



Wskaźniki rentowności jako miary efektywności gospodarowania w spółkach węglowych w latach 2014–2018

Grzegorz GOŁĘBIOWSKI¹⁾, Elżbieta KRÓLIKOWSKA²⁾

¹⁾ Akademia Ekonomiczno-Humanistyczna w Warszawie

²⁾ Jastrzębska Spółka Węglowa

<http://doi.org/10.29227/IM-2020-01-16>

Submission date: 30-10-2019 | Review date: 03-01-2020

Abstrakt

W artykule poruszone zostały problemy oceny efektywności funkcjonowania kopalń węgla kamiennego notowanych na rynkach kapitałowych przy wykorzystaniu wskaźników rentowności. Zmienność cen węgla determinuje w dużym stopniu wyniki finansowe co powoduje, że w okresach dekonjunktury spółki ponoszą straty. Wskaźniki deficytowości sprzedaży, aktywów i kapitałów własnych wskazują, jak głębokie straty ponoszą spółki węglowe w okresie dekonjunktury. W niektórych z nich, kapitały własne mają wartości ujemne wynikające z nierozliczonych strat. W okresie konjunktury, spółki generują zyski i wykazują wysoką rentowność we wszystkich ocenianych obszarach. Wskaźniki rentowności klasycznie wykorzystywane do oceny efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw przez kapitałodawców w spółkach węglowych nie stanowią w krótkim okresie czasu wyznacznika tej efektywności. Mogą natomiast być wykorzystane do oceny w dłuższym okresie.

Słowa kluczowe: rentowność brutto przychodów, rentowność brutto aktywów, rentowność kapitałów własnych

Wstęp

Celem działalności przedsiębiorstw jest pomnażanie kapitału właścicieli przy uwzględnieniu w sposób zrównoważony celów wszystkich interesariuszy: pracowników, budżetu centralnego i terenowego, dostawców, odbiorców, środowisko przyrodnicze, społeczność lokalną. Stąd zarządzanie spółką górniczą powinno uwzględniać w sposób zrównoważony cele ekonomiczne, społeczne i środowiskowe. Realizując cele finansowe, należy uwzględnić specyfikę działalności górniczej wyrażającej się długimi cyklami inwestycyjnymi i wysoką kapitałochłonnością. W celu pozyskania kapitału, spółki węglowe muszą zapewnić dawcom kapitału satysfakcjonującą stopę zwrotu. Podstawową miarą korzyści dla dostarczycieli kapitału jest w krótkim okresie rentowność kapitału własnego, w długim zaś Ekonomiczna Wartość Dodana (EVA). Rentowność jako miara efektywności gospodarowania wiąże efekt w postaci wyniku finansowego (zysku) z nakładem wyrażonym jako zainwestowany kapitał lub zaangażowany majątek. Rentowność, obok płynności – jest jednym z głównych czynników warunkujących przetrwanie przedsiębiorstwa na rynku w trudnych warunkach gospodarczych oraz wspiera jego rozwój w okresie konjunktury.

Celem artykułu jest omówienie kierunków zmian rentowności spółek węglowych w latach 2014–2018, obejmujących okres dekonjunktury w branży surowcowej oraz okres dobrej konjunktury na węgiel. Ma ona posłużyć weryfikacji hipotezy, że zmiany rentowności spółek górniczych są uwarunkowane głównie cyklicznością cen węgla i niską elastycznością kosztów jego wydobycia.

Wskaźniki rentowności – sposób pomiaru i wykorzystanie

Oprócz skumulowanych środków pieniężnych, wysokość wygenerowanego zysku stanowi jeden z podstawowych wy-

znaczników oceny efektów działania przedsiębiorstwa. Jest podstawą budowy kapitałów własnych przedsiębiorstwa, źródłem wypłat dywidend dla właścicieli i wpływów do budżetu państwa z tytułu podatku.

Prowadząc analizę danych spółek górniczych poprzez porównanie zysku/straty z przychodami, aktywami, kapitałami własnymi lub innymi danymi ze sprawozdań finansowych, otrzymujemy szereg relacji, które ilustrują aspekty rentowności (zyskowności) lub jej braku w prowadzonej przez te podmioty działalności. Wskaźniki rentowności odzwierciedlają w syntetycznej formie efektywność gospodarowania posiadanymi zasobami w przedsiębiorstwie. Stąd do kluczowych zadań zarządu każdego podmiotu gospodarczego należą działania mające na celu osiągnięcie rentowności, zagwarantowania płynności oraz optymalizacji obszarów prowadzonej działalności, głównie w sferze kosztów operacyjnych. W długim okresie – działania te powinny zapewnić zrównoważony rozwój spółki.

Przeprowadzenie analizy opisywanych powyżej wskaźników w okresie kilku lat pozwala ustalić, jak sprawnie działa dane przedsiębiorstwo. Jednak w okresach dekonjunktury wiele przedsiębiorstw ponosi straty, które mogą doprowadzić do ich upadłości. W oparciu o wygenerowane straty można ustalić poziom deficytowości poniesionych nakładów, a straty odniesione do kapitałów własnych wskazują na zdolność firmy do pokrycia strat z tych kapitałów (Sierpińska, Jachna, 2011).

Analizę rentowności traktuje się jako najważniejszy obszar analizy wskaźnikowej, z uwagi na to, że (Wędzki, 2009):

- jest określeniem stopnia zwiększenia kapitału właścicieli, co jest równoważne maksymalizacji wartości dla właścicieli;
- wskazuje funkcję celu przedsiębiorstwa, z którą powinny być zgodne inne obszary jego działalności, ta-

Tab. 1. Rentowność brutto przychodów ze sprzedaży w spółkach górniczych w latach 2014–2018. Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek

Tab. 1. Gross profitability of sales revenues in mining companies in the years 2014–2018. Source: own study based on the financial statements of the surveyed companies

Lp	Spółki	2014	2015	2016	2017	2018
1.	ARCH COAL INC.	(18,1%)	(127,7%)	64,4%	8,7%	10,6%
2.	BAOTAILONG NEW MATERIALS	4,8%	5,8%	7,5%	7,6%	12,8%
3.	BAYAN RESOURCES TBK PT	(24,2%)	(14,7%)	5,3%	39,4%	41,6%
4.	BELON OAO	(21,0%)	(5,6%)	(21,7%)	417,8%	29756,2%
5.	CHINA COAL ENERGY Co Ltd	2,2%	(4,3%)	5,6%	7,2%	8,4%
6.	CORSA COAL CORP.	(29,5%)	(118,6%)	(35,2%)	49,9%	1,2%
7.	JASTRZĘBSKA SPÓŁKA WĘGLOWA	(12,9%)	(58,3%)	0,3%	35,2%	22,4%
8.	LW BOGDANKA	17,2%	(18,2%)	12,5%	46,6%	3,7%
9.	MECHEL PAO	(53,7%)	(42,3%)	5,1%	5,3%	5,2%
10.	MONGOLIAN MINING CORP.	(104,1%)	(205,6%)	(126,1%)	70,6%	16,7%
11.	PEABODY ENERGY CORP.	(8,1%)	(35,5%)	(16,1%)	1,7%	11,9%
12.	RAMACO RESOURCES INC	N/A	N/A	(144,1%)	(25,3%)	11,1%
13.	RASPADSKAYA PAO	(87,6%)	(37,2%)	46,4%	46,1%	52,2%
14.	WARRIOR MET COAL INC	-	(64,5%)	(30,2%)	35,6%	34,2%
15.	WHITEHAVEN COAL LTD.	(63,3%)	2,4%	26,8%	33,6%	29,6%

kie jak płynność finansowa, sprawność zarządzania itp.;

- wskazuje czynniki wpływające na wartość dla właścicieli przedsiębiorstwa.

Do obliczenia wskaźników rentowności można wykorzystać kategorię zysku operacyjnego, zysku przed opodatkowaniem (zysku brutto) i zysku netto. W skali międzynarodowej największą porównywalność zapewnia zysk brutto ze względu na zróżnicowane obciążenie zysku brutto podatkiem dochodowym i sposoby rozliczania strat w ciężar kosztów uznanych za koszty podatkowe.

Podstawowym aspektem oceny zyskowności sprzedaży produkowanych dóbr i usług jest rentowność sprzedaży (handlowa). Obrazuje ona ogólną efektywność podstawowego obszaru działalności przedsiębiorstwa i zależy od ilości sprzedanych produktów, poziomu ich cen, struktury asortymentowej wyrobów i ich jednostkowej rentowności, a także poziomu jednostkowych kosztów własnych sprzedaży. Rentowność aktywów, określana też jako stopa zwrotu aktywów (ROA – Return On Assets) informuje o zdolności aktywów przedsiębiorstwa do generowania zysków. Im wyższa wartość wskaźnika, tym efektywniej przedsiębiorstwo wykorzystuje zaangażowany w nim majątek. Na rentowność aktywów wpływa rentowność sprzedaży oraz szybkość rotacji aktywów obrazująca stopień ich wykorzystania poprzez

poziom wygenerowanych przychodów ze sprzedaży (Gołębiowski, Grycuk, Tłaczała, Wiśniewski, 2020).

Efektywność zaangażowanego w przedsiębiorstwie kapitału własnego obrazuje wskaźnik rentowności tego kapitału (ROE – Return On Equity). Jego ocena jest jednym z kluczowych etapów badania rentowności podmiotu gospodarczego, gdyż jego poziom warunkuje dopływ kapitału z rynku giełdowego. Ponadto przedsiębiorstwa mające wysoki stabilny, poziom rentowności kapitałów własnych są wiarygodne i mają łatwiejszy dostęp do kapitałów obcych. Wraz z kapitałami własnymi zapewniają one stabilny rozwój podmiotu gospodarczego. Sam wskaźnik wyrażony jako relacja zysku netto do kapitału własnego, nie daje jednak zbyt dużych możliwości interpretacyjnych, gdyż pozwala tylko stwierdzić, czy osiągnięta rentowność jest efektem wysokiego poziomu zysku netto, czy też niskiego kapitału własnego. Do ustalenia czynników determinujących poziom rentowności kapitałów własnych wykorzystuje się model Du Ponta, z którego wynika, że rentowność kapitału własnego warunkują: przychody ze sprzedaży, wartość aktywów ogółem, zysk przyjęty do obliczenia wskaźnika oraz wartość kapitału własnego. Na stopę zwrotu z kapitału własnego mają więc wpływ (Wnuczak, 2012):

- efektywność działalności operacyjnej, którą wyraża rentowność sprzedaży,

Tab. 2. Rentowność brutto aktywów (ROA) w spółkach górniczych w latach 2014–2018. Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek

Tab. 2. Gross return on assets (ROA) in mining companies in the years 2014–2018.
Source: own study based on the financial statements of the surveyed companies

Lp	Spółki	2014	2015	2016	2017	2018
1.	ARCH COAL INC.	(18,1%)	(127,7%)	64,4%	8,7%	10,6%
2.	BAOTAILONG NEW MATERIALS	4,8%	5,8%	7,5%	7,6%	12,8%
3.	BAYAN RESOURCES TBK PT	(24,2%)	(14,7%)	5,3%	39,4%	41,6%
4.	BELON OAO	(21,0%)	(5,6%)	(21,7%)	417,8%	29756,2%
5.	CHINA COAL ENERGY Co Ltd	2,2%	(4,3%)	5,6%	7,2%	8,4%
6.	CORSA COAL CORP.	(29,5%)	(118,6%)	(35,2%)	49,9%	1,2%
7.	JASTRZĘBSKA SPÓŁKA WĘGLOWA	(12,9%)	(58,3%)	0,3%	35,2%	22,4%
8.	LW BOGDANKA	17,2%	(18,2%)	12,5%	46,6%	3,7%
9.	MECHEL PAO	(53,7%)	(42,3%)	5,1%	5,3%	5,2%
10.	MONGOLIAN MINING CORP.	(104,1%)	(205,6%)	(126,1%)	70,6%	16,7%
11.	PEABODY ENERGY CORP.	(8,1%)	(35,5%)	(16,1%)	1,7%	11,9%
12.	RAMACO RESOURCES INC	N/A	N/A	(144,1%)	(25,3%)	11,1%
13.	RASPADSKAYA PAO	(87,6%)	(37,2%)	46,4%	46,1%	52,2%
14.	WARRIOR MET COAL INC	-	(64,5%)	(30,2%)	35,6%	34,2%
15.	WHITEHAVEN COAL LTD.	(63,3%)	2,4%	26,8%	33,6%	29,6%

- efektywność wykorzystania aktywów, której wyrazem jest rotacja aktywów,
- struktura finansowania aktywów przedsiębiorstwa, którą wyraża mnożnik kapitału własnego.

Rentowność kapitałów własnych można zatem podwyższyć poprzez wzrost rentowności sprzedaży, przyspieszenie obrotu aktywów, a także przez podniesienie poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa. Zmienną zależną od rentowności sprzedaży, a także wskaźnika rotacji aktywów, mającą wpływ na wartość ROE, jest rentowność aktywów (ROA). W związku z tym, w kontekście badania czynników warunkujących rentowność kapitałów własnych (ROE) istotne staje się również to, jaki wpływ na wartość ROA mają wskaźniki ROS i mnożnik kapitału własnego.

Rentowność działalności firmy warunkuje wiele różnorodnych czynników, z których część wynika z przyjętej koncepcji zarządzania, a część z otoczenia. Według S. Marka i M. Białasiewicza (2011) na poziom rentowności prowadzonej działalności wpływają następujące czynniki:

- rynek produktu i sektor – wielkość rynku, poziom jego rozwoju, pojawiające się trendy rozwojowe sektora i ich wpływ na rynek produktu, a także sama zmienność produktów sektora;
- konkurencja i pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa – posiadany udział w rynku, liczna konkuren-

tów i stopień natężenia konkurencji, wielkość marż, koncepcja marketingu, marka;

- innowacje oraz rozwój produktu – potencjał innowacyjny danego przedsiębiorstwa i jego relacja do innych konkurentów w sektorze;
- dywersyfikacja i zarządzanie wiedzą – portfolio przedsiębiorstwa, możliwości tworzone przez kapitał wiedzy;
- organizacja koncepcji działania przedsiębiorstwa – efektywność zarządzania, poziom formalizacji, współpraca poszczególnych obszarów działania firmy, umiejętności kadr oraz stosowane systemy motywacji, nadzór korporacyjny i strategia działania zarządu;
- rezerwy finansowe i zarządzanie ryzykiem – źródła finansowania przedsiębiorstwa, zarządzanie finansami i ryzykiem, wrażliwość na zmiany kursu walut (w przypadku firm działających na wielu rynkach), stopy procentowe, ceny niezbędnych surowców i materiałów, wielkość sprzedaży oraz poziom kosztów.
- specyficzne warunki prowadzenia działalności tworzone przez państwo – polityka fiskalna i zasady jej kształtowania, ewentualne subwencje, infrastruktura i służba publiczna, stabilność i ryzyko kraju, poziom swobody prowadzenia działalności.

Tab. 3. Rentowność brutto kapitałów własnych (ROE) w analizowanych spółkach węglowych w latach 2014–2018. Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek

Tab. 3. Gross return on equity (ROE) in the analyzed coal companies in the years 2014–2018. Source: own study based on the financial statements of the surveyed companies

Lp	Spółki	2014	2015	2016	2017	2018
1.	ARCH COAL INC.	(27,2%)	(1550,7%)	-	28,8%	38,0%
2.	BAOTAILONG NEW MATERIALS	3,2%	2,5%	3,1%	4,4%	7,7%
3.	BAYAN RESOURCES TBK PT	(92,5%)	(59,5%)	30,4%	154,0%	128,7%
4.	BELON OAO	(28,0%)	(12,9%)	(78,9%)	46,4%	36,4%
5.	CHINA COAL ENERGY Co Ltd	1,7%	(3,0%)	4,0%	6,7%	9,7%
6.	CORSA COAL CORP.	(28,4%)	(158,0%)	(118,2%)	177,1%	3,1%
7.	JASTRZĘBSKA SPÓLKA WĘGLOWA	(11,5%)	(73,9%)	0,5%	60,1%	30,3%
8.	LW BOGDANKA	13,9%	(14,9%)	10,2%	32,0%	2,2%
9.	MONGOLIAN MINING CORP.	(71,4%)	(69,8%)	(58,2%)	61,0%	12,4%
10.	PEABODY ENERGY CORP.	(16,5%)	(109,3%)	(139,0%)	4,9%	19,0%
11.	RAMACO RESOURCES INC	-	(82,1%)	(16,6%)	(15,6%)	19,8%
12.	RASPADSKAYA PAO	(66,9%)	(82,0%)	111,0%	81,8%	70,4%
13.	WARRIOR MET COAL INC	-	-	-	71,4%	83,7%
14.	WHITEHAVEN COAL LTD.	(16,0%)	1,0%	15,4%	22,4%	21,0%

Z powyższego zestawienia wynika, że wpływ otoczenia ma istotne znaczenie w kształtowaniu się rentowności przedsiębiorstwa. Ważna jest również przyjęta strategia marketingowa, wynikająca z działań konkurentów branżowych. Trzeci aspekt rzutujący na rentowność to ponoszone koszty działalności.

Źródła informacyjne i metodologia badań

Dane do obliczenia wskaźników rentowności spółek węglowych zaczerpnięte zostały ze sprawozdań finansowych spółek notowanych na giełdach światowych. Sprawozdania te obejmują lata 2014–2018, a dane w nich zawarte są porównywalne. Są one bowiem sporządzane według MSR/MSSF. Spółki amerykańskie sporządzają sprawozdania według amerykańskiego systemu rachunkowości US GAAP, jednak do baz światowych dostarczają sprawozdania sporządzane w układzie zapewniającym międzynarodową porównywalność. Porównywalność i jednolity sposób ustalania relacji ekonomicznych ułatwia wnioskowanie i pozycjonowanie spółek według określonej relacji.

Wskaźniki rentowności sprzedaży, aktywów i kapitałów własnych zamieszczone zostały w kolejnych tabelach 1–3. Wartości ujemne zawarte w tabelach oznaczone zostały w nawiasach. Stopy rentowności obliczone zostały na podstawie zysku przed opodatkowaniem w celu zachowania

porównywalności wyników między spółkami w różnych krajach, gdzie stopy podatkowe są zróżnicowane. Dodatkowo, w przypadku górnictwa zwłaszcza spółek prowadzących eksplorację złóż stosowane są różnego rodzaju ulgi podatkowe i rozwiązania ułatwiające realizację projektów geologiczno-górnictwowych charakteryzujących się wysokim ryzykiem [Pawłowski, Kustra, Kozieł, 2019]. Wpływają one na efektywną stopę obciążenia zysku podatkiem dochodowym informującą jak część zysku brutto zostanie odprowadzona do budżetu.

Stopy zwrotu w spółkach węglowych w latach 2014–2018

Na poziom generowanego wyniku finansowego, a zatem i na rentowność w górnictwie węgla wpływają koszty jego wydobycia uwarunkowane głównie czynnikami wewnętrznymi i ceny węgla zdeterminowane czynnikami zewnętrznymi. Koszty wydobycia w 90% mają charakter stały (Raport 2018), zatem im większa produkcja tym niższe jednostkowe koszty wydobycia. Wydaje się jednak, że znacznie większa część kosztów mogłaby mieć charakter zmienny poprzez wdrożenie rozwiązań optymalizujących i efektywnościowych, pozwalających na większą elastyczność i racjonalność zarządzania np. kosztami pracy. Wskazuje się, że w przypadku sektora wydobywczego w Polsce, w strukturze płac koszty pracy stanowią ok. 50–60% kosztów ogółem.

Poziom kosztów i ich struktura w spółkach górniczych kształtowane są przez takie czynniki jak:

- Wolumen wydobytego węgla.
- Technologia wydobycia węgla.
- Głębokość wydobycia i występowanie zagrożeń naturalnych
- Tektonika eksploatowanych pokładów – liczne uskoki, zawartość kamienia w urobku, zawadnienie pokładów zwłaszcza w kopalniach odkrywkowych powodują wzrost kosztów wydobycia.
- Awaryjność maszyn i urządzeń górniczych – wysoka awaryjność maszyn sprzyja przestojom i powoduje relatywny wzrost kosztów wydobycia jednej tony węgla i spadek wydajności pracy.
- Struktura zatrudnienia i sposób zarządzania spółkami górniczymi.
- Poziom automatyzacji pracy i innowacyjność technologii wydobycia, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na wydajność pracowników.
- Poziom nakładów inwestycyjnych.

Poziom przychodów ze sprzedaży zależny jest w znacznym stopniu od czynników zewnętrznych, a główną przyczyną dużych wahań rentowności sprzedaży jest cykliczność cen węgla (Jonek-Kowalska, 2019). Oprócz dużych wahań cen węgla, czynnikami determinującymi poziom przychodów ze sprzedaży węgla są przede wszystkim:

- zmiany popytu na węgiel,
- rodzaj wydobywanego węgla i stopień jego przeróbki (węgiel brunatny, kamienny energetyczny, kokosowy),
- ceny węgla na rynkach światowych,
- koniunktura gospodarcza w świecie i w kraju,
- koniunktura w branży stalowej mająca wpływ na wydobycie i ceny węgla kokosowego,
- cykliczność w branżach zużywających węgiel, (energetyka, ciepłownictwo, przemysł stalowy),
- wahania kursu złotego i innych walut w stosunku do EUR i USD,
- poziom importu węgla z rynków o niższych kosztach wydobycia,
- program rozwoju energetyki i przechodzenie na alternatywne źródła energii,
- regulacje prawne (polityka podatkowa, amortyzacja majątku) dotyczące sektora górniczego.

Biorąc pod uwagę zmienność cen węgla w badanym okresie można wyróżnić dwa podokresy: lata 2014–2016 spadku cen węgla i lata 2017–2018, w których wystąpił wysoki wzrost cen węgla (Raport 2018). W tabeli 1 zamieszczone zostały wskaźniki rentowności sprzedaży w kilkunastu spółkach węglowych wydobywających węgiel na różnych kontynentach.

W latach 2014–2015 spółki węglowe poniosły głębokie straty. W wielu z nich straty były wyższe niż uzyskane przychody ze sprzedaży. W korporacji Mongolian Minig Corp. w 2015 roku straty były dwukrotnie wyższe, a w 2016 o 26% wyższe niż przychody ze sprzedaży węgla. Podobna sytuacja wystąpiła w 2015 roku w Arch Coal i Corsa Coal. W JSW straty osiągnęły 58% przychodów. W kolejnym 2016 roku, wiele spółek światowych w dalszym ciągu generowało straty. Spółki polskie wygenerowały dodatni wynik finansowy

a rentowność sprzedaży brutto np. w LW Bogdana wynosiła 12,5%. Najlepsze wyniki spółki węglowe osiągnęły w 2017 roku. W kolejnym roku rentowność sprzedaży zaczęła spadać. W warunkach tak dużych zmian wyników finansowych, spółki węglowe powinny stosować racjonalne narzędzia zarządzania zyskami Ponadto spółki powinny prowadzić racjonalną politykę dywidend i zatrzymać znaczną część zysków na pokrycie strat w okresach dekonjunkury. Duże wahania wyników finansowych utrudniają spółkom korzystanie z kapitałów obcych, co może znacząco ograniczać inwestycje i wzrost wydajności pracy.

W tabeli 2 zawarte zostały stopy zwrotu z aktywów analizowanych spółek górniczych.

Rentowność aktywów w spółkach górniczych jest mocno zróżnicowana. W spółce Baotailing zajmującej się wydobyciem węgla i produkcją koksu stopa zwrotu z aktywów kształtowała się w granicach 1,3–4,3%. Świadczy to o wysokiej kapitałochłonności branży węglowej. Spółka ta poddana jest cykliczności w branży hutniczej, która nie pokrywa się z cyklicznością cen w branży węglowej. W wielu spółkach w wyniku poniesionych strat pojawiła się deficytowość aktywów. Najwyższą deficytowość wykazały spółki Corsa Coal (52,9%), Arch Coal (48,8%) i polska spółka JSW (29,8%). Kształtowanie się wskaźników deficytowości i rentowności aktywów uniemożliwia ustalanie jakichkolwiek tendencji zmian tych relacji w analizowanym okresie. Utrudnia też porównanie relacji w dwóch kolejnych latach. Przykładowo, w spółce Arch Coal deficytowość majątku w 2015 roku wynosiła prawie 50%, a rok później dodatni wynik finansowy pozwolił na osiągnięcie 35,4% poziomu rentowności. Podobne wyniki można zaobserwować w spółce Belon, w której w 2016 roku deficytowość aktywów wynosiła 42,5%, a rok później rentowność osiągnęła poziom 35,4%. Najwyższą rentowność majątku spółki osiągnęły w 2017 roku. W ostatnim roku analizowanego okresu ceny węgla zaczęły spadać, co pogorszyło wyniki finansowe spółek. W roku 2019 polskie spółki węglowe wygenerowały straty w wysokości ok. 0,5 mld zł. Zostały one spowodowane rosnącymi kosztami wydobycia i gromadzeniem się zapasów niesprzedanego węgla energetycznego w wyniku importu tańszego węgla z zagranicy (Oksińska, 2020).

Rentowność kapitału własnego uznawana jest za najbardziej wymierny wskaźnik korzyści dla dostarczcycieli kapitału. Określa ona efektywność zaangażowanych w przedsiębiorstwie środków własnych i pozwala na ocenę opłacalności inwestowania w dany podmiot. Poziom wskaźników rentowności w spółkach węglowych zaprezentowany został w tabeli 3.

Stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) w analizowanych spółkach węglowych jest mocno zróżnicowana. W latach 2014–2016 w wyniku dekonjunkury w branży węglowej wiele z nich poniosło straty, które zostały pokryte kapitałami zapasowymi co znacznie uszczupliło. Ustalone w oparciu o obniżone kapitały własne relacje są więc ponadprzeciętne. W spółce Bayan, w 2017 roku wynik brutto przed opodatkowaniem był 1,5 razy wyższy niż posiadane przez nią kapitały własne. Rok później, wynik ten był 28% wyższy niż kapitały własne. W spółce Corsa Coal Corp. zysk brutto był o 77% wyższy niż kapitały własne. Ocena rentowności kapitałów własnych musi być zatem prowadzona w długich horyzontach czasu. Dodatkowo można wyciągnąć wniosek, że w branżach wysoko kapitałochłonnych, do których należy branża węglowa

wa zgromadzone kapitały własne powinny być na tyle wysokie, aby w okresie spadku wyników nie uszczuplały kapitałów własnych tak drastycznie jak to wynika z poziomu obliczonych relacji. W amerykańskiej spółce Peabody w 2016 roku poniesione straty były 39% wyższe niż posiadane przez nią kapitały własne. Kapitały te zostały wytracone we wcześniejszych latach na pokrycie strat.

Zakończenie

Przedsiębiorstwa branży węglowej funkcjonują na zmiennym i niestabilnym rynku. Okresy dekonjunktury w szczególności wpływają na poziom wskaźników rentowności. Wskaźniki deficytowości sprzedaży, aktywów i kapitałów własnych w spółkach węglowych w latach 2014–2016 pokazują jak głębokie są spadki wyniku finansowego. Straty pokryte zostały z kapitałów własnych co wpłynęło na poziom

rentowności tych kapitałów w okresie koniunktury na węgiel. Wysokie wskaźniki rentowności w latach 2017–2018 wskazują na cykliczność ich działalności oraz znaczne ryzyka z tym związane. Spółki węglowe powinny zatem posiadać rezerwy w postaci bufora gotówkowego, aby utrzymać płynność finansową oraz rezerwy w postaci zysków zatrzymanych na pokrycie strat w okresie dekonjunktury na węgiel (Królikowska, Sierpińska-Sawicz i inni. 2019). Aby zapobiec ryzyku niekontrolowanego przejścia bądź upadłości, spółki węglowe powinny podjąć działania ograniczenia wpływu ryzyka zmienności cen surowców na wyniki w okresie co najmniej średnioterminowym, czyli trzech do pięciu lat. Działania te muszą być zróżnicowane inne dla górnictwa węgla energetycznego niż dla górnictwa węgla koksowego, poddanego cykliczności w branży stalowej.

Literatura – References

1. Gołębiowski G., Grycuk A., Tłaczała A., Wiśniewski P. (2020). Analiza finansowa przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa, s. 228-235
2. Jonek-Kowalska I. (2017). Zmienność uwarunkowań rynkowych jako źródło ryzyka w planowaniu produkcji górniczej i jej ekonomicznych rezultatów, Inżynieria Mineralna, Journal of the Polish Mineral Engineering Society, lipiec-grudzień, 2017, s.207- 214.
3. Królikowska E., Sierpińska-Sawicz A., Królikowski M. 2019). Volatility in the Raw Materials Market and Risk Mitigation Methods, Inżynieria Mineralna, R 21, nr 1, s. 237 -243.
4. Marek S., Białasiewicz M. (red.), Podstawy nauki o organizacji, PWE, Warszawa 2011, s. 373-374.
5. Oksińska, B. (2020). Kopalnie węgla ponownie w finansowych tarapatkach, Rzeczpospolita z dnia 21 stycznia 2020, s.A19.
6. Pawłowski S., Kustra A., Kozieł D. (2019). Zachęty podatkowe stosowane dla spółek junior mines, Inżynieria Mineralna, , Journal of the Polish Mineral Engineering Society, styczeń - czerwiec, R21, nr 1, s. 347 -351.
7. Raport 2018, Górnictwo węgla kamiennego w Polsce raport zrealizowany pod kierunkiem J. Kickiego, IGSM PAN, Kraków 2019.
8. Sierpińska M., Jachna T., Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych, WN PWN, Warszawa 2011.
9. Wędzki, D. (2009). Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków, s. 354.
10. Wnuczak, P. (2012), Wpływ wybranych czynników na rentowność kapitałów własnych przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawskie, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego - Finance, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 51, s. 403.

Profitability Ratios as a Measure of Management Efficiency in Coal Companies in 2014–2018

The paper addresses issues relating to assessment of the operational efficiency of listed hard coal companies by means of profitability ratios. Their financial results are largely determined by the volatility of coal prices, implying that they sustain losses during downturns. Sales, assets and equity deficit indicators reveal the scale of losses sustained by coal companies during a slump. Some even report negative equity as a result of unsettled losses. During a boom, though, these companies generate profits and boast high profitability in all areas analyzed. Profitability ratios typically used by finance companies to assess the performance of coal companies do not constitute a good gauge of their efficiency in the short term, though. However, they can be used for long-term assessment.

Keywords: Pretax Margin, Pretax ROA, Pretax ROE