

Anna Zielińska-Chmielewska

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

e-mail: anna.zielinska@ue.poznan.pl

OCENA POZIOMU RENTOWNOŚCI I STOSOWANYCH STRATEGII RENTOWNOŚCI GIELDOWYCH SPÓŁEK MIĘSNYCH W POLSCE

ASSESSMENT OF THE PROFITABILITY LEVEL AND PROFITABILITY STRATEGIES OF STOCK MEAT ENTERPRISES IN POLAND

DOI: 10.15611/pn.2017.487.31

JEL Classification: D22, D24, G32, M21, Q14

Streszczenie: Celem artykułu jest identyfikacja, pomiar i ocena poziomu rentowności badanych zakładów mięsnych w Polsce w latach 2010-2015. W opracowaniu wykorzystano metody analizy finansowej, a w szczególności indywidualnie dobrany zestaw wskaźników księgowych dopasowany do specyfiki podmiotów krajowego rynku mięsa. Ze względu na konieczność utworzenia pełnego i nieprzerwanego ciągu danych finansowych pochodzących ze sprawozdań finansowych korzystano z dwóch źródeł danych: Monitora Polskie B w okresie 2010-2013 oraz Krajowy Rejestr Sądowy w okresie 2014-2015. Opracowanie wykazało, że zróżnicowanie realizowanych strategii w obszarze rentowności uzależnione jest od poziomu wypracowanego zysku netto i osiągniętej rentowności kapitału własnego, co ma wpływ na efektywność działania badanych zakładów. Wyższy poziom i skala produkcji spółek mięsnych może być uzasadnieniem wyższej ekspozycji na ryzyko prowadzonej działalności. Wyniki analizy wskazują na zasadność prowadzenia dalszych prac w tym zakresie.

Słowa kluczowe: rentowność, strategie rentowności, efektywność, zakłady mięsne, Polska.

Summary: This article aims to identify, measure and assess the profitability of analyzed stock meat enterprises acting in Poland in the period 2010-2015. In the study the method of financial analysis, in particular with individually selected set of financial profitability indicators tailored to the inland meat processing entities was used. Due to the fact to have a complete, full and uninterrupted set of financial data from financial statements, two sources of data collection was used: Polish Monitor B in the period 2010-2013 and the National Court Register in the period 2014-2015. The study shows that the diversity of the used strategies of profitability of the analyzed stock enterprises depended on the achieved level of its profitability and return on equity, which affects their efficiency. In addition, a higher level and scale of production of meat processing enterprises can be used to justify higher exposure to the risk of their business. The results of the analysis indicate the advisability of further work in this area.

Keywords: profitability, strategies of profitability, efficiency, meat processing enterprises, Poland.

1. Wstęp

Podmioty gospodarcze prowadzące działalność gospodarczą na rynku mięsa narażone są na typowe dla tej branży sytuacje. Rynki trzody chlewnej i bydła są rynkami podlegającymi cyklicznym i sezonowym wahaniom cen, charakteryzującymi się wysoką elastycznością cenową podaży oraz niską elastycznością cenową popytu konsumpcyjnego. Ta charakterystyczna zmienność cenowa powoduje dużą ryzykowność branży, co wywołuje potrzebę stosowania różnorodnych metod zabezpieczania cen surowców na określonym poziomie i przyczynia się do kształtowania poziomu rentowności przedsiębiorstw.

Specyfika produkcji mięsnej, jej uwarunkowania ekonomiczne, a w szczególności zmienność cen surowców oraz niestabilność sytuacji rynkowej powodują, że podmioty na rynku mięsa poszukują optymalnych rozwiązań umożliwiających ograniczanie ryzyka prowadzonej działalności, a tym samym stabilizowanie dochodów w długim okresie. Polski rynek mięsa charakteryzuje się dużym potencjałem oraz wysoką pozycją wśród innych działów gospodarki krajowej. Podmioty na rynku mięsa działają w warunkach dużej ekspozycji na wiele rodzajów ryzyka, w tym na ryzyko ekonomiczne i produkcyjne. Racjonalne zarządzanie zakładami przemysłu mięsnego wymaga przeprowadzenia m.in. analizy poziomu ryzyka działalności gospodarczej w celu oceny efektywności ich działania [Tarczyński, Mojsiewicz 2001; Sierpińska, Jachna 1997; Ostaszewski 1994].

Celem artykułu jest identyfikacja, pomiar i ocena poziomu rentowności badanych zakładów mięsnych w Polsce w latach 2010-2015.

Ze względu na przedmiot analizy wyjaśnienia wymaga kilka używanych w tekście pojęć.

Po pierwsze, sytuacja finansowa jest definiowana jako stan finansowy podmiotu gospodarczego, wyrażający jego wypłacalność i zdolność do generowania zysków oraz powiększania jego zasobów majątkowo-kapitałowych [Kowalak 2003; Krzemińska 2005; Kusak 2006; Michalski 2005; Wojciechowska 2001]. A zatem można powiedzieć, że sytuacja finansowa przedsiębiorstwa jest rezultatem podjętych przezeń wszelakich decyzji gospodarczych, a także związanych z nimi szans wzrostu i rozwoju [Siemińska 2002] oraz odzwierciedla jego pozycję finansową.

Po drugie, strategia finansowania polega na doborze źródeł kapitału do finansowania prowadzonej działalności i nie powinna być utożsamiana z pojęciem strategii finansowej, które jest szersze i polega na doborze form finansowania działalności podmiotów w gospodarce wolnorynkowej.

Po trzecie, rentowność jest miarą efektywności gospodarowania i obliczana jest jako stosunek zysku do danej wielkości finansowej, której rentowność jest wyznaczana.

Po czwarte, zakłady przetwórstwa mięsnego to podmioty działające na rynku mięsa, które według Polskiej Klasyfikacji Działalności [www.stat.gov.pl/klasyfikacje/pkd_07] zajmują się: przetwarzaniem i konserwowaniem mięsa z wyłączeniem mięsa z drobiu (PKD 10.11), przetwarzaniem i konserwowaniem mięsa z drobiu (PKD 10.12), produkcją wyrobów z mięsa z włączeniem wyrobów z mięsa drobiowego (PKD 10.13).

W artykule podjęto próbę identyfikacji, pomiaru i oceny poziomu rentowności wszystkich giełdowych spółek mięsnych notowanych na warszawskim parkiecie giełdowym w latach 2010-2015. Niniejszy artykuł jest rozwinięciem, rozszerzeniem i pogłębieniem prowadzonych analiz w latach 2013-2016 z zakresu pomiaru i oceny efektywności działania podmiotów branży mięsnej w Polsce, wpisuje się w kompleksowe badania nad specyfiką i zróżnicowaniem poziomu efektywności podmiotów przetwórstwa mięsnego w Polsce.

W pracy postawiono hipotezę badawczą, że realizowana przez zakład mięsny strategia finansowania w zakresie rentowności jest uzależniona od poziomu rentowności kapitału własnego, co ma wpływ na efektywność działania badanych przedsiębiorstw.

2. Materiał i badania

W artykule badaniem objęto cztery¹ podmioty gospodarcze: Gobarto SA (dawniej Duda SA), Indykpol SA, Kania SA, Tarczyński SA. Dobór podmiotów do badania był celowy i wynikał z konieczności pozyskania wiarygodnych i kompletnych danych finansowych wszystkich podmiotów dostępnych w całym okresie badawczym. Kryterium doboru zakładów był: a) polski kapitał zakładów, b) przemysłowy przerób surowca rzeźnego², c) ciągłość danych finansowych w analizowanym okresie, d) zgoda podmiotów na wykorzystanie ich danych do analiz niniejszego opracowania.

Zastosowane w artykule wskaźniki księgowe służące pomiarowi rentowności należą do najpowszechniej stosowanych metod pomiaru efektywności w analizie wskaźnikowej. Efektywność księgowa to relacja między przychodami i kosztami, koncentruje się przede wszystkim na pomiarze rentowności na różnych poziomach

¹ W latach 2010-2015 na GPW odnotowano pięć spółek mięsnych: Gobarto SA (przed 10.10.2016 pod nazwą Duda SA), Indykpol SA, Kania SA, Tarczyński SA, Polskie Mięso SA. Do analiz nie wykorzystano spółki Polskie Mięso SA, gdyż niemożliwe byłoby przeprowadzenie analizy porównawczej między badanymi spółkami ze względu na fakt, że Polskie Mięso SA pojawiło się na giełdowym parkiecie dopiero w 2015 roku, czyli w ostatnim roku sześcioletniej analizy.

² Klasyfikacja zakładów mięsnych: małe (do 7,5 tony przerobu surowca rzeźnego tygodniowo), średnie (do 20 ton) oraz duże (powyżej 20 ton), czyli na skalę przemysłową.

wyniku finansowego, odnosząc je do wielkości zaangażowanego kapitału i wartości aktywów. Wskaźniki księgowe oparte są na danych historycznych z wystandaryzowanych sprawozdań finansowych przedsiębiorstw, których rzetelność potwierdzona jest sporządzeniem przez niezależnego audytora. Szeroki zakres wskaźników księgowych powoduje, że do właściwej oceny efektywności przedsiębiorstwa wymagana jest jednoczesna ich interpretacja. Co więcej, przedsiębiorstwa stosują różne zasady i polityki rachunkowości, co powoduje, że dane należy interpretować przy wykorzystaniu informacji dodatkowych, szczególnie w przypadku spółek stosujących Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR) i Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF).

3. Analiza pomiaru poziomu rentowności i stosowanych strategii rentowności badanych zakładów mięsnych w Polsce

Na podstawie badań literatury skonstruowano trzy rodzaje strategii finansowania: strategię agresywną, umiarkowaną i konserwatywną.

Strategia agresywna, zwana także aktywną, dynamiczną, ryzykowną, charakteryzuje się wysokim stopniem wypracowania zysku operacyjnego z przychodów ze sprzedaży (ROP), wysokim stopniem wypracowania zysku operacyjnego po opodatkowaniu z kapitałów ogółem (ROI), wysokim stopniem wygenerowania zysku netto z przychodów netto ze sprzedaży produktów (ROS), wysokim stopniem wygenerowania zysku netto z aktywów ogółem (ROA), wysokim stopniem wygenerowania zysku netto z kapitału własnego (ROE), wysokimi efektami dźwigni operacyjnej i całkowitej, natomiast niskimi efektami dźwigni finansowej.

Tabela 1. Wyznaczniki strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa w obszarze rentowności

Wyszczególnienie	Rodzaj realizowanej strategii działania		
	agresywna	umiarkowana	konserwatywna
Stopień wypracowania zysku operacyjnego z przychodów ze sprzedaży (ROP)	wysoki	przeciętny	niski
Stopień wypracowania zysku operacyjnego po opodatkowaniu z kapitałów ogółem (ROI)	wysoki	przeciętny	niski
Stopień wygenerowania zysku netto z przychodów netto ze sprzedaży produktów (ROS)	wysoki	przeciętny	niski
Stopień wygenerowania zysku netto z aktywów ogółem (ROA)	wysoki	przeciętny	niski
Stopień wygenerowania zysku netto z kapitału własnego (ROE)	wysoki	przeciętny	niski
Efekty dźwigni operacyjnej	wysokie	umiarkowane	niskie
Efekty dźwigni finansowej	niskie	umiarkowane	wysokie
Efekty dźwigni całkowitej	wysokie	umiarkowane	niskie

Źródło: opracowanie i koncepcja własna na podstawie: [Bień 2011; Bragg 2010; Gołębiowski, Tłaczała 2009; Jaki 2012, s. 150-152].

Strategia umiarkowana, zwana inaczej strategią łagodną, harmonijną, elastyczną, mieszaną, odznacza się przeciętnym stopniem wypracowania zysku operacyjnego z przychodów ze sprzedaży (ROP), przeciętnym stopniem wypracowania zysku operacyjnego po opodatkowaniu z kapitałów ogółem (ROI), przeciętnym stopniem wygenerowania zysku netto z przychodów netto ze sprzedaży produktów (ROS), przeciętnym stopniem wygenerowania zysku netto z aktywów ogółem (ROA), przeciętnym stopniem wygenerowania zysku netto z kapitału własnego (ROE), a także przeciętnymi efektami dźwigni operacyjnej, finansowej i całkowitej.

Strategia konserwatywna, nazywana pasywną, zachowawczą, przetrwania, charakteryzuje się niskim stopniem wypracowania zysku operacyjnego z przychodów ze sprzedaży (ROP), niskim stopniem wypracowania zysku operacyjnego po opodatkowaniu z kapitałów ogółem (ROI), niskim stopniem wygenerowania zysku netto z przychodów netto ze sprzedaży produktów (ROS), niskim stopniem wygenerowania zysku netto z aktywów ogółem (ROA), niskim stopniem wygenerowania zysku netto z kapitału własnego (ROE), niskimi efektami dźwigni operacyjnej i całkowitej oraz wysokimi efektami dźwigni finansowej (tab. 1).

Z punktu widzenia oceny kondycji przedsiębiorstwa ważny jest mechanizm dźwigni operacyjnej, który zależy od rentowności sprzedaży oraz struktury kosztów. Wiąże się to z faktem, że po przekroczeniu progu rentowności zysk rośnie szybciej niż sprzedaż. Dodatkowo zysk rośnie tym szybciej, im większy jest udział kosztów stałych w całkowitym koszcie produkcji. Dźwignia operacyjna określa, w jakim stopniu jednoprocetowa zmiana przychodu ze sprzedaży wpływa na zmianę zysku operacyjnego przedsiębiorstwa.

W tabeli 2 przedstawiono względne³ księgowo wskaźników efektywności w badanych zakładach mięsnych.

Tabela 2. Zestawienie względnych księgowych wskaźników rentowności badanych zakładów mięsnych

Lp.	Nazwa wskaźnika rentowności	Objaśnienie wskaźnika rentowności	Średnie wartości branżowe
1	2	3	4
1	Rentowność operacyjna (ROP) = (zysk z działalności operacyjnej) / (przychody ze sprzedaży + pozostałe przychody operacyjne)	Wskaźnik rentowności operacyjnej mierzy relację między zyskiem (stratą) na całej działalności operacyjnej a sprzedażą w ujęciu wartościowym. Wskaźnik uwzględnia pozostałą działalność operacyjną w ocenie rentowności, a zatem podwyższa lub obniża rentowność podstawowej działalności operacyjnej częściowym wynikiem osiąganym na pozostałej działalności operacyjnej.	9,82

³ Względność księgowych wskaźników efektywności opiera się na założeniu, że bazują one na bilansowym zysku netto będącym podstawowym parametrem pomiaru.

Tabela 2, cd

1	2	3	4
2	Rentowność kapitału ogółem (ROI) = $\frac{\text{Zysk z działalności operacyjnej po opodatkowaniu}}{\text{kapitał ogółem}} \times 100\%$	Wskaźnik zwrotu z inwestycji mierzy efektywność działania przedsiębiorstwa, gdyż szacuje, na jaki zysk może liczyć przedsiębiorstwo inwestując 1 PLN. Dzięki uniwersalności i łatwości obliczania wskaźnika jest często stosowany do porównywania opłacalności kilku inwestycji i może być wyrażony procentowo bądź wartościowo.	im wyższa, tym lepiej
3	Rentowność sprzedaży netto (ROS) = $\frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów} + \text{pozostałe przychody operacyjne} + \text{przychody finansowe} + \text{zyski nadzwyczajne}} \times 100\%$	Wskaźnik rentowności sprzedaży określa, jak wiele zysku netto pozostaje w przedsiębiorstwie ze sprzedaży. Oznacza to, że dzięki wskaźnikowi można dowiedzieć się, jaki zysk przypada na każdy 1 PLN pozyskany ze sprzedaży. Wysokość wskaźnika w dużej mierze zależy od branży przedsiębiorstwa oraz od długości cyklu obrotowego i wielkości sprzedaży przedsiębiorstwa. Wysoka wartość ROS oznacza, że firma uzyskuje wysoką marżę na sprzedaży swoich produktów. Pozytywnym sygnałem jest zawsze tendencja wzrostowa wartości wskaźnika w kolejnych okresach.	14,45%
4	Rentowność aktywów (ROA) = $\frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100\%$	Wskaźnik rentowności aktywów, zwany także wskaźnikiem zyskowności majątku, informuje o zdolności przedsiębiorstwa do wypracowywania zysków i efektywności gospodarowania majątkiem. Wysoki poziom wskaźnika oraz przejawiana przez niego tendencja wzrostowa są pozytywnym sygnałem świadczącym o możliwościach rozwojowych przedsiębiorstwa.	im wyższa, tym lepiej
5	Rentowność kapitału własnego (ROE) = $\frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} \times 100\%$	Wskaźnik rentowności kapitału własnego, zwany też wskaźnikiem zyskowności kapitałów własnych, przedstawia, jak wiele zysku wygospodarowało przedsiębiorstwo z wniesionych kapitałów własnych. Pożądana wysokość wskaźnika przewyższa inflację, co oznacza, że warto lokować kapitał w danym przedsiębiorstwie. Utrzymująca się przez dłuższy okres ujemna wartość wskaźnika (tj. wartość niższa niż stopa inflacji) może sygnalizować zagrożenie upadłością.	13,96%
6	Stopień dźwigni operacyjnej (DOL) = $\frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{zysk z działalności operacyjnej}}$	Stopień dźwigni operacyjnej informuje o poziomie wpływu zmian wartości przychodów ze sprzedaży na zysk z działalności operacyjnej.	b.d.
7	Stopień dźwigni finansowej (DFL) = $\frac{\text{ROE} - \text{ROI}}{\text{ROI}}$	Stopień dźwigni finansowej informuje o poziomie kosztów obsługi zadłużenia, który ma wpływ na poziom rentowności przedsiębiorstwa. Dźwignia finansowa wyznacza opłacalność korzystania z kapitałów obcych w procesie finansowania działalności przedsiębiorstwa.	b.d.
8	Stopień dźwigni całkowitej (DCL) = $\text{DFL} \times \text{DOL}$	Informuje, o ile zmieni się ROE w wyniku zmiany przychodów netto ze sprzedaży o 1%, np. jeżeli stopień dźwigni całkowitej wynosi 3, to znaczy, że zmiana przychodów netto ze sprzedaży o 1% powoduje zmianę ROE o 3%.	b.d.

Źródło: opracowanie i koncepcja własna na podstawie: [Bień 2011; Bragg 2010; Gołębiowski, Tłaczała 2009; Jaki 2012, s. 150-152].

Z kolei, mechanizm dźwigni finansowej⁴ polega na wykorzystaniu właściwości kosztu kapitału obcego (oprocentowanie), który nie jest zależny ani od zysków, ani od bieżących wahań sprzedaży. Struktura kapitału finansującego przedsięwzięcie ma istotne znaczenie dla poziomu rentowności i ryzyka związanego z działalnością przedsiębiorstwa. Przyjmuje się, że kapitał obcy może być stosowany tylko w przypadku, gdy jego koszt jest niższy niż rentowność finansowanego przedsięwzięcia. Wówczas istnieje możliwość „podniesienia” zysków przedsiębiorstwa przez wykorzystanie mechanizmu dźwigni finansowej. Dźwignia finansowa określa zależność między zmianą wartości zysku operacyjnego a zmianą zysku netto. Celem finansowania działalności kapitałami obcymi jest zwiększenie efektywności gospodarowania, a w szczególności poprawa rentowności. Korzystanie z finansowania zewnętrznego jest uzasadnione wtedy, gdy rentowność kapitałów własnych jest wyższa przy wykorzystaniu kapitałów obcych. A zatem do określenia, czy poziom zadłużenia jest właściwy, służy wskaźnik dźwigni finansowej.

Natomiast dźwignia całkowita prezentuje zależność łączącą ze sobą wartość sprzedaży, zysku operacyjnego i zysku netto. Dźwignia całkowita jest iloczynem dźwigni operacyjnej i finansowej. Stopień dźwigni całkowitej ukazuje, w jakim stopniu wzrośnie wartość wypracowanego zysku netto przy uwzględnieniu zmiany wartości sprzedaży, przychodów i kosztów finansowych. Dźwignia całkowita definiuje stopień ryzyka operacyjnego i finansowego przedsiębiorstwa. Dźwignię można wykorzystać w procesie planowania zysku. Planowanie zysku to proces, który daje możliwość wyboru najbardziej satysfakcjonujących rozwiązań spośród możliwych wariantów wzrostu oraz zastosowania przedsięwzięć niezbędnych do uzyskania zamierzonych celów przedsiębiorstwa.

W artykule przeprowadzono identyfikację i pomiar poziomu rentowności oraz stosowanych strategii rentowności badanych zakładów mięsnych (tab. 1) przy wykorzystaniu odpowiednio dobranych miar i wskaźników finansowych (tab. 2). Identyfikacja i ocena finansowania działalności w obszarze rentowności wymagała przeprowadzenia obliczeń w zakresie stopnia wypracowania zysku operacyjnego z przychodów ze sprzedaży przy użyciu wskaźnika rentowności operacyjnej, zysku operacyjnego po opodatkowaniu z kapitałów ogółem przy użyciu wskaźnika rentowności kapitału ogółem, wygenerowania zysku netto z przychodów netto ze sprzedaży produktów przy użyciu wskaźnika rentowności sprzedaży netto, wygenerowania zysku netto z aktywów ogółem przy użyciu wskaźnika rentowności aktywów, wygenerowania zysku netto z kapitału własnego przy użyciu wskaźni-

⁴ Warto zauważyć, że efekt dźwigni finansowej jest wykorzystywany na rynku instrumentów pochodnych, co pozwala na zwiększanie potencjalnych zysków. Stąd też zawarcie transakcji kontraktu terminowego nie wymaga posiadania całości środków pieniężnych na jego pokrycie, tzn. w praktyce wymagane jest dysponowanie depozytem o wartości 5-15% wartości kontraktu. To powoduje, że inwestor o większej skłonności do ryzyka inwestując jedynie ułamek wartości kontraktu, nadal jest w stanie osiągać zyski i straty na takim poziomie, jakie by mógł osiągnąć, inwestując pełną kwotę w instrumenty bazowe [www.nbp.pl].

Tabela 3. Wskaźniki wszystkich giełdowych spółek mięsnych: Gobarto SA, Indykpol SA, Kania SA, Tarczyński SA w latach 2010-2015

Lata	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Średnia arytmetyczna
Duda SA / Gobarto SA							
Rentowność operacyjna (ROP)	3,90	3,26	0,53	2,02	1,88	1,88	2,24
Rentowność kapitału ogółem (ROI)	0,18	0,16	0,03	0,11	0,09	0,07	10,6
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	2,17	2,34	0,95	1,20	1,34	1,02	1,58
Rentowność aktywów (ROA)	4,04	5,12	2,67	3,25	3,29	2,06	2,60
Rentowność kapitału własnego (ROE)	10,24	11,19	6,07	6,63	6,21	4,00	5,17
Stopień dźwigni operacyjnej (DOL)	0,25	0,30	1,90	0,49	0,53	0,53	0,67
Stopień dźwigni finansowej (DFL)	0,54	0,70	1,81	0,58	0,70	0,53	0,20
Stopień dźwigni całkowitej (DTL)	0,13	0,21	3,43	0,28	0,37	0,28	0,36
Indykpol SA							
Rentowność operacyjna (ROP)	2,10	1,38	0,74	1,44	2,74	2,84	1,87
Rentowność kapitału ogółem (ROI)	0,10	0,08	0,05	0,09	0,17	0,17	0,11
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	0,62	0,88	0,34	0,21	1,70	2,01	0,84
Rentowność aktywów (ROA)	122	187	0,72	048	432	505	2,03
Rentowność kapitału własnego (ROE)	3,40	5,40	2,06	1,30	10,59	12,14	5,12
Stopień dźwigni operacyjnej (DOL)	0,47	0,72	1,35	0,69	0,36	0,35	0,65
Stopień dźwigni finansowej (DFL)	0,28	0,62	0,46	0,13	0,61	0,69	0,31
Stopień dźwigni całkowitej (DTL)	0,13	0,44	0,62	0,08	0,21	0,24	0,08
Kania SA							
Rentowność operacyjna (ROP)	2,22	5,20	3,41	3,90	5,69	6,10	4,42
Rentowność kapitału ogółem (ROI)	0,10	0,15	0,10	0,15	0,27	0,29	17,67
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	0,80	2,47	1,66	2,53	3,73	3,99	2,53
Rentowność aktywów (ROA)	1,26	2,58	1,79	3,59	6,38	6,79	3,73
Rentowność kapitału własnego (ROE)	3,62	7,23	4,77	9,99	17,81	18,55	10,32
Stopień dźwigni operacyjnej (DOL)	0,45	0,19	0,29	0,25	0,17	0,16	0,25
Stopień dźwigni finansowej (DFL)	0,32	0,34	0,46	0,47	0,63	0,64	0,47
Stopień dźwigni całkowitej (DTL)	0,14	0,06	0,13	0,11	0,10	0,10	0,10
Tarczyński SA							
Rentowność operacyjna (ROP)	6,38	2,54	5,49	3,86	4,37	5,94	4,76
Rentowność kapitału ogółem (ROI)	0,23	0,11	0,33	0,15	0,18	0,22	0,20
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	6,26	1,04	2,79	2,08	2,36	3,69	3,03
Rentowność aktywów (ROA)	8,87	6,54	4,57	2,82	3,03	4,81	5,10
Rentowność kapitału własnego (ROE)	23,05	4,25	16,59	8,07	9,49	13,98	12,57
Stopień dźwigni operacyjnej (DOL)	0,15	0,39	0,18	0,25	0,22	0,16	0,22
Stopień dźwigni finansowej (DFL)	0,97	0,39	0,49	0,52	0,53	0,61	0,58
Stopień dźwigni całkowitej (DTL)	0,14	0,15	0,08	0,13	0,11	0,09	0,11

Źródło: opracowanie własne na podstawie obliczeń z Monitorów Polskich „B”, specjalistycznej bazy danych finansowych EMIS Intelligence oraz sprawozdań finansowych w postaci bilansów, rachunków zysku i strat oraz przepływów pieniężnych badanych podmiotów notowanych na GPW w latach 2010-2015.

ka rentowności kapitału własnego, a także stopnia dźwigni finansowej wyliczonej na podstawie ilorazu różnicy wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE) i wskaźnika kapitału ogółem (ROI) względem wartości wskaźnika kapitału ogółem (ROI) (tab. 3). Po przeprowadzeniu kalkulacji ustalono dominujące strategie finansowe spółek (tab. 4) w oparciu o średnie wartości wskaźników sektorowych w okresie 2010-2015, a następnie sformułowano wnioski końcowe.

3.1. Wyniki badań

We wszystkich giełdowych spółkach mięsnych w latach 2010-2015 wartości wskaźnika rentowności operacyjnej (ROP) kształtowały się na zróżnicowanym, aczkolwiek zawsze dodatnim poziomie. W spółce Gobarto SA (wcześniej pod nazwą Duda SA) wskaźnik rentowności operacyjnej oscylował w przedziale od 0,53 (2012) do 3,90 (2010), w spółce Indykpol SA od 0,74 (2012) do 2,84 (2015), w spółce Kania SA od 2,22 (2012) do 6,10 (2015), a w zakładach Tarczyński SA od 2,54 (2011) do 6,38 (2010). W sześcioletnim okresie analizy najwyższe dodatnie wartości wskaźnika rentowności operacyjnej, mierzącego relację między zyskiem (stratą) na całej działalności operacyjnej a wielkością sprzedaży, wypracowała spółka Tarczyński SA (4,76 PLN), Kania SA (4,42 PLN), Gobarto SA (2,24 PLN) i Indykpol SA (1,84 PLN). W analizowanym okresie spółki Tarczyński SA i Kania SA prowadziły umiarkowane strategie działania w zakresie rentowności operacyjnej w ujęciu wartościowym. Z kolei Gobarto SA i Indykpol SA prowadziły konserwatywną politykę w tym zakresie, co oznaczało, że uzyskiwały niskie zwroty z podstawowej działalności operacyjnej.

We wszystkich giełdowych spółkach mięsnych w latach 2010-2015 wartość wskaźnika rentowności kapitału (ROI) kształtowała się na zróżnicowanym, aczkolwiek zawsze dodatnim poziomie. W spółce Gobarto SA wskaźnik rentowności kapitału ogółem oscylował w przedziale od 0,03 (2012) do 0,18 (2010), w spółce Indykpol SA od 0,05 (2012) do 0,17 (2014 i 2015), w spółce Kania SA od 0,10 (2010 i 2012) do 0,29 (2015), a w zakładach Tarczyński SA od 0,11 (2011) do 0,23 (2010). Największe dodatnie zwroty z kapitału własnego w sześcioletnim okresie analizy wypracował Tarczyński SA (ponad 20%), Kania SA (17,67%), Indykpol SA (11%) i Gobarto SA (dawniej Duda SA) 10,6%. W analizowanym okresie spółki Tarczyński SA i Kania SA prowadziły agresywną politykę działania w zakresie rentowności kapitału ogółem, natomiast Indykpol SA i Gobarto SA prowadziły umiarkowaną strategię działania w zakresie rentowności kapitałów własnych, co oznacza, że uzyskiwały przeciętne zwroty na kapitale ogółem.

We wszystkich giełdowych spółkach mięsnych w latach 2010-2015 wartość wskaźnika rentowności sprzedaży netto (ROS) kształtowała się na zróżnicowanym dodatnim, lecz również ujemnym poziomie. W spółce Gobarto SA wskaźnik rentowności sprzedaży netto znajdował się w przedziale od |0,95| w 2012 roku do 2,34 (2011), w spółce Indykpol SA od |0,34| w 2012 roku do 2,01 (2015), w spółce Kania SA od 0,80 (2010) do 3,99 (2015), z kolei w zakładzie Tarczyński SA od 1,04 (2011)

do 6,26 (2010). Najwyższe dodatnie zwroty ze sprzedaży netto w badanym sześcioletnim okresie analizy zaobserwowano w spółce Tarczyński SA na przeciętnym średniorocznym poziomie aż 303,67%, Kania SA na przeciętnym średniorocznym poziomie równym 197%, w Gobarto SA na średniorocznym poziomie 118%, Indykpol SA na poziomie 84,67%.

W analizowanym okresie spółki Gobarto SA, Indykpol SA, Kania SA i Tarczyński SA prowadziły agresywną politykę działania w zakresie rentowności sprzedaży netto, co oznacza, że uzyskiwały wysokie zwroty na sprzedaży wynikające z wysokiej marży sprzedaży swoich produktów na rynku krajowym i zagranicznym.

We wszystkich giełdowych spółkach mięsnych w latach 2010-2015 wartość wskaźnika rentowności aktywów (ROA) kształtowała się na zróżnicowanym dodatnim i ujemnym poziomie. W spółce Gobarto SA wskaźnik rentowności aktywów występował w przedziale od 2,06 (2015) do 5,12 (2011), w spółce Indykpol SA od |0,72| (2012) do 2,01 (2015), w spółce Kania SA od 1,26 (2010) do 6,79 (2015), a w zakładach Tarczyński SA od 2,82 (2013) do 8,87 (2010). Największe dodatnie zwroty z aktywów w tym sześcioletnim okresie analizy wypracował Tarczyński SA (5,10%), Kania SA (3,73%), Gobarto SA (2,60%) oraz Indykpol SA (2,03%).

W analizowanym okresie spółki Tarczyński SA, Kania SA, Gobarto SA, Indykpol SA prowadziły agresywną politykę, a Tarczyński SA konserwatywną strategię działania w zakresie rentowności aktywów, co oznacza, że uzyskiwały wysokie zwroty na aktywach, świadczące o dużych możliwościach rozwojowych spółek.

We wszystkich giełdowych spółkach mięsnych w latach 2010-2015 wartość wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE) kształtowała się na zróżnicowanym dodatnim i ujemnym poziomie. W spółce Gobarto SA wskaźnik rentowności kapitału własnego oscylował w przedziale od |6,07| w 2012 roku do 11,19 (2011), w spółce Indykpol SA od |2,06| w 2012 roku do 12,14 (2015), w spółce Kania SA od 3,62 (2010) do 18,55 (2015), a w zakładach Tarczyński SA od 4,25 (2011) do 23,05 (2010). Najwyższe dodatnie zwroty z kapitału własnego w sześcioletnim okresie analizy wypracował Tarczyński SA (12,57%), Kania SA (10,32%), Gobarto SA (5,36%) i Indykpol SA (5,12%). W analizowanym okresie Tarczyński SA prowadził agresywną politykę działania w zakresie zyskowności kapitałów własnych, natomiast Kania SA umiarkowaną strategię działania w zakresie zyskowności kapitałów własnych, z kolei Gobarto SA i Indykpol SA realizowały konserwatywną politykę działania, gdyż uzyskiwały znacznie niższe niż wyznaczone przez średnią branżową wartości wskaźnika ROE, zwroty na kapitale własnym.

We wszystkich giełdowych spółkach mięsnych w latach 2010-2015 stopień dźwigni operacyjnej kształtował się na zróżnicowanym dodatnim poziomie. W spółce Gobarto SA wartości dźwigni operacyjnej oscylowały w przedziale od 0,25 (2010) do 1,90 (2012), w spółce Indykpol SA od 0,35 (2015) do 1,35 (2012), w spółce Kania SA od 0,16 (2015) do 0,45 (2010), z kolei, w spółce Tarczyński SA od 0,15 (2010) do 0,39 (2011). Najwyższe dodatnie efekty dźwigni operacyjnej w sześcioletnim okresie analizy i równocześnie najwyższe wpływy zmian wartości

przychodów ze sprzedaży na zysk z działalności operacyjnej wypracowały: spółka Gobarto SA (0,67), po niej spółka Indykpol SA (0,65), a za nimi uplasowały się kolejne: Kania SA (0,25) i Tarczyński SA (0,22).

We wszystkich giełdowych spółkach mięsnych w latach 2010-2015 stopień dźwigni finansowej kształtował się na silnie zróżnicowanym dodatnim i ujemnym poziomie. W spółce Gobarto SA wartości dźwigni finansowej występowały w przedziale od |1,81| (2012) do 0,670 (2011; 2014), w spółce Indykpol SA od |0,46| (2012) do 0,69 (2015), w spółce Kania SA od 0,32 (2010) do 0,64 (2015), w spółce Tarczyński SA od 0,39 (2011) do 0,97 (2010). Najniższe dodatnie efekty dźwigni finansowej w sześcioletnim okresie analizy i równocześnie najniższe koszty obsługi zadłużenia wystąpiły w spółce Gobarto SA (0,20), Indykpol SA (0,31), Kania SA (0,47) i Tarczyński SA (0,58).

We wszystkich giełdowych spółkach mięsnych w latach 2010-2015 stopień dźwigni całkowitej kształtował się na silnie zróżnicowanym dodatnim i ujemnym poziomie. W spółce Gobarto SA wartości dźwigni całkowitej znajdowały się w przedziale od |3,43| (2012) do 0,36 (2015), w spółce Indykpol SA od |0,62| (2012) do 0,44 (2011), w spółce Kania SA od 0,06 (2011) do 0,14 (2010), w spółce Tarczyński SA od 0,08 (2012) do 0,15 (2011). Najwyższe dodatnie efekty dźwigni całkowitej w sześcioletnim okresie analizy i równocześnie największe zmiany w poziomie wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE) w wyniku zmiany poziomu przychodów netto ze sprzedaży o 1 PLN wystąpiły w spółce Gobarto SA (0,36), w spółce Tarczyński SA (0,11) i spółce Kania SA (0,10) oraz Indykpol SA (0,08).

Na podstawie uzyskanych wyników przedstawiono dominujące strategie działania badanych podmiotów w każdym z analizowanych obszarów działania (tab. 4).

Tabela 4. Dominujące strategie finansowe giełdowych spółek mięsnych w obszarze rentowności

Nazwa spółki	Wyszczególnienie analizowanych rodzajów rentowności				
	operacyjna	sprzedaży	kapitałów ogółem	aktywów	kapitałów własnych
Gobarto SA	konserwatywna	umiarkowane	agresywna	agresywna	konserwatywna
Indykpol SA	konserwatywna	umiarkowane	agresywna	agresywna	konserwatywna
Kania SA	umiarkowana	agresywne	agresywna	agresywna	umiarkowana
Tarczyński SA	umiarkowana	agresywne	agresywna	agresywna	agresywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników analizy.

W wyniku przeprowadzonych badań można stwierdzić, że giełdowe spółki mięsne prowadziły zróżnicowane strategie w obszarze rentowności. W latach 2010-2015 wszystkie cztery spółki prowadziły agresywną strategię rentowności aktywów oraz kapitałów ogółem. Gobarto SA i Indykpol SA charakteryzowały się konserwatywnymi strategiami rentowności operacyjnej i kapitałów własnych, a także umiarkowaną strategią rentowności sprzedaży. Spółka Kania SA i Tarczyński SA realizowały umiarkowaną strategię rentowności operacyjnej, agresywną strategię rentowności

sprzedaży i agresywną strategię rentowności kapitałów własnych (Tarczyński SA) oraz umiarkowaną strategię rentowności kapitałów własnych (Kania SA).

4. Podsumowanie

Reasumując można stwierdzić, że wielkość zakładów i zróżnicowanie dominujących obszarów produkcji (produkcja i przetwórstwo mięsa czerwonego: Tarczyński SA, Kania SA, Gobarto SA oraz produkcja i przetwórstwo mięsa białego: Indykpol SA) miały zasadniczy wpływ na rodzaj realizowanych polityk działania w zakresie rentowności. Wysokie poziomy rentowności i jednocześnie wysokie amplitudy zmienności rentowności są wynikiem zmian w poziomie produkcji i sprzedaży oraz cyklu obrotowego zakładów mięsnych. Przeprowadzona analiza wskazuje na wysoką ekspozycję na ryzyko analizowanych spółek, których efektywność działania w wysokim stopniu jest uzależniona od zdolności przedsiębiorstwa do wypracowania zysku netto przede wszystkim z kapitałów własnych, a także, choć w mniejszym stopniu, z każdego 1 PLN ze sprzedaży.

Celem artykułu była identyfikacja, pomiar i ocena poziomu rentowności badanych zakładów mięsnych oraz wskazanie dominujących strategii w obszarze rentowności. Cel opracowania został zrealizowany, a postawiona hipoteza badawcza pozytywnie zweryfikowana. Należy wskazać, że dążenie do uzyskania wysokiego poziomu rentowności musi być realizowane w ramach zabezpieczenia płynności, ponieważ utrzymanie płynności działania jest podstawą osiągania rentowności. Jednakże rentowność nie prowadzi do zapewnienia płynności. Na podstawie przeprowadzonych analiz obserwuje się, że płynność finansowa i rentowność są ze sobą współzależne i wpływają na sytuację finansową przedsiębiorstw. Dlatego otrzymane wyniki będą wykorzystane w dalszych analizach nad czynnikami wpływającymi na poziom rentowności przy użyciu istniejących oraz poczynionych modyfikacji miar w analizie ekonomicznej przedsiębiorstwa.

Literatura

- Bień W., 2011, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
- Bragg S., 2010, *Wskaźniki w analizie działalności przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna Grupa Wolters Kluwer, Warszawa.
- Gołębiowski G., Tłaczała A., 2009, *Analiza finansowa w teorii i w praktyce*, Difin, Warszawa.
- Jaki A., 2012, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, ZN Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie – Seria specjalna: Monografie, nr 215, s. 150-152.
- Kowalak R., 2003, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, ODDK, Gdańsk.
- Krzemińska D., 2005, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.
- Kusak A., 2006, *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.

- Michalski G., 2005, *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWN, Warszawa.
- Ostaszewski A., 1994, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 24.12.2007 w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), Dz.U. z 2007, nr 251, poz. 1885.
- Sajnog A., 2016, *Zysk całkowity a rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 263, s. 1-13.
- Siemińska E., 2002, *Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, Dom Organizatora, Toruń.
- Sierpińska M., Jachna T., 1997, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa.
- Sektorowe wskaźniki finansowe opracowane przez Komisję ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP we współpracy z Wywiadownią Gospodarczą InfoCredit, http://rachunkowosc.com.pl/c/Artykuly,Wskazniki_sektorowe.
- Tarczyński W., Mojsiewicz M., 2001, *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, PWE, Warszawa.
- Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej, Dz.U. z 2004 r., nr 173, poz. 1807, art. 104-110.
- Wojciechowska U., 2001, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki. Aspekty mikroekonomiczne i makroekonomiczne*, SGH, Warszawa.
- Zielińska-Chmielewska A., 2014, *Ocena realizacji strategii finansowych wybranych giełdowych spółek mięsnych w latach 2005-2011*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 347, s. 543-551.
- Zielińska-Chmielewska, A., 2014, *Ocena realizacji strategii płynności finansowej ZM Henryk Kania SA w ujęciu dochód-ryzyko w latach 2008-2012*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 810, s. 551-565.
- Zuba M., 2009, *Związek rentowności i płynności finansowej przedsiębiorstw*, ZN Wyższej Szkoły Ekonomii i Innowacji, Wydawnictwo WSEI, Lublin.

Źródła internetowe

- www.pkmduda.pl/pub/file/prezentacja/2007/070301_pkmduda_wyniki1.pdf (1.11.2016).
- www.stat.gov.pl/klasyfikacje/pkd_07 (1.02.2016).
- <http://www.pkd.pl> (1.02.2016).
- <http://www.nbp.pl> (25.03.2016).