



### **Karolina Pasula**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Wydział Finansów i Ubezpieczeń  
Katedra Informatyki i Rachunkowości Międzynarodowej  
karolina.pasula@uekat.pl

## **ANALIZA FUNDAMENTALNA INDYKPOLU S.A. JAKO PRZYKŁAD WYCENY AKTYWÓW BIOLOGICZNYCH WEDŁUG KOSZTU HISTORYCZNEGO**

**Streszczenie:** Analiza fundamentalna spółek rolnych, które cechuje odmienność i złożoność zdarzeń gospodarczych, jest trudna do przeprowadzenia przez inwestorów. Głównym składnikiem majątku jednostek rolnych są aktywa biologiczne, które powinny być odpowiednio sklasyfikowane, ponieważ wpływają na wybór metody wyceny i na ocenę spółki. Celem artykułu jest przedstawienie analizy fundamentalnej Indykpolu S.A. jako przykładu wyceny aktywów biologicznych wg kosztu historycznego.

**Słowa kluczowe:** analiza fundamentalna, aktywa biologiczne, koszt historyczny.

**JEL Classification:** L29, M41.

### **Wprowadzenie**

Szczególne znaczenie na rynkach finansowych ma analiza fundamentalna, ponieważ wpływa ona na decyzje w zakresie inwestycji finansowych na podstawie dostępnych danych. Danymi tymi mogą być m.in. produkt krajowy brutto, stopa bezrobocia, inflacja, otoczenie badanej spółki, analiza SWOT, akcje spółki czy jej sprawozdanie finansowe.

Spółki giełdowe mają obowiązek stosowania zasad rachunkowych ujętych w MSR/MSSF. Zastosowanie regulacji międzynarodowych zwiększa porównywalność danych zawartych w sprawozdaniach finansowych pomiędzy spółkami. W przypadku spółek rolnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych i stosujących w swojej sprawozdawczości finansowej MSR/MSSF istotne jest zaszeregowanie aktywów biologicznych do właściwej grupy aktywów. Odpo-

wiednie zakwalifikowanie aktywów pochodzenia rolniczego wpływa na wybór metody wyceny bądź na sposób ich prezentacji w sprawozdaniu finansowym, oddziałuje na decyzje podejmowane przez zarząd spółki, ocenę wskaźników finansowych lub na tworzenie wartości dla potencjalnych inwestorów.

Celem artykułu jest przedstawienie analizy fundamentalnej Indykpolu S.A. jako przykładu wyceny aktywów biologicznych wg kosztu historycznego. Na realizację tak sformułowanego celu składa się przegląd regulacji prawnych oraz literatura w języku polskim i angielskim. Ponadto w artykule wykorzystano metodę analizy źródła, metodę opisową oraz metodę dedukcji.

## 1. Zakres i cel analizy fundamentalnej

Analiza fundamentalna jest to proces polegający na identyfikacji wszystkich czynników, które mogą w sposób bezpośredni lub pośredni wpływać na cenę akcji [Łukasik (red.), 2007, s. 220]. W analizie fundamentalnej dokonuje się oceny rzeczywistej sytuacji przedsiębiorstwa, oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji, pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa, prognozowania przyszłych zysków oraz oceny stopnia zagrożenia i ryzyka decyzji podejmowanych przez inwestorów [Lev i Thiagarajan, 1993, s. 191; Ritchie, 1997, s. 19; Gwizdała, 2006, s. 119, Richardson, Tuna i Wysocki, 2010, s. 412].

Procedura analizy fundamentalnej przebiega wg schematu *top-down* i obejmuje następujące etapy: analiza makroekonomiczna, analiza sektorowa, analiza sytuacyjna (niefinansowa) spółki, analiza finansowa spółki, wycena akcji [Jajuga, 2015, s. 186].

Analiza makroekonomiczna stanowi pierwszy etap analizy fundamentalnej. Opiera się ona na obserwacji przez inwestora otoczenia gospodarczego, społecznego i politycznego kraju, w którym funkcjonuje dana spółka. Przy tej ocenie uwzględnia się takie wskaźniki jak: produkt krajowy brutto, stopę bezrobocia, stopę inflacji, stopy procentowe, kursy walut, dług publiczny, deficyt budżetowy itd. W analizie makroekonomicznej również można zastosować analizę otoczenia, która pozwala określić perspektywy rozwoju spółki.

Kolejnym etapem w analizie fundamentalnej jest analiza sektorowa. Ocenia ona opłacalność, efektywność oraz ryzyko inwestycyjne w danej gałęzi gospodarki. W tej analizie uwzględnia się czynniki jakościowe charakterystyczne dla danego sektora oraz pozycję sektora w relacji do cyklu gospodarczego, a także do warunków makroekonomicznych kraju.

Analiza sytuacyjna jest następnym etapem w analizie fundamentalnej. Celem tej analizy jest ocena spółki na tle całej branży. Uwzględnia się przede wszystkim elementy niefinansowe, np. analizę SWOT, marketing, zasady zarządzania, jakość kadr czy strategię spółki w przyszłości.

Dalszy etap analizy fundamentalnej stanowi analiza finansowa spółki. Analiza ta dysponuje wyspecjalizowanymi wskaźnikami finansowymi, umożliwiającymi zbadanie efektywności decyzji finansowych i dokonanie racjonalnych wyborów. Wskaźniki te przedstawiają relacje wyrażające kształtowanie się określonych wielkości finansowych, powiązanych ze sobą merytorycznie w związku przyczynowo-skutkowym. Do ich ustalenia wykorzystuje się dane pochodzące ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw [Wasyłkowska, 2013, s. 364].

Ostatnim etapem w analizie fundamentalnej jest wycena akcji. Pozwala ona ocenić, czy akcje spółki są przewartościowane lub niedowartościowane.

## **2. Klasyfikacja, wycena i prezentacja aktywów biologicznych według kosztu historycznego w sprawozdaniach finansowych jednostek rolnych**

Aktywa biologiczne są podstawowymi składnikami majątku w przedsiębiorstwie rolnym. W związku z tym istotne są zasady ich klasyfikacji, ujmowania, wyceny, prezentacji i ujawniania informacji w sprawozdaniu finansowym przez jednostki rolne.

Klasyfikacja składników aktywów związanych z działalnością rolniczą powoduje, że zaszerogowanie składnika aktywów biologicznych do danej grupy aktywów ma następstwo w wyborze metody wyceny oraz w sposobie prezentacji tego środka w sprawozdaniu finansowym [Czerwińska-Kayzer i Bieniasz, 2011, s. 45]. Charakterystykę aktywów pochodzenia rolniczego wprowadza sama definicja działalności rolniczej, w której występuje podział tych aktywów wg ich przemiany biologicznej. Zgodnie z tym podziałem wyróżniamy trzy składniki powiązane z działalnością rolniczą, są to:

- aktywa biologiczne – zwierzęta hodowlane lub rośliny uprawne,
- produkty rolne – produkty pozyskane/zebrane z aktywów biologicznych,
- inne aktywa biologiczne – składniki pozyskane z aktywów biologicznych, które podlegają dalszej przemianie biologicznej.

Zdefiniowanie aktywów biologicznych, produktów rolnych czy innych aktywów biologicznych jest bardzo istotne w działalności rolniczej. Ułatwia to bowiem zastosowanie przez jednostkę rolną poszczególnych standardów Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej.

Klasyfikacja aktywów biologicznych wg udziału w przemianie biologicznej nie jest jedynym sposobem klasyfikacji aktywów pochodzenia rolniczego. Występuje również podział aktywów biologicznych wg przeznaczenia i stopnia dojrzałości. W kryterium przeznaczenia wyróżniamy:

- konsumpcyjne aktywa biologiczne – to składniki pozyskane z aktywów biologicznych jako produkty rolne lub sprzedawane jako aktywa biologiczne. Do tego rodzaju aktywów biologicznych zaliczamy m.in. inwentarz przeznaczony na sprzedaż, uprawy zbóż, produkty rolnicze, np. mleko, wełnę,
- produkcyjne aktywa biologiczne – to aktywa biologiczne podlegające procesowi autoregeneracji. Zaliczamy do nich m.in. inwentarz żywy utrzymany w celu uzyskania wełny, mleka, drzewa i krzewy owocowe.

Z kolei w kryterium stopnia dojrzałości wyróżniamy:

- dojrzałe aktywa biologiczne – to aktywa biologiczne, które osiągnęły gotowość do pozyskania/zbioru, np. dojrzałe warzywa, dojrzałe owoce,
- niedojrzałe aktywa biologiczne – to aktywa biologiczne, które nie osiągnęły gotowości do pozyskania/zbioru.

Kryteria te umożliwiają pozyskanie informacji, które mogą być przydatne przy sporządzaniu bilansu czy też do oceny wartości przyszłych przepływów środków pieniężnych [Kiziukiewicz (red.), 2009, s. 100; Nadolna, 2009, s. 306; Wszelaki, 2011, s. 329; Pasula, 2015a, s. 44]. Należy jednak zauważyć, że zakres prezentacji grup aktywów biologicznych zależy od decyzji kierownika danej jednostki rolniczej. Również sposoby klasyfikacji aktywów biologicznych wg udziału w przemianie biologicznej, przeznaczenia lub stopnia dojrzałości determinują wybór metody wyceny oraz sposób ujęcia w księgach rachunkowych [Pasula, 2015b, s. 198]. Sposób ujęcia aktywów pochodzenia rolniczego w księgach rachunkowych wymaga uwzględnienia przynależności składników majątku do określonej grupy rodzajowej aktywów, tj. stosowania podziału zwierząt i roślin na ich rodzaje, a także odmiany, wiek i ilość oraz przeznaczenie i pochodzenie [Nadolna i Rydzewska-Włodarczyk, 2009, s. 80]. Z tego też względu istotne jest dopasowanie do tego podziału zakładowego planu kont. Księgowe ujęcie składników aktywów biologicznych jest uzależnione od stosowania właściwych modeli wyceny. Opierając się na MSR 41 czy MSSF dla MŚP, aktywa biologiczne wycenia się wg modeli wartości godziwej oraz modeli kosztu historycznego. Zgodnie z MSR 41 przyjmuje się założenie, że wiarygodna wycena aktywów biologicznych w wartości godziwej jest możliwa. Założenie to może jednak zostać odrzucone tylko w momencie początkowego ujęcia aktywów biologicznych, dla których nie istnieją ceny notowane na rynku, przy czym alternatywne wyceny w wartości godziwej uznaje się za wysoce niewiarygodne.

W takiej sytuacji składnik aktywów biologicznych wycenia się w cenie nabycia lub koszcie wytworzenia, pomniejszonych o dotychczasowe umorzenie i zakumulowane straty z tytułu utraty wartości [MSR 41.30]. Wyceniając aktywa biologiczne na podstawie modeli kosztu historycznego, należy mieć na uwadze koszty związane z ujęciem danego składnika aktywów biologicznych, ich wymiar, amortyzację i moment zaprzestania ujmowania aktywów biologicznych wg ceny nabycia lub kosztu wytworzenia.

Ujawnienie informacji o aktywach biologicznych w sprawozdaniu finansowym jest uzależnione od stosowania określonego modelu wyceny tego składnika, a mianowicie od wartości godziwej oraz ceny nabycia lub kosztu wytworzenia w jednostce rolnej [Bohušová i Svoboda, 2011, s. 87; Argilés, Aliberch i Blandón, 2012, s. 114]. Informacje na temat zakresu ujawnień składników aktywów biologicznych wg ceny nabycia lub kosztu wytworzenia są następujące:

- opis aktywów biologicznych,
- wyjaśnienie przyczyn braku możliwości wiarygodnej wyceny w wartości godziwej,
- w miarę możliwości przedział szacunkowych wartości, w którym najprawdopodobniej znalazłaby się wartość godziwa tych aktywów,
- zastosowana metoda amortyzacji, okresy użytkowania i zastosowane stawki amortyzacyjne,
- wartość bilansowa brutto oraz dotychczasowe umorzenie (łącznie z zakumulowanymi stratami z tytułu utraty wartości) na początek i koniec okresu [MSR 41.54, MSSF dla MŚP 34.10].

Brak precyzyjnego określenia przynależności aktywów biologicznych do danej grupy lub pozycji bilansowej powoduje różną interpretację, a tym samym prezentację tych aktywów w bilansie [Czerwińska-Kayzer, Bieniasz i Gołaś, 2011, s. 20].

### **3. Analiza fundamentalna Indykpolu S.A.**

W tej części artykułu zostanie przeprowadzona analiza fundamentalna Indykpolu S.A. Warto jednak zaznaczyć, że Grupa Kapitałowa Indykpol S.A. w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym przedstawia aktywa biologiczne jako podgrupę zapasów i nie wymieniono jej w podstawowym skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym, lecz dopiero w *Informacji dodatkowej* w części dotyczącej zapasów. W związku z tym jednostka stosuje metodę wyceny aktywów pochodzenia rolniczego wg ceny nabycia lub kosztu wytworzenia ze względu na zakwalifikowanie aktywów biologicznych do zapasów.

Warto jednak zwrócić uwagę, że aktywa biologiczne mają w tej Grupie znaczący udział w aktywach obrotowych, co potwierdzają dane umieszczone w tabeli 1.

**Tabela 1.** Ujęcie aktywów biologicznych w Grupie Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 (w tys. zł)

| Lata | Aktywa biologiczne | Zapasy | Aktywa obrotowe | Udział aktywów biologicznych w zapasach (w %) | Udział aktywów biologicznych w aktywach obrotowych (w %) |
|------|--------------------|--------|-----------------|---|--|
| 2013 | 28 355             | 81 201 | 230 533         | 34,92   | 12,30  |
| 2014 | 28 563             | 74 657 | 223 324         | 38,26   | 12,79  |
| 2015 | 26 110             | 85 367 | 253 721         | 30,59   | 10,29  |

Źródło: Opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli 1, udział aktywów biologicznych w zapasach w latach 2013-2015 znajdował się w przedziale 30,59%-38,26%, natomiast udział w aktywach obrotowych wynosił od 10,29% do 12,79%. Warto zwrócić uwagę, że najwyższy udział aktywów biologicznych w zapasach oraz w aktywach obrotowych przypada na 2014 r. Wysoki poziom aktywów biologicznych w zapasach bądź w aktywach obrotowych będzie miał wpływ na ocenę sytuacji finansowej badanej jednostki, w tym głównie na ocenę płynności finansowej.

### 3.1. Analiza makroekonomiczna

Polska jest największym krajem w Europie Środkowo-Wschodniej należącym do Unii Europejskiej, który liczy ponad 38,4 mln mieszkańców. Polski produkt krajowy brutto w IV kwartale 2016 r. wzrósł o 2,7% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego [www 1]. Warto zwrócić uwagę na fakt, że w styczniu 2017 r. występowała inflacja na poziomie 1,7%, co oznacza, że polska gospodarka odnotowała wzrost przeciętnego poziomu cen przy spadku siły nabywczej pieniądza. Z kolei stopa bezrobocia w styczniu 2017 r. znajdowała się na poziomie 8,6% i była o 1,4 p.p. niższa niż w styczniu 2016 r. (bezrobocie wówczas wynosiło 10,2%), ale wyższa o 0,3 p.p. w porównaniu do grudnia ubiegłego roku. W analizie makroekonomicznej polskiej gospodarki ważne są również: bilans handlowy, który był ujemny w grudniu 2016 r., problemy z pozyskaniem siły roboczej, rosnące koszty pracy, a w szczególności wzrost minimalnego wynagrodzenia, co stanowi ryzyko dla przedsiębiorstw.

### 3.2. Analiza sektorowa

Branża drobiarska jest dynamicznie rozwijającą się gałęzią w przemyśle mięsnym w Polsce. Sektor ten obejmuje przedsiębiorstwa zajmujące się przetwarzaniem surowca mięsnego, podrobów, produkcją wędlin, konserw, wyrobów wędliniarskich i dań kulinarnych gotowych do spożycia. Bazą dla tych jednostek jest przede wszystkim krajowy surowiec, który fakultatywnie jest uzupełniany importem.

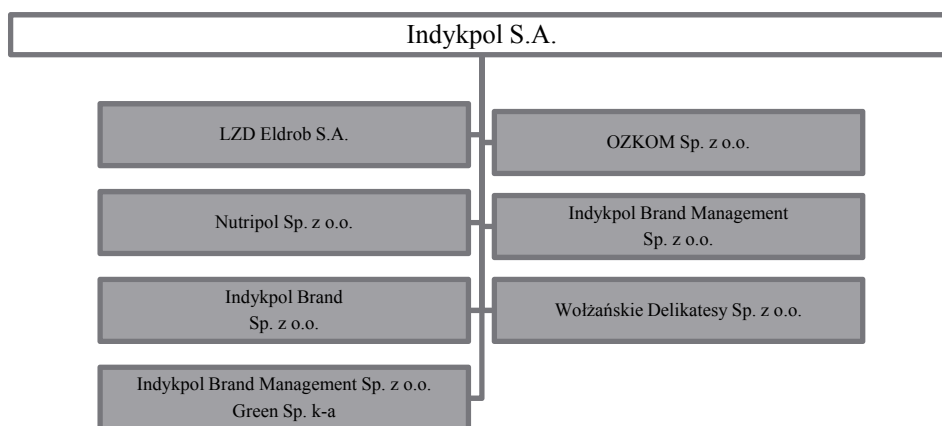
Polska znajduje się w czołówce największych producentów drobiu w Unii Europejskiej. Wzrost krajowej oraz światowej konsumpcji drobiu, a także wzrost zainteresowania polskim drobiem w Azji, na Bliskim Wschodzie, RPA czy w Afryce Północnej wpływa na rozwój całej branży. Ma na to wpływ również krajowa baza surowcowa, wysoka jakość, rosnąca populacja drobiu, przynależność Polski do Unii Europejskiej, konkurencyjna cena czy też eksport.

W następnych latach w sektorze drobiarskim przewidywane są działania konsolidacyjne, wynikające z niskiego stopnia specjalizacji, umiarkowanej rentowności lokalnych producentów, jak również rozproszenia produkcji drobiu w kraju. W wyniku przejęć i fuzji może pojawić się możliwość wzrostu znaczenia produktów zarówno wysokiej jakości, ekologicznych, jak i tradycyjnych oraz powiększenia zakresu automatyzacji produkcji. W przyszłości też w branży drobiarskiej mogą pojawić się liczne zagrożenia, takie jak: niskie ceny żywca, wirus HPAI (ptasia grypa), które mogą spowodować powstanie nadpodaży drobiu i jaj, wprowadzanie nowych przepisów prawa np. o uciążliwości zapachowej, które zablokują możliwość rozwoju ferm, i utrudnienia na rynku rosyjskim z powodu obowiązującego embarga. W związku z tym niski stopień specjalizacji, niska wydajność zakładów produkcyjnych, niska rentowność czy też rozdrobnienie produkcji mogą stanowić zagrożenie dla omawianej branży zarówno w skali lokalnej, jak i całego kraju.

### 3.3. Analiza sytuacyjna Grupy Kapitałowej Indykpol S.A.

Indykpol S.A. jest liderem Grupy Kapitałowej zajmującej się produkcją mięsa i przetwórstwem drobiu: indyków, gęsi i kurcząt. Według danych na stronie internetowej spółki jest ona największym w Polsce producentem mięsa i przetwórstwa indyczego oraz posiada 20% udziałów w tym segmencie rynku [www 2]. Dodatkowo spółka jest najbardziej rozwiniętą krajową organizacją specjalizującą się w hodowli i przemysłowym tuczu indyków, sprzedaży hurtowej i detalicznej tuszek, elementów z drobiu, mięsa indyczego i jego przetworów [www 3]. Zakres działania grupy obejmuje zarówno rynek krajowy, jak

i rynki zagraniczne, a w szczególności rynki Unii Europejskiej oraz Ukrainy czy Hongkongu. W skład Grupy Kapitałowej wchodzi Indykpol S.A. oraz spółki zależne, które przedstawiono na rys. 1.



**Rys. 1.** Skład Grupy Kapitałowej Indykpol S.A.

Źródło: Opracowanie własne.

Strategia rozwoju Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. opiera się na zasadach marketingowych, które uwzględniają przede wszystkim potrzeby i oczekiwania klientów oraz stały wzrost potencjału produkcyjnego i tworzenia pionowo zintegrowanej organizacji. Działania w celu realizacji wymienionych strategii polegają na ciągłym doskonaleniu np. poprzez rozbudowanie zakładu w Olsztynie, zwiększenie wydajności przy jednoczesnej poprawie jakości wytworzonych produktów, rozwinięcie własnej bazy surowcowej – własne fermy, orientację na klienta, ulepszanie produktów finalnych, tj. kulinarnego i przerobowego mięsa indyczego i wyrobów z niego wytworzonych.

Z kolei akcjonariat Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. przedstawiono w tabeli 2.

**Tabela 2.** Struktura akcjonariatu Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. na dzień 14.01.2016

| Struktura akcjonariatu (powyżej 5%)   | Liczba głosów | Akcyonariat wg liczby głosów | Akcyonariat wg liczby akcji |
|---|---------------|------------------------------|-----------------------------|
| 1. Rolmex S.A.  | 4 897 629     | 73,12 %                      | 57,74 %                     |
| 2. Warmińsko-Mazurski Handel Międzynarodowy Sp. z o.o. (podmiot zależny od Rolmex S.A.) | 634 416       | 9,47 %                       | 4,94 %                      |
| 3. Nationale-Nederlanden OFE  | 390 000       | 5,82 %                       | 12,48 %                     |
| 4. Pozostali  | 775 955       | 11,59 %                      | 24,84 %                     |

Źródło: [www 4].



Jak wynika z tabeli 2, głównym inwestorem strategicznym, a zarazem największym udziałowcem w Grupie Kapitałowej Indykpol S.A. jest Rolmex S.A. Jest to jedna z pierwszych spółek handlowych z przewagą kapitału prywatnego powstałych w Polsce po 1945 r. Od początku firma rozwija swoją działalność zarówno na rynku polskim, jak i międzynarodowym. Spółka zajmuje się produkcją gęsi, eksportem drobiu do krajów europejskich i azjatyckich, a także importem i dystrybucją wysokiej jakości wina. Rolmex S.A. skupia się na umocnieniu pozycji w handlu i wdrażaniu nowych pomysłów biznesowych w odpowiedzi na potrzeby rynku [www 5].

Mocne i słabe strony oraz szanse i zagrożenia Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. przedstawiono w tabeli 3.

**Tabela 3.** Analiza SWOT Grupy Kapitałowej Indykpol S.A.

| Mocne strony  | Słabe strony  |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>– wysoka jakość oferowanych produktów spółki,</li> <li>– pozycja lidera na rynku mięsa indyczego w kraju,</li> <li>– orientacja na klienta,</li> <li>– zabezpieczenie części surowca przez posiadanie własnych ferm drobiu,</li> <li>– ciągły rozwój technologiczny,</li> <li>– specjalistyczny system gwarantujący bezpieczeństwo i jakość wyrobów: BRC*, IFS** i QAFP***,</li> <li>– nowoczesne linie technologiczne do uboju, schładzania powietrza i dzielenia drobiu</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– wysokie zaopatrzenie na kapitał w celu kontynuacji inwestycji,</li> <li>– trudności ze ściąganiem należności od odbiorców</li> </ul>   |
| Szanse  | Zagrożenie  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>– możliwość dalszej sprzedaży wyrobów na rynek unijny,</li> <li>– możliwość prowadzenia działalności gospodarczej na terenie Warmińsko-Mazurskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej,</li> <li>– promocja produktów oraz dbałość o wizerunek spółki,</li> <li>– ciągłe doskonalenie zawodowe kadry kierowniczej i pracowników</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>– rosnąca konkurencja,</li> <li>– ryzyko zmian preferencji konsumentów,</li> <li>– możliwość spadku cen żywca indyczego,</li> <li>– ryzyko związane z rozprzestrzenieniem się ptasiej grypy</li> </ul> |

\* BRC – British Retail Consortium.

\*\* IFS – International Food Standard.

\*\*\* QAFP – System Gwarantowania Jakości Żywności.

Źródło: Opracowanie własne.

### 3.4. Analiza finansowa Grupy Kapitałowej Indykpol S.A.

Analiza rentowności, płynności finansowej oraz zadłużenia Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 będzie przeprowadzona na podstawie danych zawartych w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym, a nie na podstawie informacji zawartych w pojedynczych sprawozdaniach jednostek wchodzących w skład Grupy Kapitałowej.

Kształtowanie się wskaźnika rentowności sprzedaży, majątku i kapitału własnego Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. przedstawiono w tabeli 4.

**Tabela 4.** Wskaźnik rentowności sprzedaży, majątku i kapitału własnego Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 (w %)

| Wyszczególnienie                             | 2013 | 2014  | 2015  |
|--|------|-------|-------|
| Wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS)         | 0,21 | 1,70  | 2,01  |
| Wskaźnik rentowności majątku (ROA)           | 0,48 | 4,32  | 5,05  |
| Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) | 1,30 | 10,59 | 12,14 |

Źródło: Opracowanie własne.

Wskaźnik rentowności sprzedaży, aktywów oraz kapitału własnego w Grupie Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 przedstawiał tendencję systematycznie rosnącą. Trend ten był spowodowany wzrostem zysku netto oraz przychodów ze sprzedaży, co mogło być wynikiem poprawy skuteczności strategii cenowej. Wzrost wskaźnika rentowności handlowej w 2015 r. w porównaniu do lat ubiegłych oznacza poprawę efektywności działania Grupy Kapitałowej Indykpol S.A., co należy ocenić pozytywnie. Również wskaźnik rentowności majątku w badanych latach przedstawiał tendencję systematycznie rosnącą. Wzrost tego wskaźnika był spowodowany znaczącym wzrostem zysku netto, gdyż wartość majątku w rozpatrywanych latach była na podobnym poziomie. Przemiany we wskaźniku rentowności ekonomicznej w 2015 r. w stosunku do lat 2013-2014 zasługują na ocenę pozytywną, gdyż świadczą o zwiększeniu efektywności gospodarowania majątkiem oraz poprawie kondycji finansowej Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. Wskaźnik rentowności kapitału własnego, podobnie jak poprzednie analizowane wskaźniki rentowności, również przedstawiał tendencję systematycznie rosnącą. Trend ten wynikał ze wzrostu rentowności aktywów oraz zmian w strukturze kapitału związanych ze wzrostem udziału kapitału własnego, co oznacza umocnienie pozycji Grupy Kapitałowej Indykpol S.A.

Kolejnymi wskaźnikami przedstawiającymi kształtowanie się zmian w sytuacji finansowej Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 są wskaźniki płynności finansowej, które zostały zaprezentowane w tabeli 5.

**Tabela 5.** Wskaźniki płynności finansowej Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015

| Wyszczególnienie                              | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|------|------|------|
| Wskaźnik bieżącej płynności finansowej (razy) | 1,24 | 2,02 | 2,01 |
| Wskaźnik szybkiej płynności finansowej (razy) | 0,80 | 1,34 | 1,33 |
| Wskaźnik środków pieniężnych (razy)           | 0,05 | 0,04 | 0,03 |

Źródło: Opracowanie własne.

Z obliczeń wynika, że wskaźniki płynności finansowej Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. przedstawiają tendencje nieregularne, z wyjątkiem wskaźnika środków pieniężnych, który przedstawia tendencję malejącą. Wskaźnik bieżącej płynności w Grupie Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 przedstawiał tendencje nieregularne. Wskaźnik ten w badanym okresie kształtował się w przedziale 1,24-2,02 raza. W 2013 r. wskaźnik bieżącej płynności finansowej znajdował się poniżej normy teoretycznej, a w latach 2014-2015 powyżej tej normy. Granica normy teoretycznej dla wskaźnika bieżącej płynności finansowej wynosi 1,5-2,0 razy. Oznacza to, że w 2013 r. Grupa Kapitałowa Indykpol S.A. borykała się z trudnościami w zakresie pełnego i terminowego regulowania swoich zobowiązań. Z kolei w latach 2014-2015 jednostka niepotrzebnie przechowywała zbyt dużo środków finansowych i miała trudności ze ściąganiem należności. Zarówno wysoki, jak i niski poziom bieżącej płynności finansowej powinny stanowić przesłankę do poszukiwania przyczyn takiego zjawiska. Poziom szybkiej płynności w Grupie Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 charakteryzował się tendencją nieregularną oraz znajdował się w granicach 0,80-1,34 raza, przy czym najwyższy poziom analizowanego zjawiska przypada na 2014 r. Oznacza to, że w 2013 r. badana Grupa miała trudności płatnicze, co mogły spowodować przeterminowane zobowiązania oraz związane z nimi odsetki za zwłokę. Z kolei w latach 2014-2015 Grupa Kapitałowa Indykpol S.A. miała pełną możliwość spłaty zobowiązań krótkoterminowych z łatwo osiągalnych środków płatniczych. Wysokie różnice w poziomie wskaźnika bieżącej płynności finansowej i wskaźnika szybkiej płynności finansowej w badanej jednostce w latach 2013-2015 informują o znacznym zamrożeniu środków w zapasach, co jest symptomem negatywnym. Wskaźnik środków pieniężnych w latach 2013-2015 przedstawiał tendencję malejącą, co informuje o osłabieniu płynności jednostki.

Ostatnimi analizowanymi wskaźnikami sytuacji finansowej Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. są wskaźniki zadłużenia, które przedstawiono w tabeli 6.

**Tabela 6.** Wskaźniki zadłużenia Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015

| Wyszczególnienie                             | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|------|------|------|
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia (razy)          | 0,63 | 0,59 | 0,58 |
| Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (razy) | 1,69 | 1,45 | 1,40 |
| Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (razy)  | 0,21 | 0,34 | 0,32 |
| Wskaźnik samofinansowania (razy)             | 0,59 | 0,69 | 0,71 |
| Mnożnik kapitału (złoty)                     | 2,69 | 2,45 | 2,40 |

Źródło: Opracowanie własne.

Wskaźniki zadłużenia w Grupie Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 przedstawiały różnokierunkowe tendencje. Wskaźnik ogólnego zadłużenia w rozpatrywanej Grupie znajdował się w granicach normy teoretycznej (0,57-0,67 raza). Z tego względu ten najpowszechniejszy sposób pomiaru ogólnego zadłużenia wskazywałby na fakt, że Grupa Kapitałowa Indykpol S.A. posiada zdolności do spłaty długu. Uzupełniającym wskaźnikiem oceny ogólnego zadłużenia jest relacja kapitału obcego do kapitału własnego. Poziom tego wskaźnika w badanej jednostce w latach 2013-2015 przedstawia tendencję malejącą, lecz na wysokim poziomie, co jest zjawiskiem negatywnym. Wysoki poziom wskaźnika zadłużenia kapitału własnego obrazuje przede wszystkim, że Grupa Kapitałowa Indykpol S.A. finansuje swoją działalność głównie przy udziale kapitałów obcych. Oznacza to, że analizowana jednostka prowadzi w dużej mierze działalność na obce ryzyko, co potwierdza wskaźnik samofinansowania. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego przedstawiał w latach 2013-2015 tendencję nieregularną oraz znajdował się na poziomie 0,21-0,34 raza, co oznacza, że rozpatrywana Grupa nie jest poważnie zadłużona. Wielkość mnożnika kapitału w badanych latach przedstawiała, że wartość aktywów przypadająca na każdą złotówkę kapitału własnego wynosiła odpowiednio: 2,69 zł; 2,45 zł i 2,40 zł.

### 3.5. Wycena Grupy Kapitałowej Indykpol S.A.

Ostatnim etapem w analizie fundamentalnej Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. jest wycena porównawcza. Prezentują ją dane w tabeli 7.

**Tabela 7.** Wycena akcji Grupy Kapitałowej Indykpol S.A.

| Lata   | 2015        |             | 2016 P      |             | 2017 P       |              |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|  | P/E         | EV/EBITDA   | P/E         | EV/EBITDA   | P/E          | EV/EBITDA    |
| <b>Indykpol S.A.</b>                                   | 7,43        | 6,72        | 4,84        | 5,41        | 3,73         | 4,65         |
| Spółki porównywalne do spółki Indykpol S.A.            |             |             |             |             |              |              |
| Gobarto S.A.   | 12,31       | 6,33        | 15,00       | 7,63        | 21,92        | 9,47         |
| Kania S.A.   | 7,15        | 3,83        | 5,32        | 2,92        | 4,30         | 2,4          |
| Tarczyński S.A.  | 6,76        | 4,86        | 5,88        | 4,09        | 4,95         | 3,51         |
| <b>Średnia spółek:</b>                                 | <b>8,74</b> | <b>5,01</b> | <b>8,73</b> | <b>4,88</b> | <b>10,39</b> | <b>5,13</b>  |
| Dyskonto/Premia Indykpol S.A.                          | 0,41        | 0,26        | 0,72        | 0,56        | 1,11         | 0,85         |
| <b>Cena akcji Indykpol S.A.</b>                        |             |             |             |             |              | <b>58,30</b> |
| Średnia spółek/Indykpol S.A.                           | 1,18        | 0,75        | 1,80        | 0,90        | 2,79         | 1,10         |
| Wycena cząstkowa Indykpol S.A.                         | 68,58       | 43,46       | 105,16      | 52,59       | 162,40       | 64,32        |
| <b>Waga</b>  | <b>20%</b>  |             | <b>40%</b>  |             | <b>40%</b>   |              |
| <b>Ostateczna wycena na akcję spółki Indykpol S.A.</b> |             |             |             |             |              | <b>88,10</b> |

Źródło: Opracowanie własne.

Z zaprezentowanej w tabeli 7 wyceny porównawczej Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. wynika, że wycena akcji Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. powinna wynosić 88,10 zł. Oznacza to, że akcje Grupy są niedowartościowane.

## Podsumowanie

Analiza fundamentalna została przeprowadzona dla Grupy Kapitałowej Indykpol S.A., która ujawnia w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym aktywa biologiczne. Badana jednostka zakwalifikowała aktywa biologiczne jako podgrupę zapasów w aktywach obrotowych. W związku z tym Grupa zastosowała model wyceny wg cen nabycia lub kosztu wytworzenia. Warto również zaznaczyć, że Grupa Kapitałowa Indykpol S.A. w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym ujęła w *Informacji dodatkowej* w części dotyczącej zapasów podział aktywów biologicznych wg przeznaczenia i stopnia dojrzałości.

Analiza finansowa została wykonana na skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych za lata 2013-2015. W ramach analizy obliczono i zinterpretowano następujące wskaźniki: rentowności, płynności oraz zadłużenia.

Analiza rentowności sprzedaży, majątku i kapitału własnego Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. w 2015 r. w porównaniu do lat 2013-2014 wykazała poprawę efektywności działania, zwiększenie efektywności gospodarowania majątkiem, poprawę kondycji finansowej oraz umocnienie pozycji na rynku badanej Grupy. Z kolei w analizie płynności finansowej Grupy Kapitałowej Indykpol

S.A. w 2013 r. zaobserwowano trudności w zakresie pełnego i terminowego regulowania swoich zobowiązań, trudności płatnicze, co mogły spowodować przeterminowane zobowiązania oraz związane z nimi odsetki za zwłokę. Natomiast w latach 2014-2015 analizowana jednostka niepotrzebnie przechowywała zbyt dużo środków finansowych oraz miała trudności ze ściąganiem należności i pełną możliwość spłaty zobowiązań krótkoterminowych z łatwo osiągalnych środków płatniczych. Niemniej jednak wysoki, jak i niski poziom płynności finansowej powinien stanowić przesłankę do poszukiwania przyczyny takiego zjawiska. Ostatnimi rozpatrywanymi wskaźnikami w Grupie Kapitałowej Indykpol S.A. w latach 2013-2015 są wskaźniki zadłużenia. Pokazywały one, że badana Grupa w 2015 r. w porównaniu do lat poprzednich miała zdolność do spłaty długu, finansowała swoją działalność głównie przy udziale kapitałów obcych, czyli prowadziła w dużej mierze działalność na obce ryzyko, nie była poważnie zadłużona oraz wartość aktywów przypadająca na każdą złotówkę kapitału własnego wynosiła odpowiednio: 2,69 zł; 2,45 zł i 2,40 zł.

Wycena akcji Grupy Kapitałowej Indykpol S.A. obliczona metodą porównawczą wykazała, że akcje Grupy są niedowartościowane.

Reasumując, z analizy fundamentalnej przeprowadzonej na Grupie Kapitałowej Indykpol S.A., która ujawniła w swoim skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym aktywa biologiczne jako podgrupę zapasów w aktywach obrotowych, wynika, że tak przedstawione aktywa biologiczne w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym wpływają na ocenę sytuacji finansowej Grupy, co potwierdza wskaźnik płynności finansowej. Powoduje to, że inwestor może błędnie zinterpretować wskaźniki finansowe jednostki, a w szczególności płynność finansową.

## Literatura

- Argilés J., Aliberch A., Blandón J. (2012), *A Comparative Study of Difficulties in Accounting Preparation and Judgement in Agriculture Using Fair Value and Historical Cost for Biological Assets Valuation*, „Revista de Contabilidad”, Vol. 15, No. 1.
- Bohušová H., Svoboda P. (2011), *What Does the Implementation of IFRS for Smes Bring for Agricultural Enterprises?* „Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis”, Vol. LIX, No. 7.
- Czerwińska-Kayzer D., Bieniasz A. (2011), *Klasyfikacja aktywów pochodzenia rolniczego według MSR 41 Rolnictwo*, „Journal of Agribusiness and Rural Development”, No. 4(22).

- Czerwińska-Kayzer D., Bieniasz A., Gołaś Z. (2011), *Klasyfikacja i prezentacja aktywów rolniczych w sprawozdaniu finansowym według polskich i międzynarodowych regulacji rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 64(120).
- Gwizdała J. (2006), *Rola analizy fundamentalnej jako narzędzia decyzyjnego w inwestycjach kapitałowych*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Współczesne Problemy Analizy Ekonomicznej”, nr 1.
- Jajuga K. (2015), *Osiemdziesiąt lat analizy fundamentalnej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 862, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 75.
- Kiziukiewicz T. (2009), *Prezentacja i ujawnianie informacji w sprawozdaniach finansowych jednostek rolniczych* [w:] T. Kiziukiewicz (red.), *MSR 41. Rolnictwo*, Difin, Warszawa.
- Lev B., Thiagarajan S.R. (1993), *Fundamental Information Analysis*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 31, No. 2.
- Łukasik G. (2007), *Rola analizy fundamentalnej w ocenie pozycji przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym* [w:] G. Łukasik (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice.
- Nadolna B. (2006), *Wycena i prezentacja w sprawozdaniach finansowych aktywów biologicznych według MSR 41 „Rolnictwo”* [w:] Z. Messner (red.), *Standardy rachunkowości wobec wyzwań współczesnej gospodarki. Tom 2. Analiza standardów rachunkowości*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach.
- Nadolna B., Rydzewska-Włodarczyk M. (2009), *Księgowe ujęcie aktywów biologicznych*, „Folia Pomeranae Universitatis Technologiae Stetinensis Oeconomica”, nr 275(57).
- Pasula K. (2015a), *Prezentacja i zasady ujawnienia informacji o aktywach biologicznych w sprawozdaniu finansowym według MSSF dla małych i średnich przedsiębiorstw* [w:] M. Olkiewicz, M. Drewniak (red.), *Polskie uczelnie podążające w kierunku światowej potęgi naukowej*, Wydawnictwo Mateusz Weiland Network Solutions, Słupsk.
- Pasula K. (2015b), *Klasyfikacja i wycena aktywów związanych z działalnością rolniczą według MSSF dla małych i średnich przedsiębiorstw* [w:] H. Buk, M. Łada (red.), „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” nr 245.
- Richardson S., Tuna I., Wysocki P. (2010), *Accounting Anomalies and Fundamental Analysis: A Review of Recent Research Advances*, „Journal of Accounting and Economics”, No. 50.
- Ritchie J.C. (1997), *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa.
- Wasyłkowska M. (2013), *Ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metod analizy fundamentalnej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 760, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 59.
- Wszelaki A. (2011), *Dylematy ujmowania aktywów biologicznych na gruncie prawa bilansowego i Międzynarodowych Standardów Rachunkowości* [w:] A.M. Kostur (red.), *Problemy harmonizacji rachunkowości*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 73.

Akty prawne

International Financial Reporting Standard for Small and Medium-sized Entities (IFRS for SMEs) (2015), IFRS Foundation, London.

Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (2016), A. Helin i in. (red.), SKwP, Krajowa Izba Biegłych Rewidentów, Warszawa.

Witryny internetowe

[www 1] <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rachunki-narodowe/kwartalne-rachunki-narodowe/szybki-szacunek-produktu-krajowego-brutto-za-iv-kwartal-2016-r-,1,16.html> (dostęp: 26.02.2017).

[www 2] <https://www.indykpole.pl/> (dostęp: 7.03.2017).

[www 3] [https://www.indykpole.pl/O\\_firmie/Kategoria/15\\_kim\\_jestesmy.html](https://www.indykpole.pl/O_firmie/Kategoria/15_kim_jestesmy.html) (dostęp: 7.03.2017).

[www 4] [https://www.indykpole.pl/Relacje\\_inwestorskie/Spolka.html](https://www.indykpole.pl/Relacje_inwestorskie/Spolka.html) (dostęp: 24.07.2016).

[www 5] <http://rolmexsa.pl/o-firmie/> (dostęp: 25.07.2016).

**FUNDAMENTAL ANALYSIS OF INDYKPOL S.A. AS AN EXAMPLE  
OF VALUATION OF BIOLOGICAL ASSETS AT HISTORICAL COST**

**Summary:** Fundamental analysis of agricultural companies, which is characterized by diversity and complexity of economic events is difficult to conduct by investors. The main assets of agricultural companies are biological assets, which should be properly classified, because they affect the choice of the measurement method and assessment of company performance. The aim of the article is to present a fundamental analysis of Indykpol S.A. as an example of the valuation of biological assets at historical cost.

**Keywords:** fundamental analysis, biological assets, historical cost.