniku finansowego, jakim jest rentowność uznać należy za najpełniej oddający realną efektywność przedsiębiorstwa. Należy zauważyć, że wszystkie badane Grupy Kapitałowe działają w branży paliwowej i wykazują podobny poziom rentowności, ale tylko w latach 2011-2012. Branża energetyczna oraz paliwowa ma dość silną pozycję na rynku jako przemysł. Średnie wyniki rentowności branży plasują się na zbliżonym poziomie.

Na podstawie analizy porównawczej trzech Grup Kapitałowych można stwierdzić, iż GK PGNiG zakończyła swoją działalność w badanym okresie 2011-2015 z dodatnim wynikiem finansowym na poziomie operacyjnym jak i netto. Wszystkie trzy Grupy z badanym okresie 2011-2013 osiągnęły dodatnie wyniki. Średnia z trzech lat obejmująca badany okres dla wszystkich grup przedstawia się następująco: ROS - średnia 3%, ROA - średnia 3%, ROE - średnia 6%. Istotne zmiany w osiągniętej rentowności nastąpiły w szczególności w roku 2014, gdzie GK ORLEN oraz GK LOTOS zanotowały relatywnie duże straty bilansowe. Również w roku 2015 GK LOTOS

miała stratę na poziomie zysku netto. Należy zauważyć, iż najsłabsze wyniki osiągnięte przez te dwie Grupy Kapitałowe wystąpiły w roku 2014, gdzie obie Grupy notowały najwyższe przychody z działalności podstawowej, co potwierdza wpływ specyfiki branży na osiągnięte poziomy rentowności.

Z trzech badanych Grup Kapitałowych, dwa podmioty tj. GK LOTOS oraz GK ORLEN funkcjonują w segmencie (branży) produkcji i sprzedaży paliw płynnych, gdzie podstawowym surowcem jest ropa naftowa, natomiast GK PGNiG w segmencie wydobywania węgla kamiennego oraz obrotu gazem. Dokonana analiza wskazuje na istnienie istotnej korelacji co do zmian poziomu rentowności dwóch podmiotów działających w segmencie paliw płynnych opartych o ten sam surowiec. Szczególnie widoczne jest to w roku 2013-2015, gdzie rentowność tego segmentu istotnie spada (głównie ze względu na czynniki zewnętrzne, takie jak kurs waluty, ceny ropy na rynkach światowych, poziom światowych marż rafineryjnych). Jednocześnie w tym samym okresie rentowność GK PGNiG działającej w innym segmencie (gazu ziemnego) nie zmienia się istotnie w stosunku do lat poprzednich. Zaobserwowana prawidłowość może wskazywać na potwierdzenie tezy postawionej w niniejszym artykule, że poziom rentowności podmiotów branży paliwowej jest zależy od specyfiki segmentu (bazy surowcowej) w którym on działa, ze względu na istotny wpływ czynników zewnętrznych na poziom tej rentowności, a charakterystycznych dla danego segmentu. Należy mieć też na uwadze, że wyniki podmiotów opartych na różnych bazach surowcowych różnią się w czasie, ze względu na odmienne uregulowania prawne czy też rodzaj prowadzonej dystrybucji.

LITERATURA

1. Gabrusewicz W., Samelak J. (2008). *Rachunkowość finansowa*, Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej.
2. Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) (ang. *International Financial Reporting Standards (IFRS)*) – standardy i ich interpretacje zatwierdzone przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB – *International Accounting Standards Board*).
3. Nowak E. (2005). *Analiza sprawozdań finansowych*, Warszawa: PWE.
4. Nowak E. (2008). *Analiza sprawozdań finansowych*, Warszawa: PWE.
5. Pomykańska B., Pomykański P., (2007). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Warszawa: PWN.
6. *Rachunkowość finansowa*, red. K. Sawicki (2004). Warszawa: PWE.
7. Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów z dnia 16 lutego 2007 r. (Dz. U. 2007 nr 50 poz. 331).
8. Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. (Dz.U. 1994 Nr 121 poz. 591 z późn. zm.).