

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Marek Jakubicki

Ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A.

Wstęp	
1. Sprawozdanie finansowe jako podstawa oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa	5
1.1. Istota i zakres sprawozdań	5
1.2. Wskaźniki finansowe w analizie sprawozdań finansowych	9
1.3. Modele wielowskaźnikowe	30
2. Prezentacja badanego przedsiębiorstwa	37
2.1. Opis przedsiębiorstwa.....	37
2.2. Strategia Spółki na lata 2013-2017.....	39
2.3. Historia powstania rynku paliwowego w Polsce.....	41

3. Ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.....	46
3.1. Analiza bilansu, rachunku zysków i strat oraz rach. przepływów pieniężnych	46
3.2. Analiza kształtowania się wskaźników	56
3.3. Syntetyczna ocena.....	63
Literatura.....	65
Załącznik 1.....	69
Załącznik 2.....	69
Załącznik 3.....	70
Załącznik 4.....	72

Wstęp

Tematem pracy jest ocena finansowa przedsiębiorstwa Polski Koncern Naftowy ORLEN SA. W opracowaniu zostały opisane główne etapy przeprowadzania analizy finansowej. Zamieszczone również zostały podstawowe wskaźniki ekonomiczne, wykorzystywane przy ocenie kondycji finansowej firm.

Głównym powodem powstania pracy, była chęć dokładniejszego poznania tego, na jaką ocenę: pozytywną czy negatywną zasługują wyniki Spółki ORLEN zamieszczone w rocznych sprawozdaniach finansowych oraz zbadania co na tę ocenę się składa.

Głównym celem postawionym przed tą pracą jest chęć usystematyzowania w zwartej całości podstawowych wskaźników wykorzystywanych do przeprowadzania oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw, oraz omówienie ich na przykładzie wybranej Spółki.

Praca została podzielona na trzy rozdziały, z których pierwsze dwa stanowią część teoretyczną, poświęconą ogólnej charakterystyce omawianych zagadnień, natomiast ostatni rozdział stanowi próbę wykorzystania wiedzy teoretycznej w praktyce analizowania kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

Rozdział pierwszy przybliży pojęcie sprawozdania finansowego i opisuje elementy na niego się składające. W części tej zamieszczona również została klasyfikacja wskaźników według ich treści merytorycznej. Zaprezentowane również zostały sposoby wyliczania wskaźników finansowych wraz z krótką ich charakterystyką. Rozdział ten zamyka prezentacja wskaźników w układach wskazujących na ich współzależność.

Rozdział drugi przedstawia rys historyczny powstania całego rynku paliwowego w Polsce, krótką charakterystykę Spółki PKN ORLEN oraz jej aktualną strategię w kontekście obecnych wydarzeń.

Rozdział trzeci jest próbą praktycznego zastosowania informacji zamieszczonych w rozdziałach poprzednich. Składa się na niego wstępna analiza bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych za lata 2010-2013. Przedstawione zostały także wyniki obliczeń wskaźników przedstawionych w rozdziale pierwszym wraz z próbą ich krótkiej interpretacji a także ogólna ocena sytuacji finansowej Spółki.

1. Sprawozdanie finansowe jako podstawa oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa

1.1. Istota i zakres sprawozdań

Jednostki zainteresowane działalnością danego przedsiębiorstwa potrzebują różnych informacji do podjęcia określonych decyzji. Podejmowane przez te jednostki decyzje będą tym trafniejsze, im większa będzie wiarygodność informacji, które legły u podstaw tych decyzji. Kompletność informacji o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa zwiększa prawdopodobieństwo trafności podejmowanych decyzji. Oczywiście, można to stwierdzić dopiero w przyszłości.

Sprawozdania finansowe sporządzane przez jednostki gospodarcze są najlepszym źródłem informacji. Dostarczają one bowiem informacji o rezultatach działalności jednostki, jej bieżącej kondycji oraz perspektywach na przyszłość. W sprawozdaniach finansowych znajdują odzwierciedlenie różne zdarzenia gospodarcze związane z działalnością danej jednostki, które są transformowane na liczby ujmowane w księgach rachunkowych, stanowiących bazę danych do sporządzania sprawozdań.

Niektóre sprawozdania finansowe przedstawiają obraz ekonomiczny działalności jednostki gospodarczej w danym momencie. Inne sprawozdania ukazują natomiast zmiany, jakie nastąpiły w ustalonym okresie. Przez to sprawozdania finansowe umożliwiają przede wszystkim ocenę tego, co się wydarzyło w przedsiębiorstwie w przeszłości. Ponadto sprawozdania tworzą podstawy do projekcji tego, co się może wydarzyć w przyszłości.

Informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych są wykorzystywane przy formułowaniu opinii i sądów oraz przy podejmowaniu decyzji. Ten podstawowy cel sprawozdań finansowych wiąże się bezpośrednio z celem systemu rachunkowości jednostki gospodarczej. Zasadniczy cel sprawozdawczości finansowej wynika z regulacji prawa

bilansowego, ujętych w ustawie o rachunkowości¹. Zgodnie z art. 4, ust. 1 tej ustawy na jednostce gospodarczej spoczywa obowiązek rzetelnego i jasnego przedstawiania sytuacji majątkowej i finansowej oraz wyniku finansowego przy stosowaniu określonych zasad rachunkowości. Sprawozdanie finansowe jest podstawowym nośnikiem informacji na ten temat².

Sprawozdanie finansowe, będące przedmiotem rewizji finansowej, jest końcowym efektem rachunkowości finansowej, tj. całego łańcucha zdarzeń gospodarczych mających miejsce w badanej jednostce w okresie sprawozdawczym, przetwarzanych w systemie ewidencji księgowej aż do ich odniesienia na wynik finansowy. Sprawozdanie finansowe jest podstawowym źródłem informacji o działalności jednostki i jest przeznaczone głównie dla odbiorców zewnętrznych. Sporządzane jest ono na dzień zamknięcia ksiąg rachunkowych, przy zastosowaniu określonych zasad wyceny aktywów i pasywów oraz ustalania wyniku finansowego, wynikających z przyjętej przez jednostkę polityki rachunkowości.

W ustawodawstwie, zarówno krajowym, jak i międzynarodowym, nie ma jednoznacznej definicji sprawozdania finansowego. Podkreśla się jedynie niektóre jego aspekty i wymienia jego elementy składowe³.

Również w literaturze dotyczącej rachunkowości sprawozdanie finansowe definiowane jest rzadko. Najbardziej trafna wydaje się być definicja, według której: „[...] sprawozdanie finansowe wyraża raportowanie [...] określonych aspektów działalności gospodarczej danego podmiotu, przy zastosowaniu konwencjonalnej formuły opisu i prezentacji danych czerpanych z ewidencji księgowej i charakteryzujących sytuację majątkową, finansową i wynikową tego podmiotu”⁴.

Międzynarodowe Standardy Rachunkowości traktują sprawozdanie jako uporządkowane przedstawienie sytuacji finansowej jednostki oraz przeprowadzonych przez nią transakcji. Standardy określają takie sprawozdanie jako sprawozdanie ogólnego przeznaczenia.

Podobnie traktują zagadnienie standardy amerykańskie, w sposób całkowicie zbieżny formułując również zakres informacji dostarczanych przez sprawozdanie finansowe. Są to informacje o zasobach ekonomicznych firmy, jej obowiązkach wobec otoczenia oraz

¹ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. *O rachunkowości*, (Dz. U. 1994 nr 121 poz. 591).

² Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.13-14.

³ Hulicka M., *Oszukańcza sprawozdawczość finansowa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, s. 23.

⁴ Gmytrasiewicz A., Karmańska A., *Rachunkowość finansowa*, Difin, Warszawa 2002, s. 10.

kapitałach wniesionych przez właścicieli, informacje dotyczące oceny efektywności poprzez pomiar zysku i ogólnego wyniku finansowego oraz ich składowych mierzonych na bazie memoriału, o strumieniach środków pieniężnych, wpływających i wypływających z jednostki, o ich pożyczaniu i zwrotach, o transakcjach kapitałowych, wliczając w to wypłatę dywidend i przekazywanie innych zasobów firmy do właścicieli itp.

Od wieków podstawowym elementem sprawozdania finansowego był i nadal pozostaje - bilans, równoważący majątek i źródła jego finansowania. Istota jego sporządzenia zasadza się na metodzie bilansowej prowadzenia rachunkowości, samosprawdzalnej zasadzie ujmowania dwustronnie w księgach każdej operacji gospodarczej.

Drugim podstawowym elementem sprawozdania finansowego jest rachunek zysków i strat przedstawiający osiągnięty przez jednostkę w okresie sprawozdawczym wynik finansowy na działalności ogółem i w poszczególnych obszarach aktywności.

Zgodnie z art. 45 ustawy o rachunkowości, sprawozdanie finansowe obejmuje⁵:

- bilans,
- rachunek zysków i strat,
- informację dodatkową, obejmującą wprowadzenie do sprawozdania finansowego,
- dodatkowe informacje i objaśnienia.

Sprawozdanie finansowe jednostek, które podlegają corocznemu badaniu, obejmuje ponadto zestawienie zmian w kapitale (funduszu) własnym oraz rachunek przepływów pieniężnych.

Zgodnie z MSR nr 1, pełne sprawozdanie finansowe przygotowane według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości składa się z:

- bilansu,
- rachunku zysków i strat,
- zestawienia zmian w kapitale własnym pokazującego:
- rachunku przepływów pieniężnych oraz informacji dodatkowych o przyjętych zasadach (polityce) rachunkowości oraz innych informacji objaśniających.⁶

Sprawozdawczość jednostki gospodarczej jest systemem, który obejmuje ogół sprawozdań sporządzanych przez jednostkę. Sprawozdania przyjmują najczęściej postać

⁵ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. *O rachunkowości*, (Dz. U. 1994 nr 121 poz. 591).

⁶ Hulicka M., *Oszukańcza...*, *op cit.*, s. 36.

zestawień liczbowych tworzonych za ustalone okresy sprawozdawcze. W sprawozdaniach są przedstawione dane liczbowe, które charakteryzują zasoby, funkcjonowanie oraz rezultaty działalności jednostki gospodarczej. Każde sprawozdanie sporządzane przez jednostkę ma określony zakres tematyczny oraz sposób przedstawiania i zasady grupowania danych.

Sprawozdania jednostek gospodarczych są nadzwyczaj różnorodne, dlatego zachodzi potrzeba przeprowadzenia ich klasyfikacji. Z punktu widzenia problematyki niniejszego opracowania najważniejszym kryterium klasyfikacyjnym sprawozdań jest przedmiot sprawozdań. Stosując to kryterium, wyróżnia się dwa rodzaje sprawozdań:

- sprawozdania rzeczowe,
- sprawozdania finansowe.

Sprawozdania rzeczowe są to sprawozdania, które zawierają dane liczbowe i charakteryzujące działalność jednostki gospodarczej i dotyczące mierników wyrażonych w jednostkach naturalnych. Podstawowymi źródłami danych dla sprawozdań rzeczowych są ewidencja operatywna i statystyka przedsiębiorstwa.

Sprawozdania finansowe obejmują sprawozdania, które zawierają dane liczbowe dotyczące mierników działalności jednostki gospodarczej wyrażonych w jednostkach wartościowych. Podstawowymi źródłami danych dla sprawozdań finansowych są ewidencja księgowa oraz kalkulacja. Sprawozdawczość finansowa jest integralną częścią rachunkowości, ponieważ sprawozdanie finansowe stanowi produkt finalny przetwarzania danych w systemie rachunkowości. Sprawozdania finansowe zawierają informacje dotyczące sytuacji majątkowej, sytuacji finansowej oraz wyników osiągniętych przez jednostkę gospodarczą.

Na system sprawozdawczości finansowej jednostki gospodarczej składają się różnego rodzaju sprawozdania i raporty finansowe. Sprawozdania te mogą być klasyfikowane według różnych kryteriów

Ze względu na obowiązek sporządzania sprawozdań finansowych można wyróżnić ich dwa rodzaje:

- sprawozdania obligatoryjne, które są sporządzane z mocy odpowiednich przepisów,
- sprawozdania fakultatywne, których sporządzanie wynika z wewnętrznych potrzeb jednostki gospodarczej.

Stosując jako kryterium klasyfikacji sprawozdań finansowych ich adresatów, można je podzielić na dwa rodzaje:

- sprawozdania zewnętrzne, których adresatami są jednostki z otoczenia przedsiębiorstwa,
- sprawozdania wewnętrzne, które są przeznaczone dla jednostek organizacyjnych przedsiębiorstwa.

Na podstawie kryterium częstotliwości sporządzania wyróżnia się następujące rodzaje sprawozdań finansowych:

- sprawozdania operatywne, które są sporządzane z dużą częstotliwością oraz przyjmują postać raportów i meldunków,
- sprawozdania okresowe, które są sporządzane systematycznie za odpowiednie okresy,
- sprawozdania sporadyczne, które są zestawiane doraźnie ze względu na określone cele.

Niniejsze opracowanie opiera się na sprawozdaniach finansowych, które są sporządzane z mocy przepisów ustawy o rachunkowości⁷. Chodzi zwłaszcza o roczne sprawozdanie finansowe, które dalej będzie nazywane krótko sprawozdaniem finansowym. Sprawozdanie to jest sporządzane obligatoryjnie za okresy roczne, natomiast na potrzeby wewnętrzne poszczególne elementy tego sprawozdania mogą być zestawiane z większą częstotliwością, np. w okresach miesięcznych, kwartalnych i półrocznych. Roczne sprawozdanie finansowe jest adresowane głównie do użytkowników zewnętrznych, z otoczenia danej jednostki gospodarczej. Ponadto jest ono także wykorzystywane przez zarządzających jednostką⁸.

1.2. Wskaźniki finansowe w analizie sprawozdań finansowych

Głównym źródłem informacji ekonomicznych na temat całokształtu działalności jednostki gospodarczej jest sporządzane obligatoryjnie sprawozdanie finansowe. Dlatego analiza danych zawartych w sprawozdaniu finansowym jest najważniejszym podejściem badawczym stosowanym w analizie finansowej.

⁷ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. *O rachunkowości*, (Dz. U. 1994 nr 121 poz. 591).

⁸ Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s. 11-12.

Analiza danych zawartych w sprawozdaniach finansowych jest nazywana krótko analizą sprawozdań finansowych. Analiza sprawozdań finansowych jest badaniem analitycznym, polegającym na przetwarzaniu i interpretacji danych zawartych w sprawozdaniu finansowym. Analiza nie ogranicza się wyłącznie do odczytania informacji ujętych w sprawozdaniach. Obejmuje ona także ocenę kształtowania się różnych zjawisk i procesów ekonomicznych, których liczbowym odzwierciedleniem są dane zawarte w sprawozdaniu finansowym.

Cele analizy sprawozdań finansowych są zbieżne z celami analizy finansowej. Podstawowym celem analizy sprawozdań finansowych jest ocena sytuacji finansowej, sytuacji majątkowej i wyników osiągniętych przez jednostkę gospodarczą oraz stworzenie podstaw do podejmowania odpowiednich decyzji gospodarczych.

Sprawozdania finansowe obejmują duże zbiory liczb opisujących stany określonych kategorii ekonomicznych w ustalonym momencie lub okresie. Pojedyncze liczby zawarte w sprawozdaniach finansowych nie mają znaczenia same w sobie, nabierają go dopiero wówczas, gdy porówna się je z innymi liczbami. Porównanie to ma sens tylko wtedy, gdy zachodzą między nimi pewne powiązania. Dzięki temu dane zawarte w sprawozdaniach finansowych tworzą informacje o stanie jednostki gospodarczej i nabierają wartości użytkowej dla ich odbiorców.

Znaczenie informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych zależy w dużej mierze od okresu, do którego się odnoszą. Analiza informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym umożliwia ocenę rezultatów działalności jednostki gospodarczej w okresie sprawozdawczym oraz ustalenie zmian, jakie zaszły w sytuacji finansowej jednostki w ciągu tego okresu. Użyteczność informacji pochodzących ze sprawozdań finansowych zależy w dużym stopniu od ich aktualności.

Rola i miejsce analizy sprawozdań finansowych w analizie finansowej wynikają z tego, że umożliwia ona całościową ocenę sytuacji finansowej jednostki gospodarczej. Pozwala także na ocenę działalności danej jednostki na tle innych jednostek.

Analiza sprawozdań tworzy podstawy do wykrywania ewentualnych nieprawidłowości w funkcjonowaniu jednostki gospodarczej. Ponadto umożliwia ujawnienie zjawisk stanowiących zagrożenie dla kontynuowania przez jednostkę działalności w przyszłości i wskazanie sposobów na przezwycięzenie tych zagrożeń.

Badania analityczne prowadzone w ramach analizy sprawozdań finansowych powinny być dostosowane do potrzeb użytkowników i celu analizy. Ponadto w badaniach tych należy uwzględnić cechy specyficzne danej jednostki gospodarczej⁹.

Analiza sprawozdania finansowego polega na odrębnym badaniu poszczególnych elementów sprawozdania, które zawierają specyficzne informacje. I tak:

- analiza bilansu ma na celu ocenę sytuacji majątkowej i sytuacji finansowej jednostki gospodarczej,
- analiza rachunku zysków i strat umożliwia ocenę osiągniętego wyniku finansowego i czynników, które wpływają na ten wynik,
- analiza rachunku przepływów pieniężnych pozwala na ustalenie źródeł pozyskania i kierunków wykorzystania środków pieniężnych,
- analiza zestawienia zmian w kapitale (funduszu) własnym umożliwia wykrycie czynników, które wpływają na zmiany własnych źródeł finansowania,
- analiza informacji dodatkowej dostarcza istotnych informacji do oceny uwarunkowań działalności jednostki oraz tworzy podstawy do przeprowadzenia pogłębionych analiz,
- analiza sprawozdania z działalności jednostki jest pomocna przy ocenie dotychczasowych osiągnięć jednostki oraz identyfikacji jej przyszłych zamierzeń.

Analiza sprawozdań finansowych obejmuje także badanie relacji występujących między różnymi elementami sprawozdania¹⁰.

Sprawozdania finansowe zawierają szczegółowe informacje o sytuacji finansowej jednostki gospodarczej. Bilans oraz związane z nim inne sprawozdania finansowe są najważniejszymi nośnikami tych informacji, ponieważ ukazują dokonania jednostki w okresie sprawozdawczym, zwłaszcza w trakcie roku obrotowego.

Użytkownicy informacji prezentowanych w sprawozdaniach finansowych powinni umieć interpretować poszczególne pozycje sprawozdań. Analiza tego typu informacji jest określana mianem czytania sprawozdania finansowego.

Podstawowym celem **czytania sprawozdania finansowego** jest ocena sytuacji finansowej jednostki gospodarczej. Do szczegółowych zadań czytania sprawozdań finansowych należy zaliczyć:

⁹ Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s.35-36.

¹⁰ Sawicki K. red. *Polityka bilansowa i analiza finansowa. Nowoczesne instrumenty zarządzania firmą*, Ekspert, Wrocław 2002, s.118.

- interpretację treści poszczególnych pozycji sprawozdań,
- stwierdzenie stanów zjawisk i procesów finansowych,
- dokonanie oceny stwierdzonych stanów,
- ustalenie zmian stanów zjawisk i procesów finansowych,
- określenie stopnia wykonania zadań w zakresie gospodarki finansowej,
- dostarczenie informacji na potrzeby podejmowania decyzji ekonomicznych.

Czytanie sprawozdań finansowych to proces badawczy obejmujący wiele etapów analitycznych, takich jak:

- zdezagregowanie poszczególnych sprawozdań finansowych,
- ocena różnych pozycji sprawozdań finansowych,
- ustalenie i analiza zmian poszczególnych pozycji sprawozdań finansowych,
- ustalenie prawidłowości strukturalnych występujących w różnych sprawozdaniach finansowych,
- ustalenie relacji występujących między pozycjami sprawozdań finansowych.

Ze względu na zakres przeprowadzanych analiz można wyróżnić dwa rodzaje czytania sprawozdań finansowych:

- czytanie sprawozdań *sensu stricte*,
- czytanie sprawozdań *sensu largo*.

Czytanie sprawozdań finansowych *sensu stricte* polega na analizie, interpretacji i ocenie poszczególnych pozycji sprawozdań. Czytanie sprawozdań finansowych *sensu largo* obejmuje także badanie zmian pozycji sprawozdań i wykrycie prawidłowości strukturalnych oraz relacji występujących między elementami sprawozdań finansowych.

W zależności od podstawy odniesienia elementów sprawozdań wymienia się dwa rodzaje czytania sprawozdań finansowych *sensu largo*:

- czytanie pionowe,
- czytanie poziome.

Czytanie pionowe sprawozdania finansowego polega na porównaniu wartości danych pozycji sprawozdania z różnych okresów sprawozdawczych. Ma to na celu ustalenie skali i kierunków zmian tych pozycji w badanych okresach. Wyniki porównań są przedstawiane w postaci kwot absolutnych zmian oraz ujętych procentowo indeksów dynamiki, ukazujących skalę zmian pozycji sprawozdania z okresu na okres. Czytanie pionowe sprawozdania finansowego umożliwia ustalenie tendencji w kształtowaniu się zjawisk i procesów

finansowych w okresach minionych oraz tworzy podstawy do wskazania przebiegu tych zjawisk i procesów w okresach przyszłych.

Czytanie poziome sprawozdania finansowego polega na analizie prawidłowości strukturalnych występujących w sprawozdaniach finansowych. Odbywa się to przez określenie struktury różnych wielkości agregatowych. Jednocześnie ustala się zmiany zachodzące w czasie w strukturze tych wielkości. Czytanie poziome sprawozdania umożliwia ocenę powiązań wewnętrznych różnych elementów składowych zjawisk i procesów finansowych¹¹.

Pogłębieniem analizy danych dokonywanej w trakcie czytania sprawozdań finansowych jest analiza wskaźnikowa, na której to analizie skupi się niniejsze opracowanie. **Analiza wskaźnikowa** jest metodą badań analitycznych informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych, opartą na wskaźnikach finansowych wyprowadzanych ze sprawozdań. Analizę tę uważa się za najskuteczniejszą metodę analizy finansowej. Wskaźniki finansowe umożliwiają bowiem kontrolę stanu i pozycji finansowej jednostki gospodarczej, przy czym wskaźniki te mogą być zastosowane zarówno do oceny bieżącej, jak i do prognozowania sytuacji finansowej jednostki gospodarczej.

Wskaźnik finansowy wyraża kształtowanie się określonego zjawiska finansowego na tle innego zjawiska finansowego merytorycznie z nim powiązanego.

Wskaźnik finansowy jest pewnym rodzajem wskaźników natężenia, które przedstawiają stosunek wartości jednego zjawiska do wartości drugiego zjawiska. Ogólna formuła wskaźnika finansowego jest następująca:

Rysunek 1. Ogólna formuła wskaźnika finansowego	
$W = \frac{Y}{X},$	gdzie: W — wskaźnik finansowy, Y, X — zjawiska finansowe.
Źródło: Nowak E. <i>Analiza sprawozdań finansowych</i> , PWE, Warszawa 2008, s.55.	

Wskaźnik W zapisany za pomocą wzoru (4.25) informuje, ile jednostek zjawiska Y przypada na jednostkę zjawiska X .

Wskaźniki finansowe są konstruowane zazwyczaj jako relacje między odpowiednio wybranymi pozycjami sprawozdań finansowych. Tak konstruowane wskaźniki obrazują więc powiązania występujące między różnymi elementami sprawozdań. Ponieważ sprawozdania te przedstawiają wiele różnych zjawisk i procesów finansowych, dlatego na ich podstawie

¹¹ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.37.

można tworzyć wachlarz wskaźników finansowych o odmiennej treści ekonomicznej, zróżnicowanej pojemności informacyjnej i znaczeniu analitycznym.

Duża różnorodność wskaźników finansowych wymaga odpowiedniej ich klasyfikacji, tj. pogrupowania i uszeregowania. Ponadto powoduje to konieczność ograniczenia liczby wskaźników wykorzystywanych w badaniach praktycznych. Zbyt duża liczba wskaźników utrudnia bowiem formułowanie jednoznacznych wniosków i syntetycznych ocen. Chodzi o tzw. konflikt wskazań, który polega na tym, że wartości poszczególnych wskaźników ustalone dla tej samej jednostki mogą prowadzić do różnych ocen: w świetle jednych wskaźników sytuacja badanej jednostki może się przedstawiać korzystnie, natomiast w świetle innych niekorzystnie.

W literaturze z zakresu analizy finansowej są przedstawione różne klasyfikacje wskaźników finansowych ze względu na ich treść ekonomiczną. W tym przypadku nie obowiązują bowiem uregulowania prawne, które narzucałyby jednolity system grupowania wskaźników finansowych. Klasyfikacja wskaźników finansowych i ich dobór na potrzeby analizy zależą od jednostek zainteresowanych sytuacją finansów przedsiębiorstwa. Mimo dużej dowolności występuje jednak pewna zgodność poglądów co do podstawowych grup wskaźników finansowych. Chodzi przede wszystkim o to, aby różne jednostki gospodarcze mogły być oceniane i porównywane ze względu na podobne zestawy wskaźników, które stanowiłyby wspólną płaszczyznę odniesienia.

W literaturze przedmiotu przeważa klasyfikacja wskaźników finansowych według ich treści merytorycznych na cztery grupy¹²:

¹² Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s.183.

- wskaźniki rentowności:
 - sprzedaży,
 - aktywów,
 - kapitałów,
- wskaźniki płynności finansowej:
 - bieżącej,
 - podwyższonej,
 - gotówkowej,
 - kapitału obrotowego netto do aktywów obrotowych,
- wskaźniki sprawności działania,
 - wskaźnik rotacji zapasów w dniach,
 - wskaźnik rotacji należności w dniach,
 - wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach,
- wskaźniki wspomagania finansowego,
 - wskaźniki zadłużenia,
 - wskaźniki wypłacalności,
- wskaźniki rynku kapitałowego.

Analiza **rentowności sprzedaży** jest ważnym obszarem analizy rentowności działalności przedsiębiorstwa. Analiza ta umożliwia bowiem syntetyczną ocenę opłacalności sprzedaży produktów wytworzonych przez przedsiębiorstwo i towarów przez nie zakupionych. Wiadomo, że wyrażoną wartościowo miarą efektów sprzedaży produktów przedsiębiorstwa i towarów jest przychód ze sprzedaży. Przychód ten powinien być na tyle wysoki, aby przedsiębiorstwo osiągnęło pewną nadwyżkę nad kosztami, którą jest wynik finansowy. Przedmiotem analizy rentowności sprzedaży jest zatem relacja wyniku finansowego do przychodu ze sprzedaży¹³.

Rentowność jest jednym z istotniejszych kryteriów finansowej oceny firmy i umiejętność mierzenia i badania rentowności, analizowania czynników, mających na nią wpływ oraz interpretowania rezultatów przeprowadzonej analizy jest warunkiem sprawnego systemu zarządzania. Najogólniej biorąc, rentowność to relacja między osiąganymi przez firmę przychodami a ponoszonymi kosztami. Wysoka rentowność, a więc pozytywna relacja

¹³ Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s.184.

między przychodami i kosztami świadczy o opłacalności działań firmy, potwierdzając w ten sposób słuszność obranej strategii gospodarowania¹⁴.

przyczynia się do wzrostu wartości firmy, co często traktuje się jako główny cci jej istnienia.

Najbardziej kompleksowym wskaźnikiem rentowności sprzedaży jest wskaźnik rentowności netto sprzedaży, nazywany także wskaźnikiem zwrotu ze sprzedaży (*return on sales ROS*) lub inaczej marżą zysku netto (*net profit margin NPM*). Oblicza się go według wzoru:

Rysunek 2. Wskaźnik rentowności netto sprzedaży.	
$\text{wskaźnik rentowności netto sprzedaży} = \frac{\text{wynik netto}}{\text{przychody ogółem}} \cdot 100\%$	
Źródło: Nowak E. <i>Analiza sprawozdań finansowych</i> , PWE, Warszawa 2008, s.184.	

Wskaźnik ten informuje, ile zysku netto przynosi każde 1 zł zaangażowane w przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów.

Narzędziami oceny efektywności wykorzystywania zasobów zaangażowanych w działalność jednostki gospodarczej są wskaźniki **rentowności aktywów**, nazywane także wskaźnikami rentowności majątku¹⁵. Podstawowym wskaźnikiem rentowności ogółu aktywów jest wskaźnik rentowności aktywów netto, nazywany także wskaźnikiem zwrotu z aktywów (*return on assets ROA*). Informuje on o zdolności aktywów do generowania zysku netto, czyli pokazuje, jak efektywnie są wykorzystane aktywa przedsiębiorstwa. Oblicza się go według następującego wzoru:¹⁶.

Rysunek 3. Wskaźnik rentowności netto aktywów.	
$\text{wskaźnik rentowności netto aktywów} = \frac{\text{wynik netto}}{\text{aktywa ogółem}} \cdot 100\%$	
Źródło: Nowak E. <i>Analiza sprawozdań finansowych</i> , PWE, Warszawa 2008, s.179.	

Wskaźniki **rentowności kapitału** mają wiele odmian, które się różnią między sobą kategorią wyniku finansowego występującą w liczniku oraz rodzajem kapitału uwzględnionego w mianowniku.

¹⁴ Pawlak-Lis red., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, WWZ, Warszawa 2007, s.

¹⁵ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.178.

¹⁶ Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, PWN 2008, s. 94.

Ważną rolę w analizie rentowności kapitału odgrywa analiza rentowności kapitału własnego. Rentownością kapitału własnego są szczególnie zainteresowani właściciele jednostki gospodarczej, czyli akcjonariusze i udziałowcy. Oczekują oni, że zaangażowany przez nich kapitał w działalność jednostki przyniesie im możliwie wysoki zwrot. Im wyższa jest rentowność kapitału własnego, tym większa jest zdolność kapitału do pomnażania zaangażowanego w jednostkę kapitału i tym większe są możliwości rozwoju jednostki. Rosnąca rentowność kapitału własnego przyczynia się także do wzrostu wartości jednostki gospodarczej. Wskaźniki rentowności kapitału własnego są zazwyczaj oparte na wyniku netto lub wyniku brutto¹⁷.

Wskaźnik rentowności netto kapitału własnego, zwany także stopą zwrotu z kapitału własnego (*return on equity ROE*), oblicza się według wzoru:

Rysunek 4. Wskaźnik rentowności netto aktywów.

$$\text{wskaźnik rentowności netto kapitału własnego} = \frac{\text{wynik netto}}{\text{kapitał własny}} \cdot 100\%$$

Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.190.

Wskaźnik ten informuje, jaka kwota wyniku netto przypada na jedną złotówkę zaangażowanego kapitału własnego. Im wartość wskaźnika ROE jest wyższa, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa przedsiębiorstwa. Wyższa rentowność kapitału własnego stanowi zachętę dla inwestorów, stwarza bowiem możliwość uzyskania wyższej dywidendy oraz stanowi o potencjale dalszego rozwoju przedsiębiorstwa¹⁸.

Kapitał własny występujący w mianowniku powyższego równania obejmuje zarówno kapitał wniesiony przez właścicieli w momencie założenia jednostki, jak i wygospodarowany przez jednostkę w trakcie jej funkcjonowania. Jednak akcjonariuszy lub udziałowców interesuje zwłaszcza rentowność wniesionego przez nich kapitału. Informacje na ten temat mogą być podstawą do podjęcia przez nich decyzji dotyczących utrzymania lub zbycia posiadanych akcji lub udziałów. Wysoka rentowność wniesionego kapitału będzie skłaniać do utrzymania inwestycji w przedsiębiorstwo. Niska rentowność tego kapitału będzie natomiast skłaniać do podjęcia decyzji o zbyciu posiadanych akcji lub udziałów. Wskaźnikiem rentowności kapitału odzwierciedlającym właśnie rentowność kapitału wniesionego przez

¹⁷ Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s.190.

¹⁸ Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza...*, *op. cit.* s. 95.

akcjonariuszy lub udziałowców jest wskaźnik rentowności kapitału zakładowego. Wskaźnik ten jest stosunkiem wyniku netto do kapitału zakładowego:

Rysunek 5. Wskaźnik rentowności kapitału zakładowego.

$$\text{wskaźnik rentowności kapitału zakładowego} = \frac{\text{wynik netto}}{\text{kapitał zakładowy}} \cdot 100\%$$

Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.190.

Wskaźnik ten informuje, jaka kwota wyniku netto została wygospodarowana z jednej złotówki kapitału zakładowego wniesionego przez akcjonariuszy lub udziałowców.

Szczególną kategorią kapitału jest kapitał stały, czyli suma kapitału własnego oraz zobowiązań długoterminowych. Zainwestowany w działalność przedsiębiorstwa kapitał stały powinien przynieść mu odpowiedni zwrot. Zwrot z kapitału stałego jest definiowany jako suma zysku brutto oraz odsetek od zobowiązań długoterminowych. Zysk brutto, a nie zysk netto, traktuje się jako miernik zyskowności jednostki gospodarczej, gdyż jednostka nie ma wpływu na wielkość podatku dochodowego płaconego od zysku do opodatkowania. Zysk brutto jest zyskiem przed wypłatą dywidend akcjonariuszom i nie zawiera odsetek od zobowiązań długoterminowych. Odsetki te pomniejszają natomiast zysk ze sprzedaży i po uwzględnieniu innych pozycji kosztów i przychodów finansowych, wyniku z pozostałej działalności operacyjnej oraz wyniku ze zdarzeń nadzwyczajnych otrzymuje się zysk brutto. Ponieważ zysk brutto nie zawiera odsetek od zobowiązań długoterminowych, dlatego odsetki te należy dodać do zysku brutto. Stopę zwrotu z kapitału stałego zainwestowanego w działalność jednostki gospodarczej odzwierciedla wskaźnik rentowności kapitału stałego. Wskaźnik ten jest stosunkiem zwrotu z kapitału stałego do kwoty kapitału stałego:

Rysunek 6. Wskaźnik rentowności kapitału stałego.

wskaźnik rentowności kapitału stałego

$$= \frac{\text{wynik brutto} + \text{ods. zob. długoterm.}}{\text{kapitał własny} + \text{zob. długoterm.}} \cdot 100\%$$

Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.190.

Wskaźnik powyższy informuje, jaki zwrot został uzyskany z jednej złotówki kapitału stałego zaangażowanego w działalność jednostki gospodarczej. Wskaźnik rentowności kapitału stałego ukazuje zdolność jednostki gospodarczej do wykorzystania kapitałów dostarczanych przez inwestorów. Wskaźnik ten stanowi miarę zwrotu z inwestycji właścicieli, które odzwierciedla kapitał własny, oraz długoterminowych inwestycji innych jednostek, które odzwierciedlają zobowiązania długoterminowe. Dlatego wskaźnik rentowności kapitału

stałego jest wykorzystywany do kompleksowej oceny efektywności działalności kierownictwa jednostki gospodarczej¹⁹.

Płynność finansowa przedsiębiorstwa jest oceniana na podstawie porównania płynnych aktywów (czyli takich, które można szybko przekształcić na środki pieniężne) z zobowiązaniami, które przedsiębiorstwo musi uregulować w najbliższym okresie. Do oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa wykorzystuje się najczęściej następujące wskaźniki:

Rysunek 7. Wskaźniki płynności.

1.	wskaźnik bieżącej płynności finansowej	=	$\frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$
2.	wskaźnik podwyższonej płynności finansowej	=	$\frac{\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy} - \text{krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe czynne}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$
3.	wskaźnik płynności gotówkowej	=	$\frac{\text{środki pieniężne}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$
4.	wskaźnik kapitału obrotowego netto do aktywów obrotowych	=	$\frac{\text{kapitał obrotowy netto}}{\text{aktywa obrotowe}}$

Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.204-206.

Wskaźnik bieżącej płynności finansowej informuje, w jakim stopniu aktywa obrotowe pokrywają zobowiązania krótkoterminowe. W teorii spotyka się pogląd, że wskaźnik ten powinien wynosić od 1,2 do 2. Spadek poniżej krytycznego poziomu 1,0 sygnalizuje trudności przedsiębiorstwa w wywiązywaniu się z zobowiązań krótkoterminowych. Z drugiej strony wysoka wartość tego wskaźnika również nie jest korzystna, ponieważ prowadzi do redukcji jego rentowności ze szkodą dla właścicieli. Wysoka wartość tego wskaźnika płynności, która sugeruje redukcję ryzyka udzielenia kredytu, jest poglądem krótkowzrocznym, gdyż w długim okresie to rentowność decyduje o zdolności przedsiębiorstwa do spłaty zobowiązań, a nie płynność jego aktywów.

¹⁹ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.190.

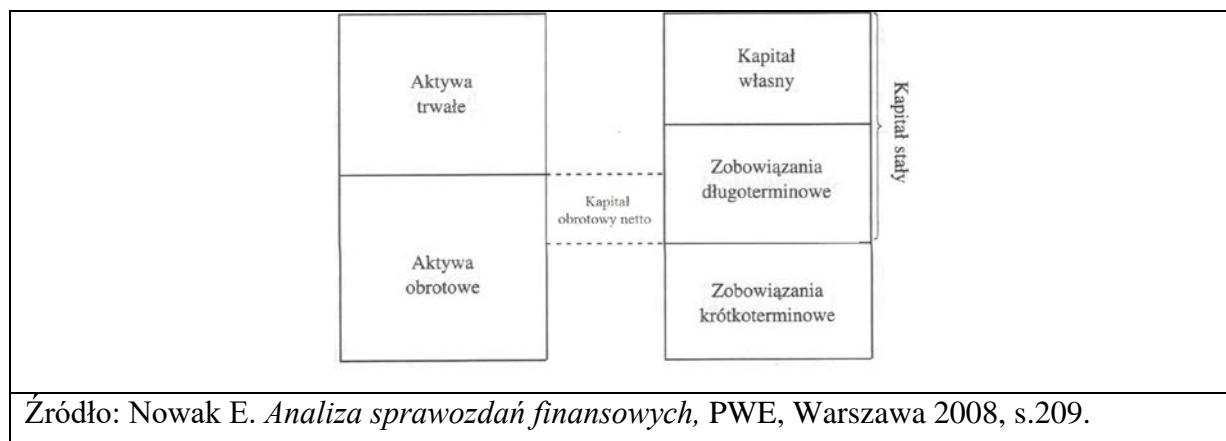
Wskaźnik bieżącej płynności zawsze budził pewne kontrowersje. Łatwo zauważyć, że aktywa obrotowe są grupą niejednorodną. Jeśli przedsiębiorstwo, które funkcjonuje w określonej branży, nie jest w stanie ich sprzedać, to być może nie można ich spieniężyć za cenę odpowiadającą ich wartości księgowej. Fakt ten powoduje, iż kredytodawcy preferują analizę, która nie uwzględnia zapasów oraz rozliczeń międzyokresowych czynnych. **Wskaźnik podwyższonej płynności finansowej**, nazywany wskaźnikiem szybkim tym różni się od poprzedniego, że od aktywów obrotowych odejmuje się zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe czynne (np. koszty ubezpieczenia na przyszły rok). Wskaźnik ten uważa się za bardziej wymagającą miarę płynności niż wskaźnik bieżącej płynności. Uważa się, że optymalny poziom tego wskaźnika wynosi 1.

Wskaźnik płynności gotówkowej pozwala określić, jaką część zobowiązań bieżących można bezzwłocznie spłacić, nie czekając na spłaty należności. Generalnie przyjmuje się, że zasoby środków pieniężnych powinny być ograniczone do niezbędnego minimum. Spotykane są poglądy, że wzorcowy wskaźnik wypłacalności środków pieniężnych wynosi 0,2. Wartość poznawcza tego wskaźnika maleje wraz z rozwojem usług bankowych. Banki umożliwiają zaciągnięcie kredytu w rachunku bieżącym, a nawet dopuszczają krótkoterminowe przekroczenie salda na rachunku. Podejście takie ułatwia zarządzanie środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie, gdyż umożliwia terminowe płacenie zobowiązań w przypadku krótkookresowych problemów z płynnością, które mogą być spowodowane niekorzystnym rozkładem płatności w czasie. Fakt ten znacząco zmniejsza wartość poznawczą tego wskaźnika²⁰.

Wskaźnik kapitału obrotowego netto do aktywów obrotowych nie wynika wprost z bilansu. Trzeba go obliczyć jako różnicę między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami krótkoterminowymi lub różnicę kapitału stałego (kapitału własnego w połączeniu z zobowiązaniami długoterminowymi) i aktywów trwałych. Graficzna ilustracja kapitału obrotowego na tle ogólnej struktury bilansu przedsiębiorstwa jest przedstawiona na poniższym rysunku.

Rysunek 8. Kapitał obrotowy netto.

²⁰ Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza...*, op. cit. s. 71.



Wskaźnik kapitału obrotowego netto do aktywów obrotowych określa, jaki jest udział kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów obrotowych. Na pozytywną ocenę zasługuje wzrost wartości tego wskaźnika. Spadek relacji kapitału obrotowego do aktywów obrotowych może wskazywać na wzrost zakresu korzystania z kredytów lub na trudności w terminowym wywiązywaniu się ze zobowiązań bieżących²¹.

Wskaźniki sprawności działania, zwane też wskaźnikami aktywności, informują o zdolności do generowania przychodów netto ze sprzedaży przy wykorzystaniu zasobów przedsiębiorstwa. Innymi słowy, wskaźniki te pozwalają zmierzyć, jak efektywnie przedsiębiorstwo zarządza aktywami, którymi dysponuje.

Do wskaźników sprawności działania zalicza się przede wszystkim:

- wskaźnik rotacji zapasów w dniach,
- wskaźnik rotacji należności w dniach,
- wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach,

Wskaźnik rotacji zapasów w dniach to relacja sianu zapasów do przeciętnej dziennej wartości sprzedaży. Wskaźnik ten oblicza się, stosując formułę:

Rysunek 9. Wskaźnik rotacji zapasów w dniach.	
$\text{wskaźnik rotacji zapasów w dniach} = \frac{\text{zapasy}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \cdot 365$	
Źródło: Sierpińska M., Jachna T., <i>Metody podejmowania decyzji finansowych</i> , PWN 2008, s. 95.	

²¹ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.2010.

Poziom tego wskaźnika informuje, jak długo przeciętnie zapasy oczekują na sprzedaż. Innymi słowy, wskaźnik ten określa czas zamrożenia środków przedsiębiorstwa w zapasach materiałów, produktów i towarów. Im krótszy jest ten okres, tym szybsza jest rotacja zapasów, a to jest oznaką sprawności zarządzania składnikami rzeczowych aktywów obrotowych²².

Wskaźnik rotacji należności (krótkoterminowych) w dniach jest stosunkiem stanu należności do dziennego przychodu ze sprzedaży:

Rysunek 10. Wskaźnik rotacji należności w dniach.

$$\text{wskaźnik rotacji należności w dniach} = \frac{\text{należności krótkoterminowych}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \cdot 365$$

Źródło: Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, PWN 2008, s. 95.

Wskaźnik powyższy informuje, w ciągu ilu dni następuje spłata należności. Wskaźnik ten określa zatem czas zamrożenia środków pieniężnych w należnościach. Wartości wskaźnika należności w dniach powinny być oczywiście możliwie niskie²³.

Wskaźnik rotacji zobowiązań (krótkoterminowych) w dniach odzwierciedla efektywność przedsiębiorstwa w negocjacjach z dostawcami. Obliczając ten wskaźnik wykorzystujemy wzór:

Rysunek 11. Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach.

$$\text{wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach} = \frac{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \cdot 365$$

Źródło: Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, PWN 2008, s. 95..

Wskaźnik ten informuje, co ile dni, przeciętnie biorąc, następuje spłata zobowiązań krótkoterminowych wobec wierzycieli z osiąganego przez przedsiębiorstwo przychodu ze sprzedaży²⁴.

Wykorzystując trzy wyżej wymienione elementy cyklu obrotowego, możliwy do obliczenia staje się **cykl środków pieniężnych**, nazywany także cyklem konwersji gotówki. Cykl środków pieniężnych obejmuje okres, jaki upływa od momentu odpływu środków

²² Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza...*, op. cit. s. 81.

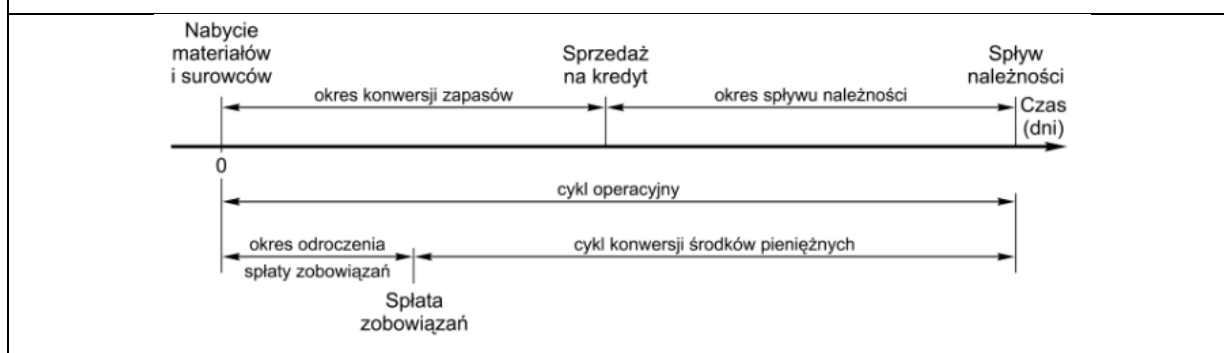
²³ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.219.

²⁴ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.224

pieniężnych w związku z regulowaniem zobowiązań do momentu wpływu środków pieniężnych z tytułu inkasowania należności. Cykl ten jest więc czasem, jaki upływa od momentu wydatkowania przez przedsiębiorstwo środków pieniężnych na zapłatę za zakupione materiały niezbędne do prowadzenia działalności do momentu uzyskania przez przedsiębiorstwo wpływu środków pieniężnych ze sprzedaży wytworzonych produktów.

Cykl środków pieniężnych jest różnicą między rotacją zapasów i należności a okresem spłaty zobowiązań. Jest on równy przeciętnemu okresowi zamrożenia jednej złotówki w aktywach obrotowych (zapasach i należnościach). Graficzna ilustracja cyklu środków pieniężnych jest przedstawiona na poniższym rysunku:

Rysunek 12. Cykl środków pieniężnych - grafika



Źródło: Michalski G., *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWN, Warszawa 2005, s. 98.

Cykl środków pieniężnych można także przedstawić za pomocą równania:

Rysunek 13. Cykl środków pieniężnych – sposób obliczania

$$\text{Cykl środków pieniężnych} = \text{Rotacja zapasów w dniach} + \text{Rotacja należności w dniach} - \text{Rotacja zobowiązań w dniach}$$

Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.228.

Im krótszy jest cykl środków pieniężnych, tym większa jest sprawność finansowa przedsiębiorstwa. Wtedy bowiem przedsiębiorstwo szybciej odzyskuje środki pieniężne zaangażowane w aktywa obrotowe (zapasy i należności), które może ponownie przeznaczyć na działalność. Im dłuższy jest cykl środków pieniężnych, tym większe jest zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na finansowanie zewnętrzne, co przyczynia się do wzrostu kosztów prowadzenia bieżącej działalności.

Stabilność finansowa przedsiębiorstwa zależy w dużym stopniu od poziomu jego zadłużenia. Dlatego ważnym aspektem analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa jest

analiza wielkości tego zadłużenia. Oczywiście przedsiębiorstwo, korzystając z obcych źródeł finansowania, jest zobowiązane do zwrotu pożyczonego kapitału wraz z odsetkami. Dlatego równie ważnym obszarem analizy zadłużenia przedsiębiorstwa jest analiza zdolności przedsiębiorstwa do obsługi długu. Z tych właśnie powodów krystalizują się dwie grupy wskaźników:

- **wskaźniki zadłużenia,**
- **wskaźniki wypłacalności.**

Najbardziej syntetycznym wskaźnikiem poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa jest **wskaźnik ogólnego zadłużenia**, nazywany także wskaźnikiem obciążenia aktywów zobowiązaniami. Wskaźnik ten jest stosunkiem ogółu zobowiązań przedsiębiorstwa do całej kwoty jego aktywów, co można zapisać następująco:

Rysunek 14. Wskaźnik ogólnego zadłużenia.	
wskaźnik ogólnego zadłużenia = $\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$	
Źródło: Nowak E. <i>Analiza sprawozdań finansowych</i> , PWE, Warszawa 2008, s.232.	

Wskaźnik ten informuje, jaki jest udział zobowiązań w finansowaniu aktywów przedsiębiorstwa. Wskaźnik ogólnego zadłużenia ukazuje również stopień zabezpieczenia spłaty całości zadłużenia przedsiębiorstwa jego aktywami. Wysoka wartość tego wskaźnika świadczy o dużym uzależnieniu finansowym przedsiębiorstwa, gdyż jego aktywa są finansowane w większym stopniu ze źródeł obcych. Z kolei niska jego wartość wskazuje na niezależność finansową przedsiębiorstwa, gdyż aktywa są w większym stopniu pokryte kapitałami własnymi przedsiębiorstwa.²⁵

Tak zwany **mnożnik kapitału własnego**, którego prezentuje poniższy wzór, jest kolejnym pomocnym wskaźnikiem przy ocenie struktury finansowania przedsiębiorstwa.

Rysunek 15. Mnożnik kapitału własnego.	
mnożnik kapitału własnego = $\frac{\text{aktywa ogółem}}{\text{kapitał własny}}$	
Źródło: Nowak E. <i>Analiza sprawozdań finansowych</i> , PWE, Warszawa 2008, s.232.	

²⁵ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.232-236.

Wskaźnik ten ukazuje stopień zaangażowania kapitałów własnych w majątku przedsiębiorstwa. Wartość tego wskaźnika zawierać się może w przedziale od 1 do, teoretycznie plus nieskończoności²⁶.

Przy ocenie poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa ważny jest również udział zobowiązań długoterminowych w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Do oceny tej relacji wykorzystuje się następujące wskaźniki finansowe:

- wskaźnik zadłużenia długoterminowego,
- wskaźnik zadłużenia aktywów trwałych.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego jest stosunkiem zobowiązań długoterminowych do ogółu aktywów przedsiębiorstwa. Wskaźnik ten wyraża się formułą:

Rysunek 16. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego.

$$\text{wskaźnik zadłużenia długoterminowego} = \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{aktywa ogółem}}$$

Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.232.

Wskaźnik powyższy informuje, jaka część aktywów przedsiębiorstwa jest finansowana zobowiązaniami długoterminowymi. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego jest uszczegółowieniem wskaźnika ogólnego zadłużenia. Jest pożądane, aby wskaźnik zadłużenia długoterminowego przybierał wartości niezbyt odbiegające od poziomu wskaźnika ogólnego zadłużenia. Wówczas bowiem udział zobowiązania o dłuższym terminie wymagalności w całości zobowiązań przedsiębiorstwa jest wysoki, a to sprzyja stabilności finansowej przedsiębiorstwa²⁷.

Jeśli w powyższym wzorze do zobowiązań długoterminowych dodać kapitał własny, tworząc w ten sposób wartość kapitału stałego i dzieląc go przez aktywa ogółem, powstanie nowy wskaźnik - **wskaźnik trwałości struktury finansowania**, którego postać wyraża poniższy zapis:

Rysunek 17. Wskaźnik trwałości struktury finansowania.

$$\text{wskaźnik trwałości struktury finansowania} = \frac{\text{kapitał stały}}{\text{aktywa ogółem}}$$

Źródło: Dane za stroną internetową: www.rsg.pl/wskaznik_trwalosci_struktury_finansowania/w/slownik.html, 2013-05-12

²⁶ Dane za stroną internetową: www.analizyontime.pl/?sub=8&page=dupont, 2013-05-09.

²⁷ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.236-239.

Wskaźnik trwałości struktury finansowania pokazuje jaki jest udział kapitałów długoterminowych w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa. Wysokie wartości wskaźnika oznaczają wyższy stopień bezpieczeństwa finansowego²⁸.

Zobowiązania długoterminowe powinny mieć pokrycie głównie w aktywach trwałych. Dlatego do oceny poziomu zadłużenia długoterminowego wykorzystuje się **wskaźnik zadłużenia aktywów trwałych**. Wskaźnik ten jest stosunkiem zobowiązań długoterminowych do wartości netto aktywów trwałych, co wyraża zapis:

Rysunek 18. Wskaźnik zadłużenia aktywów trwałych.

$$\text{wskaźnik zadłużenia aktywów trwałych} = \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{aktywa trwałe}}$$

Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.234.

Wskaźnik ten informuje, jaka wielkość zobowiązań długoterminowych przypada na jedną złotówkę aktywów trwałych netto.

Wskaźnik zadłużenia aktywów trwałych jest wykorzystywany do oceny stopnia zabezpieczenia zobowiązań długoterminowych całością aktywów trwałych przedsiębiorstwa. Uznaje się, że wartości tego wskaźnika powyżej jedności sygnalizują zagrożenie długookresowego bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa. Należy przy tym dodać, że wartości tego wskaźnika zależą w dużym stopniu od struktury aktywów przedsiębiorstwa, na którą wpływa charakter jego działalności.²⁹

Główną użytecznością **wskaźników rynku kapitałowego** jest ocena celowości inwestowania w akcje danego przedsiębiorstwa. Ilustracja postrzegania przez rynek efektywności działania analizowanego podmiotu jest ich kolejnym zadaniem. Dzięki odzwierciedlaniu efektów oceny rynkowej, analiza wskaźników rynku kapitałowego pozwala ująć wszystkie atuty przedsiębiorstwa nieuwzględnione w sprawozdaniach finansowych, w tym aktywa, zarówno materialne, jak i niematerialne, które nie są wykazywane w bilansie. Stosować je można jednak tylko dla przedsiębiorstw, których akcje są notowane na giełdzie papierów wartościowych.

²⁸ Dane za stroną internetową: www.rsg.pl/wskaznik_trwalosci_struktury_f finansowania/w/slownik.html, 2013-05-06.

²⁹ Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s.236-239.

Jednym z najpopularniejszych wskaźników rynku kapitałowego jest **wskaźnik cena/zysk** wyrażony poniższym wzorem:

Rysunek 19. Wskaźnik cena/zysk.

$$\text{wskaźnik cena/zysk} = \frac{\text{aktualna cena rynkowa akcji}}{\text{zysk netto na jedną akcję}}$$

Źródło: Gołębiowski G, Tłaczała A., *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin Warszawa 2009, s. 227

Aktualna cena rynkowa jest to zazwyczaj cena notowań z ostatniego dnia notowań badanego okresu.

Głównym celem analizy z wykorzystaniem tego wskaźnika jest przybliżona ocena celowości inwestowania w akcje danej spółki. Jego treść ekonomiczna określa liczbę lat obrachunkowych, w ciągu których zysk przypadający na jedną akcję pokryje cenę jej zakupu, przy założeniu, że spółka będzie w przyszłości przynosić zyski. Innymi słowy określa, za ile lat zwróci się inwestycja w akcje. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym relatywnie droższe są akcje, a więc wyższa wycena spółki przez rynek.

Osobny wskaźnik tworzy sam mianownik powyższego równania. Chodzi o **wskaźnik zysku na jedną akcję** (*earnings per share EPS*). Wskaźnik określa wielkość zysku przypadająca na jedną akcję i liczy się go niższym wzorem:

Rysunek 20. Wskaźnik zysku netto na jedną akcję.

$$\text{wskaźnik zysku netto na jedną akcję} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{liczba akcji}}$$

Źródło: Gołębiowski G, Tłaczała A., *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin Warszawa 2009, s. 227

Wartość wskaźnika jest istotna dla inwestorów liczących na korzystną dywidendę, jak i dla inwestorów oczekujących wzrostu wartości akcji ze względu na rosnący zysk spółki. Oczekuje się coraz wyższej wielkości tego wskaźnika. Innymi słowy, im wyższa jest jego wartość, tym lepiej. Istotne jest jednak, aby zmiany jego poziomu były stabilne w szeregu czasowym.

Innym wskaźnikiem grupy rynku kapitałowego jest **wskaźnik cena/wartość księgowa**, którego sposób liczenia obrazuje poniższy wzór:

Rysunek 21. Wskaźnik cena/wartość księgowa.

$\text{wskaźnik cena/wartość księgowa} = \frac{\text{aktualna cena rynkowa akcji}}{\text{wartość księgowa firmy na jedną akcję}}$

Źródło: Gołębiowski G, Tłaczała A., *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin Warszawa 2009, s. 228

Wskaźnik powyższy określa jaką wielokrotność wartości księgowej netto³⁰ przedsiębiorstwa trzeba zapłacić, aby wejść w posiadanie jego akcji. Wartość wskaźnika przekraczająca 1.0 oznacza, że na wartość przedsiębiorstwa w znacznym stopniu składają się elementy niematerialne, nieuwjęte przez rachunkowość oraz że rynek oczekuje dużego tempa wzrostu zysków firmy. Gdy majątek takiej spółki jest relatywnie wysoki, branża zaś stwarza nadzieję na dobre wyniki, poziom wskaźnika jest ważną informacją dla inwestorów chcących kupić akcje na dłuższy okres. Z kolei wysoka wartość wskaźnika może świadczyć o przewartościowaniu akcji spółki.

Na rynkach światowych nie ma jednoznacznych norm dla tego wskaźnika. Kształtuje się on na różnym poziomie w poszczególnych branżach, odzwierciedlając potencjał wzrostowy i stopę zwrotu z kapitału. Na rynku USA waha się w przedziale 1,3—2,0, na rynku japońskim w granicach 2,0. W Polsce 0,5-3,5. Obserwacja jego zmian w czasie i porównywanie z innymi spółkami danej branży, które to działania są właściwe dla wszystkich wskaźników rynku kapitałowego, może być bardzo pomocne przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.³¹

Przy interpretacji wartości wskaźników finansowych powstaje ważne zagadnienie określenia kierunku wpływu wartości wskaźników na sytuację finansową ocenianej jednostki. Kierunek ten odzwierciedla rodzaj funkcji preferencji określonej na zbiorze wartości wskaźnika. Biorąc pod uwagę kierunek funkcji preferencji, można wymienić cztery rodzaje wskaźników finansowych:

- wskaźniki finansowe stymulanty,
- wskaźniki finansowe destymulanty,
- wskaźniki finansowe nominanty,
- wskaźniki finansowe neutralne.

³⁰ to kapitały własne przedsiębiorstwa lub (zgodnie z bardziej rozwiniętą procedurą obliczeń) aktywa pomniejszone o zsumowane zobowiązania i rezerwy (ujęte bezpośrednio w pasywach) oraz rozliczenia międzyokresowe bierne wraz z przychodami przyszłych okresów

³¹ Gołębiowski G, Tłaczała A., *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin Warszawa 2009, s. 227

Wskaźnikami finansowymi o charakterze **stymulant** są wskaźniki, których wzrost wartości oznacza lepszą sytuację jednostki w danym obszarze. Stymulantami są więc wskaźniki finansowe, które są korzystne dla oceny badanej jednostki przy wartościach maksymalnych, natomiast niekorzystne przy wartościach minimalnych.

Wskaźnikami finansowymi o charakterze **destymulant** są natomiast wskaźniki, których spadek wartości świadczy o lepszej sytuacji jednostki w danym obszarze. Destymulantami są zatem wskaźniki finansowe, które są korzystne dla oceny danej jednostki przy wartościach minimalnych, natomiast niekorzystne przy wartościach maksymalnych.

Wskaźnikami finansowymi o charakterze **nominant** są wskaźniki finansowe, dla których za najbardziej korzystną sytuację przyjmuje się określoną wartość, nazywaną wartością nominalną, lub pewien przedział liczbowy. Przy wzroście wartości nominant do wartości nominalnej ocena sytuacji jednostki jest coraz bardziej korzystna, natomiast dalszy wzrost tych wartości ponad wartość nominalną powoduje pogorszenie się oceny tej sytuacji.

Wskaźnikami finansowymi **neutralnymi** są wskaźniki, na których zbiorze wartości nie ma określonej funkcji preferencji. Zróżnicowanie wartości takich wskaźników nie wpływa na ocenę sytuacji finansowej jednostki gospodarczej. Dlatego w badaniach praktycznych takie wskaźniki finansowe są zazwyczaj pomijane.

Wykorzystując wskaźniki finansowe do oceny sytuacji finansowej jednostki gospodarczej, należy określić wartości wzorcowe poszczególnych wskaźników. Chodzi o stworzenie obiektywnej podstawy odniesienia dla wartości rzeczywiście osiągniętych przez jednostkę. Na podstawie porównania osiągniętej wartości wskaźnika z wartością wzorcową dokonuje się oceny stopnia realizacji zadań, które mają odzwierciedlenie w danym wskaźniku.

Wartości wzorcowe niektórych wskaźników finansowych mogą być określone na podstawie przesłanek apriorycznych i przy uwzględnieniu teoretycznych aspektów relacji między różnymi zjawiskami i procesami finansowymi. Podejście takie ma jednakże ograniczone możliwości zastosowania praktycznego w sytuacji, gdy jednostki gospodarcze funkcjonują w niestabilizowanych warunkach oraz znajdują się na etapie transformacji. W takiej bowiem sytuacji relacje teoretyczne wyprowadzone z przesłanek apriorycznych nie zawsze mogą być podstawą odniesienia dla relacji występujących w praktyce.

Podobnym podejściem do określenia wartości wzorcowych wskaźników finansowych jest ich ustalenie na poziomie teoretycznie osiągalnych wartości optymalnych. W przypadku wskaźników finansowych o charakterze stymulant będą to wartości maksymalne, w przypadku destymulant — wartości minimalne, a w przypadku nominant — wartości

nominalne. Przy takim sposobie mogą się jednak pojawić problemy związane z praktycznym oszacowaniem wartości optymalnych, które są wartościami skrajnymi. Ponadto w praktyce wartości optymalne wskaźników finansowych mogą być niemożliwe do osiągnięcia lub też niewskazane ze względów ekonomicznych.

Często proponowanym sposobem ustalenia wartości wzorcowych wskaźników finansowych są badania empiryczne przeprowadzane w danej branży. W ramach branży można dokonać dalszego pogrupowania jednostek gospodarczych według innych kryteriów, np. według formy własności, formy prawnej, wielkości. Poprawnie przeprowadzone badanie empiryczne umożliwi ustalenie wartości charakterystycznych wskaźników finansowych dla jednostek branży, przy uwzględnieniu warunków jej działalności³².

Wskaźniki wykorzystywane w analizie mają charakter umowny, a problemy metodologiczne związane z ich budowa utrudniają poprawną interpretację. Wiele z nich stanowi bowiem relację zasobów do strumieni bądź strumieni do zasobów. Zasób (np. aktywa ogółem) jest zawsze określony na dany moment i wyrażony jest w jednostkach wartościowych. Strumienie natomiast (np. przychody, koszty, zysk) ujmowane są narastająco i mając wymiar czasowy, wyrażane są wartościowo na jednostkę czasu. Relacje zasobów do zasobów, podobnie jak strumieni do strumieni, nie mają zatem wymiaru i wyrażone są krotnością lub procentowo. Najwięcej wątpliwości w interpretacji nasuwają relacje zasobów do strumieni lub strumieni do zasobów. W takim przypadku przyjmuje się do obliczeń średnie stany zasobów, co zbliża je do ujęcia strumieni. W analizie wskaźnikowej najistotniejsza jest jednak interpretacja i kryteria oceny poziomu wskaźników oraz ich zmian w czasie.

Analiza wskaźnikowa jest szybką i efektywną metodą wglądu w operacje gospodarcze i wyniki funkcjonowania przedsiębiorstwa. Trzeba dodać, że analiza wskaźnikowa nie jest wolna od pewnych ograniczeń. Najważniejszym z nich jest to, że opiera się ona głównie na przeszłości firmy³³.

1.3. Modele wielowskaźnikowe

³² Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s.54-58.

³³ Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN 2007, s. 145.

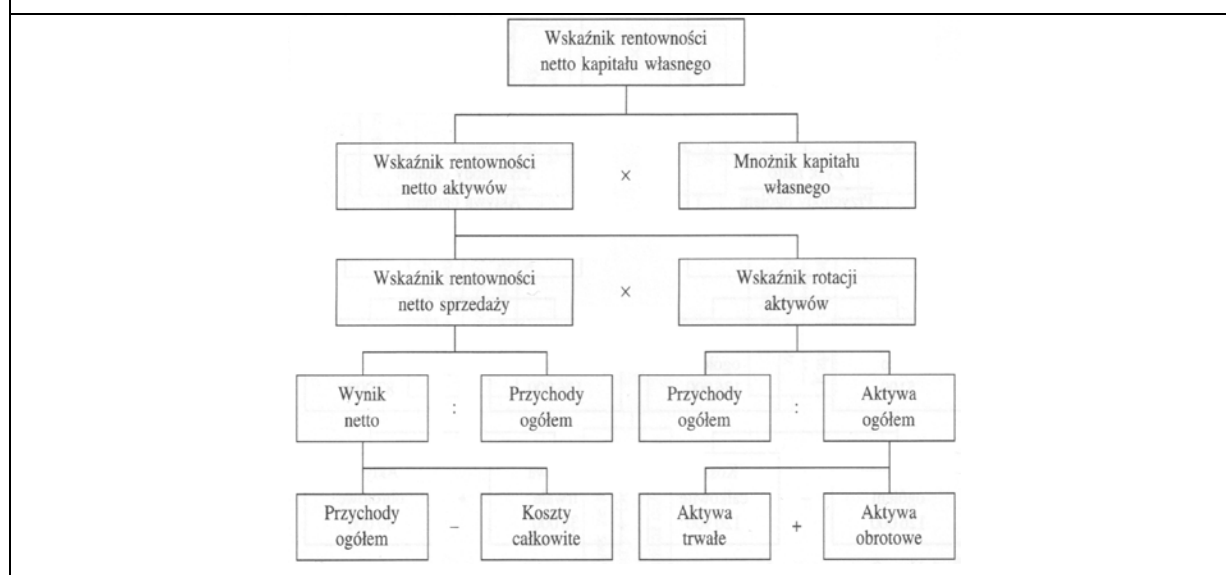
W literaturze najczęściej spotykanymi modelami wykorzystującymi w swej budowie wiele współzależnych wskaźników są:

- model piramidalny DuPonta,
- modele wczesnego ostrzegania.

Budowa piramidalnych układów wskaźników finansowych jest oparta na związkach przyczynowo-skutkowych, jakie występują między różnymi wskaźnikami. Na szczycie takiej piramidy znajduje się wskaźnik, który został uznany za wskaźnik o najwyższym poziomie syntezy informacji. Poprzez analityczny rozkład tego wskaźnika na wskaźniki niższego rzędu (o mniejszym stopniu syntezy informacji) dochodzi się do czynników pierwotnych, pod których wpływem kształtuje się rozpatrywany wskaźnik.

Jednym z najbardziej znanych układów piramidalnych wskaźników finansowych jest **system wskaźników DuPonta**. W systemie tym punktem wyjścia jest wskaźnik rentowności netto kapitału własnego. Rozwinięcie tego wskaźnika za pomocą tego modelu przedstawia poniższy rysunek.

Rysunek 22. Model DuPonta.



Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.199.

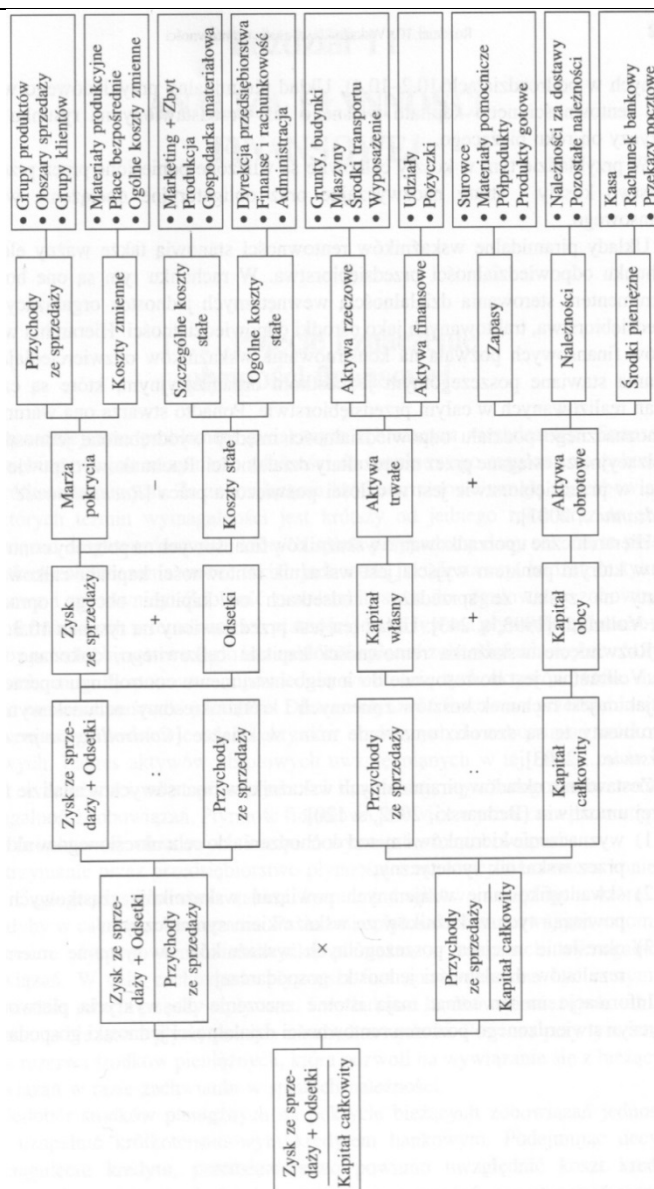
W przedstawionym układzie piramidalnym wskaźnik rentowności netto kapitału własnego został powiązany ze wskaźnikiem rentowności netto aktywów. Ten drugi wskaźnik uzależniono natomiast od wskaźnika rentowności netto sprzedaży i wskaźnika rotacji aktywów. W wyniku dalszego rozcłunkowania tych wskaźników na dole piramidy znalazły się, z jednej strony, przychody ogółem i koszty całkowite, z drugiej zaś — aktywa trwałe i aktywa obrotowe.

Układy piramidalne wskaźników rentowności stanowią także ważny element rachunku odpowiedzialności przedsiębiorstwa. W rachunku tym są one bowiem instrumentem sterowania działalnością wewnętrznych jednostek organizacyjnych przedsiębiorstwa, traktowanych jako ośrodki odpowiedzialności. Hierarchia wskaźników finansowych pozwala na konstruowanie wskaźników odzwierciedlających zadania stawiane poszczególnym jednostkom organizacyjnym, które są częścią zadań realizowanych w całym przedsiębiorstwie. Ponadto stwarza ona warunki do jednoznacznego podziału odpowiedzialności między wyodrębnione jednostki organizacyjne za osiągnięte przez nie rezultaty działalności. Hierarchiczne uporządkowanie wskaźników finansowych na potrzeby controllingu, w którym punktem wyjścia jest wskaźnik rentowności kapitału całkowitego,

oparty na zysku ze sprzedaży i odsetkach od kapitału obcego jest przedstawiony na poniższym rysunku:³⁴.

³⁴ Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s.198.

Rysunek 23. Hierarchizacja wskaźników finansowych na potrzeby controllingu.



Źródło: Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s.201.

Modele wczesnego ostrzegania są syntetyczną miarą oceny zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Innymi słowy, ich zadaniem jest wczesne rozpoznanie zagrożeń dotyczących efektywności gospodarowania i związanej z tym utraty zdolności płatniczej danego przedsiębiorstwa. Systemy wczesnego ostrzegania mogą być więc jednym z elementów oceny kondycji finansowej podmiotu gospodarczego - wykorzystywane jako narzędzie analityczne wymagające jednak pogłębionych badań oceny sytuacji przedsiębiorstwa.

Przykładowych modeli wczesnego ostrzegania można znaleźć w literaturze przedmiotu bardzo wiele. Na potrzeby niniejszego opracowania wykorzystany zostanie model B. Prusaka. Za jego wyborem przemawiają dwa argumenty. Po pierwsze jak wykazują badania³⁵ model ten wykazuje jedną z największych skuteczności działania. Po drugie w autor podczas jego opracowywania obierał swe wyliczenia na 80 przedsiębiorstwach produkcyjnych. Sposób jego wyliczania prezentuje poniższy wzór:

³⁵ Gołębiowski G, Tłaczała A., *Analiza... op. cit.*, s. 255.

Rysunek 24. Model wczesnego ostrzegania B. Prusaka.

$$Z = 6,5245(X_1) + 0,1480(X_2) + 0,4061(X_3) + 2,1754(X_4) - 1,5685$$

X_1 - wynik z działalności operacyjnej / suma bilansowa

X_2 - koszty operacyjne / zobowiązania krótkoterminowe

X_3 - aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe

Y_4 - wynik z działalności operacyjnej / przychody netto ze sprzedaży

Źródło: Gołębiowski G, Tłaczała A., *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin Warszawa 2009, s. 252.

Jego interpretacja wygląda następująco:

- $Z < -0,13$ - przedsiębiorstwo zagrożone upadłością
- $-0,13 \leq Z \leq 0,65$ - nieokreślone („szara strefa”)
- $Z > 0,65$ - brak zagrożenia upadłością

Przewaga modelu wczesnego ostrzegania nad analizą prezentowaną w poprzednich rozdziałach przejawia się w sformułowaniu jednego syntetycznego miernika, który określa, czy klasyfikuje sytuację przedsiębiorstwa do jednej z grup - narażonych na ryzyko upadłości bądź nie. Oprócz istnienia szeregu zalet systemów wczesnego ostrzegania mają one też wady. Można do nich zaliczyć przede wszystkim brak ujęcia dynamicznego (choć niektórzy autorzy modeli starają się dokonywać co jakiś czas modyfikacji istniejącego równania) oraz fakt, że konieczne jest istnienie odmiennych modeli dla przedsiębiorstw działających w różnych państwach i w różnych sektorach gospodarki³⁶.

³⁶ Gołębiowski G, Tłaczała A., *Analiza...*, op. cit s. 239

2. Prezentacja badanego przedsiębiorstwa

2.1. Opis przedsiębiorstwa

ORLEN SA jest jedną z największych korporacji przemysłu naftowego w Europie Środkowo-Wschodniej. Zajmuje się przerobem ropy naftowej na benzyny bezołowiowe, olej napędowy, olej opałowy, paliwo lotnicze, tworzywa sztuczne i wyroby petrochemiczne. Misją firmy jest napędzanie przyszłości poprzez odkrywanie i przetwarzanie zasobów naturalnych. Zintegrowany kompleks rafineryjno-petrochemiczny w Płocku zaliczany jest do najnowocześniejszych i najefektywniejszych tego typu obiektów w Europie. W 2011 r. łączny przerób ropy naftowej w Grupie ORLEN wyniósł blisko 27,8 mln ton. Firma posiada największą w Europie Centralnej sieć blisko 2 700 stacji paliw zlokalizowanych w Polsce, Niemczech, Czechach i na Litwie. Na stacjach oferowane są produkty i usługi najwyższej jakości. Zapleczem sieci detalicznej ORLENU jest efektywna infrastruktura logistyczna, składająca się z naziemnych i podziemnych baz magazynowych oraz sieci rurociągów dalekosiężnych. Przedsiębiorstwo posiada koncesje na lądowe i morskie poszukiwania ropy naftowej i gazu ziemnego na terenie całego kraju. Jednym z głównych priorytetów jest rozpoznawanie i eksploatacja gazu ze złóż niekonwencjonalnych. Przyjętym kierunkiem rozwoju jest przekształcanie PKN ORLEN w koncern typu multiutility zaangażowanego w sektor energetyczny.

Koncern zarządza dziś siedmioma rafineriami w Polsce, Czechach i na Litwie. Od czerwca 2004 roku na podstawie umowy z Funduszem Majątku Narodowego Republiki Czeskiej firma stała się większościowym akcjonariuszem (63%) czeskiego holdingu Unipetrol a.s. zajmującego się przerobem ropy naftowej, dystrybucją paliw oraz produkcją petrochemiczną. Kluczowymi spółkami Holdingu są Ceska Rafinerska – największy przetwórca ropy naftowej w Republice Czeskiej, Paramo – największy czeski producent i dostawca m.in. paliw samochodowych, olejów napędowych i przemysłowych, Chemopetrol – główny dostawca półproduktów dla przemysłu chemicznego oraz branży farmaceutycznej i tworzyw sztucznych, Benzina – największy dystrybutor i sprzedawca paliw w Czechach. Dużym sukcesem Benziny w 2011 roku był wzrost sprzedaży oleju napędowego premium

pod marką Verva Diesel o ponad 60%, osiągnięty dzięki jego najwyższej jakości oraz dostępności na 208 stacjach Benzina i Benzina Plus. Pozwoliło to osiągnąć wyższą od rynku dynamikę sprzedaży olejów napędowych. Konsumpcja paliw Verva ON oraz oferowanego jedynie na rynku czeskim paliwa Verva100 wyniosła w sumie ponad 51 mln litrów. Ponadto Benzina z sukcesem wprowadza na swoim rynku markę Stop Cafe. Na koniec 2011 roku Spółka zarządzała siecią 338 stacji funkcjonujących w segmentach premium i ekonomicznym. Liczba stacji Benzina Plus, spełniających najwyższe wymagania marki premium i oferujących bogaty asortyment usług oraz produktów pozapaliwowych, zwiększyła się w 2011 roku ze 113 do 115. W segmencie ekonomicznym funkcjonowały 223 obiekty wobec 224 w poprzednim roku.

Na Litwie ORLEN stał się od kwietnia 2009 100% właścicielem spółki ORLEN Lietuva (wcześniej AB Mazeikiu Nafta) - jednej z największych spółek na Litwie. Wraz z przejęciem kontroli w spółce firma stała się jednocześnie największym udziałowcem morskiego terminalu przeładunkowego w Butyndze. ORLEN Lietuva jest jedyną rafinerią przerobu ropy naftowej w krajach bałtyckich posiadającą dominującą pozycję na rynkach Litwy, Łotwy i Estonii. Spółka wykorzystuje trzy główne kanały sprzedaży produktów paliwowych jakimi są litewski rynek lokalny, eksport lądowy na Łotwę i Ukrainę oraz do Polski i Estonii, a także eksport drogą morską do Europy Zachodniej i USA z wykorzystaniem terminalu Klaipėdos Nafta.

Spółka działa również w Niemczech. ORLEN Deutschland, którego grupa jest 100% właścicielem, zajmuje się detaliczną sprzedażą paliw w Niemczech w ramach zarządzanej przez tę spółkę siecią paliw pod marką STAR. Rok 2011 był dla ORLEN Deutschland rekordowy pod względem wielkości sprzedaży paliw silnikowych. Wynik przekraczający 2,6 mld litrów – przy utrzymującej się na podobnym poziomie konsumpcji na rynku niemieckim – oznacza wzrost o 10% w porównaniu z 2010 rokiem. Pozwoliło to uzyskać Spółce ponad 5% udział w niemieckim rynku detalicznym. Równie silny wzrost nastąpił w obszarze sprzedaży pozapaliwowej. Obroty sklepów zlokalizowanych przy stacjach zwiększyły się w porównaniu z rokiem 2010 prawie o 9%. Spółka ORLEN Deutschland zarządzała na koniec 2011 roku siecią 567 stacji, z czego 541 pod marką STAR w segmencie ekonomicznym, 25 stacjami zlokalizowanymi przy hipermarketach oraz 1 stacją z segmentu Premium. Efektywne pozycjonowanie marki STAR przyniosło rezultaty w postaci umocnienia pozycji ORLEN

Deutschland jako silnego gracza w segmencie ekonomicznym rynku³⁷. Sukcesem zakończył się również proces włączania do sieci 56 stacji paliw, kupionych pod koniec 2010 roku od OMV³⁸.

2.2. Strategia Spółki na lata 2013-2017

Nic nie wskazuje na to, by w przewidywalnej przyszłości niepewność przestała rządzić rynkami. Dlatego przeanalizowaliśmy wiele wariantów i prognoz na najbliższe lata. Ostatecznie oparliśmy naszą nową strategię na konserwatywnych założeniach. Jestem przekonany, że wytyczyliśmy cele adekwatne do czekających nas wyzwań, a równocześnie pozwalające sprawnie wykorzystać szanse i potencjał rozwoju największego koncernu paliwowego w Europie Środkowo-Wschodniej. Niezmiennym priorytetem pozostaje bezpieczeństwo finansowe, bo nikt rozsądny nie zadłuża się w czasach niepewności, jednak dzięki redukcji długu o ponad 8 mld zł, jaką osiągnęliśmy w ostatnich latach, możemy zakładać intensywny rozwój – powiedział Jacek Krawiec, Prezes Zarządu PKN ORLEN.

Dzięki skutecznej realizacji celów strategicznych w latach 2008-2012 PKN ORLEN może znów myśleć o rozwoju i poważnych inwestycjach, a także - po raz pierwszy od 2008 roku - o wypłacie dywidendy. Odbudowa kondycji finansowej firmy stworzyła solidne fundamenty do dalszego rozwoju Grupy Kapitałowej ORLEN w kolejnych latach - dodaje Sławomir Jędrzejczyk, Wiceprezes ds. Finansowych PKN ORLEN.

Stabilizacja sytuacji finansowej pozwala koncernowi założyć, że od przyszłego roku zostanie wdrożony program wypłaty zysku dla Akcjonariuszy, przewidujący stopniowe zwiększanie wypłacanej dywidendy. Poziom dywidendy będzie się odnosił do średniego kursu akcji za poprzedni rok, z uwzględnieniem realizacji strategicznych celów bezpiecznych fundamentów finansowych i prognoz dotyczących otoczenia makroekonomicznego. Docelowy poziom dywidendy to 5% średniej rocznej kapitalizacji Spółki. Powiązanie

³⁷ Dane za stroną internetową: www.orlen.pl/PL/OFirmie/OrlenWEuropie/Strony/default.aspx, 2013-05-06.

³⁸ OMV - austriacka grupa zajmująca się przetwarzaniem ropy naftowej oraz dystrybucją produktów ropopochodnych m.in. paliw.

dywidendy ze średnim rocznym kursem akcji uniezależni jej wysokość od chwilowych wahań kursu. Metoda ta nie wiąże dywidendy z zyskiem netto, który w branży rafineryjnej podlega dużej zmienności i często zawiera elementy o charakterze niegotówkowym, takie jak przeszacowanie zapasów czy kredytów, przez co nie w pełni odzwierciedla wypracowywane przez Spółkę środki pieniężne. Przyjęty w nowej strategii wzorzec (tzw. dividend yield czyli stopa dywidendy³⁹) odzwierciedla praktyki dywidendowe stosowane przez wiele europejskich i światowych koncernów naftowych, których stopa dywidendy wahała się w ubiegłym roku w przedziale od 2,6% do 5,6%.

Podstawą działalności grupy pozostanie segment rafineryjny dysponujący wysokiej klasy zintegrowanymi aktywami produkcyjnymi, pozwalającymi na utrzymanie silnej pozycji na konkurencyjnym rynku. Zakładana poprawa efektywności w tym segmencie ukierunkowana będzie na:

- zwiększenie przerobu ropy naftowej o 2,2 mln ton,
- zwiększenie do 77% uzysku paliw,
- zmniejszenie o 4 jednostki (wskaźnik Solomona⁴⁰) energochłonności procesów.

W oparciu o prognozy wzrostu popytu na energię elektryczną w Polsce, przy równoczesnym spadku mocy wytwórczych w kraju, a także ze względu na dobrą pozycję do rozbudowy aktywów energetycznych, PKN ORLEN przewiduje znaczące inwestycje w tej dziedzinie do roku 2017. Moc wytwórcza zainstalowana w PKN ORLEN wzrośnie do tego czasu z obecnych 345 MWe do 1400 MWe. Istotnym elementem strategii w zakresie budowy nowych mocy opartych o kogenerację jest ich lokalizacja obok przemysłowych odbiorców (Płock, Włocławek), dająca gwarancję stałego odbioru energii i ciepła, co oznacza solidną ekonomikę planowanych inwestycji. Przygotowywane projekty zakładają wykorzystanie technologii opartej o gaz ziemny - surowiec przyjazny dla środowiska i korzystny z punktu widzenia emisji CO₂. Realizacja zaplanowanych projektów w segmencie energetyki ma przynieść stabilny strumień zysków już w 2017 r.

³⁹ Stopa dywidendy (ang. Dividend Yield) to iloraz dywidendy przypadającej na jedną akcję i ceny rynkowej akcji. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym większy dochód z zainwestowanego kapitału uzyskuje akcjonariusz. Zbyt duża wartość tego wskaźnika może oznaczać jednak "przejadanie" zysków i ograniczanie możliwości inwestycyjnych spółki.

⁴⁰ HSB Solomon Associates LLC (Solomon) – międzynarodowa firma konsultingowa specjalizująca się w dziedzinie szeroko pojętej energii. Jej celem jest zapewnianie unikalnego podejścia do analizy porównawczej, analizy danych oraz usług konsultingowych dla poprawy wydajności kapitałochłonnych aktywów energetycznych w kluczowych gałęziach przemysłu (rafinacja, chemikalia, rurociąg, zaciski, energetyka itp.). Więcej na <http://solomononline.com/about-solomon-2/>

Konsumpcja gazu per capita jest w Polsce ponad dwukrotnie niższa niż średnia w UE. Obecność niekonwencjonalnych źródeł gazu w Polsce tworzy potencjał do wyrównania tej luki dzięki własnemu wydobyciu, bez zwiększania importu błękitnego paliwa. W ciągu nadchodzących lat koncern może zainwestować w poszukiwania i wydobycie gazu oraz ropy do 5,1 mld zł. W ramach puli podstawowej w wysokości 2,4 mld PLN PKN ORLEN planuje m.in. wykonanie co najmniej 50 odwiertów na posiadanych koncesjach - w tym odwiertów produkcyjnych na koncesji Lublin Shale. Koncern załokował dodatkowe środki na segment wydobycia w wysokości 2,7 mld PLN, które w zależności od wyników prac mogą zostać przeznaczone na kolejne odwierty, a także na nabycie dodatkowych koncesji łupkowych w Polsce. Przyjęte tempo inwestycji w zakresie gazu łupkowego w Polsce umożliwi rozpoczęcie produkcji i wypracowanie zysku operacyjnego już w horyzoncie planu średnioterminowego, tj. w 2016 r⁴¹.

2.3. Historia powstania rynku paliwowego w Polsce

W latach 1852-1853 dwaj młodzi polscy aptekarze Ignacy Łukasiewicz i Jan Zeh prowadzili badania nad płynem, który powstawał podczas zagęszczania oleju skalnego. Eksperymenty z oczyszczonym płynem, znanym później, jako nafta świetlna wykazały, że pali się on mocnym, jasnym światłem. 31 lipca 1853 roku w lwowskim szpitalu zabłysnęły, po raz pierwszy na świecie, lampy naftowe zaprojektowane przez Ignacego Łukasiewicza. Wydarzenie to traktowane jest jako początek polskiego i światowego przemysłu naftowego.

Ignacy Łukasiewicz ciągle udoskonalał swój wynalazek i jako pierwszy wykorzystał wydobywaną na Podkarpaciu ropę naftową na skalę przemysłową. W 1854 roku wraz ze współnikami założył pierwszą na świecie spółkę naftową, która zaczęła wydobywać i eksploatować ropę w Bóbrce k. Krosna, a w 1856 roku uruchomił w Ulaszowicach pierwszą na ziemiach polskich destylarnię ropy naftowej. Dzięki działaniom zapoczątkowanym przez

⁴¹ Dane za stroną internetową: www.orklen.pl/PL/OFirmie/Strategia/Strony/default.aspx, 2013-05-06.

Ignacego Łukasiewicza nowa gałąź przemysłu rozwijała się w Polsce prężnie, aż do wybuchu II wojny światowej.

W lipcu 1944 roku powołano do życia instytucję mającą za zadanie zabezpieczenie istniejącej po działaniach wojennych i okupacji infrastruktury naftowej oraz rozpoczęcie działalności dystrybucyjnej. 14 sierpnia 1944 roku ukazał się pierwszy akt urzędowy określający nazwę organizacji mianem Polski Monopol Naftowy. Jednak już w październiku tego samego roku nazwa zostaje zmieniona na Państwowe Biuro Sprzedaży Produktów Naftowych. „Współczesną” nazwę CPN zawdzięcza Ministrowi Przemysłu, który 3 grudnia 1945 roku specjalnym zarządzeniem utworzył państwowe przedsiębiorstwo Centrala Produktów Naftowych. 10 lat później ponownie przekształcono organizację i nadano jej nazwę Centralny Zarząd Obrotu Produktami Naftowymi "CPN". Po kolejnych 3 latach firma powróciła do wcześniejszej nazwy, którą połączono ze skrótem „CPN” – Centrala Produktów Naftowych "CPN", a w grudniu 1995 roku została przekształcona w jednoosobową spółkę Skarbu Państwa, co znalazło odzwierciedlenie w nazwie poprzez dodanie do niej skrótu S.A. Autorem opracowanego w latach 60. XX w. logo CPN jest Ryszard Bojar, który wraz ze Stefanem Solikiem i Jerzym Słowikowskim opracował także cały system identyfikacji wizualnej CPN. To dzięki nim, przez lata na stacjach paliw firmy królowało białopomarańczowe logo wywodzące się ze skrótu nazwy CPN.

Rysunek 25 Logo CPN.



Źródło: Dane za stroną internetową: www.brandsoftheworld.com/logo/cpn?original=1, 2013-04-25

Pod koniec swojej działalności spółka posiadała liczącą ponad 1400 obiektów sieć stacji paliw oraz prawie 600 autocystern do transportu paliw. Logo CPN przetrwało do 1999 roku, kiedy to po ponad pół wieku obecności na rynku, spółka została skreślona z Rejestru Handlowego, a jej infrastruktura stała się dystrybucyjnym ramieniem Polskiego Koncernu Naftowego. Do dziś w świadomości wielu Polaków, nazwa CPN pozostała synonimem stacji paliw.

W latach 40. XX wieku funkcjonowało w Polsce pięć rafinerii – w Niegłowicach k/Jasła, w Jedliczach k/Krosna, w Gliniku Mariampolskim k/Gorlic, w Trzebini i Czechowicach – Dziedzicach. Stale wzrastające zapotrzebowanie na paliwa oraz surowce do produkcji wynikające z gwałtownego rozwoju przemysłu i motoryzacji w latach 50. XX w., a także niewystarczające zdolności przerobowe istniejących rafinerii spowodowały potrzebę budowy kolejnej rafinerii. W 1958 roku zapadła decyzja o lokalizacji zakładu w Płocku, a 5 stycznia 1959 roku zapadła decyzja o budowie Mazowieckich Zakładów Rafineryjnych i Petrochemicznych. Znakiem firmowym zakładu była stylizowana retorta, naczynie chemiczne z wpisaną w nie literą „P” wywodząca się od słowa petrochemia lub jak uważają inni od nazwy miasta Płock. Potocznie logo nazywane było „Petką”. Od początku swojego istnienia występowało najczęściej w biało-niebieskiej kolorystyce.

Rysunek 26. Logo Petrochemii Płock.



Źródło: Dane za stroną internetową: www.decalsplanet.com/item-15057-zks-petrochemia-soccer-team-logo.html, 2013-04-26

Przemiany polityczne w Polsce rozpoczęte w latach 80. XX wieku zapoczątkowały procesy rynkowe w gospodarce. W ramach tych przeobrażeń, 1 lipca 1993 roku przedsiębiorstwo MZRiP przekształcono w spółkę akcyjną Petrochemia Płock S.A. Aby zasygnalizować zaistniałą zmianę w znaku firmowym, dotychczasową „Petkę” uzupełniono o zapis nazwy i spięto linią podkreślającą tekst. Od tego okresu, w zależności od form prezentacji, używano zarówno nowej wersji logo, jak i samej stylizowanej retorty. Logo w takim układzie w 1993 roku znalazło się na pierwszych białych stacjach paliw oraz na autocysternach. W późniejszych latach zmieniono kolorystykę stacji paliw na niebiesko-białą.

W maju 1998 roku Rada Ministrów podjęła decyzję o utworzeniu narodowego koncernu naftowego z połączenia Centrali Produktów Naftowych CPN S.A. i Petrochemii Płock S.A. 7 września 1999 roku formalnie utworzono Polski Koncern Naftowy S.A. Wizerunek powstającego koncernu wymagał wykreowania nowej marki. Tworząc nazwę marketingową dążono do uzyskania efektu kojarzenia nazwy z dominującymi w strategii wizerunku koncernu pojęciami: światowy, naftowy, nowoczesny i narodowy. Uznano, że nazwa winna odzwierciedlać: jakość, siłę, moc, energię, charakteryzować producenta z branży paliwowej

i petrochemicznej oraz prezentować technologiczne i proekologiczne zaawansowanie firmy, a także zorientowanie na klienta. Nie można było też pominąć polskiego rodowodu firmy i jej dominującej pozycji na rynku. W wyniku badań rozpoczętych pod koniec 1999 roku, z ponad 1000 propozycji nazw wyłoniono jedną - ORLEN, która gwarantowała pożądane skojarzenia, umożliwiała prostą interpretację i rejestrację, jako znak towarowy. Słowo ORLEN składa się z elementów słów ORZEŁ i ENERGIA. Kolejnym etapem budowania systemu tożsamości wizualnej marki ORLEN było stworzenie spójnego z nazwą symbolu graficznego. Do konkursu na symbol firmy zaproszono najwybitniejszych polskich artystów grafików. Jury najwyżej oceniło pracę prof. Henryka Chylińskiego, autora m.in. znaków fundacji Teraz Polska i Polskiego Radia.

Rysunek 27. Logo PKN ORLEN.



Źródło: Dane za stroną internetową: www.orlen.pl, 2013-05-16

Nagrodzony znak przedstawiał stylizowaną głowę orła. Dzisiejszą formę logo przybrało po uzupełnieniu o zapis nazwy marketingowej ORLEN umieszczony na prostokątnym polu. 3 kwietnia 2000 roku Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podjęło uchwałę o przyjęciu przez Polski Koncern Naftowy S.A. nazwy handlowej ORLEN. Po raz pierwszy wizerunek marki ORLEN został zaprezentowany w 2000 roku, przy okazji emisji drugiej transzy akcji koncernu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Marka ORLEN stała się osią działań komunikacyjnych i marketingowych koncernu, co umożliwiło firmie stworzenie spójnego przekazu informacji i wizerunkowego ujednolicenia wszystkich prowadzonych działań rynkowych. Strukturze tożsamości marki ORLEN nadany został monolityczny charakter, co w konsekwencji zaowocowało przyjęciem jednolitego system oznakowania firmy, jej produktów, a także spółek z grupy kapitałowej. Obecnie, w ramach spójnej tożsamości firm wchodzących w skład Koncernu, spółki używają oznaczenia ORLEN w nazwie, bądź zapisu "Grupa ORLEN", jako uzupełnienia dotychczasowych własnych oznaczeń. Poprzez takie rozwiązanie marka ORLEN stała się elementem wizerunku poszczególnych spółek i ich produktów. Mimo, iż marka ORLEN funkcjonuje na rynku bardzo krótko, bo od 2000 roku, jest dziś polskim synonimem światowej klasy produktów i modelowego ekspansywnego przedsiębiorstwa.

3. Ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa

3.1. Analiza bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych

Bilans zawiera szczegółowe dane dotyczące stanu określonych składników aktywów i pasywów. Dane te są wykazywane w grupach łączących jednorodne pod względem treści ekonomicznej składniki, ujmowane na koniec roku obrotowego.

Dane zawarte w bilansie umożliwiają wskazanie zależności oraz prawidłowości w zakresie kształtowania się składników aktywów i pasywów. Na podstawie tych danych można określić⁴²:

- strukturę aktywów i pasywów,
- powiązania między grupami składników aktywów i pasywów,
- wskaźniki finansowe opisujące sytuację majątkowo-finansową jednostki gospodarczej.

Niniejszy podrozdział jest poświęcony analizie struktury aktywów i pasywów bilansu oraz analizie powiązań między aktywami i pasywami. Natomiast wykorzystanie informacji zawartych w bilansie przy konstruowaniu różnych wskaźników – w kolejnym podrozdziale poświęconym właśnie wskaźnikom finansowym.

W analizie struktury aktywów i pasywów bilansu powszechnie wykorzystuje się wskaźniki struktury obliczane na różnym poziomie agregacji. Wskaźniki struktury, zarówno aktywów, jak i pasywów wyznaczone w celu określenia relacji poszczególnych składników aktywów i pasywów w stosunku do łącznych kwot aktywów i pasywów określonych ich grup przedstawia poniższy rysunek.

Rysunek 28. Procentowy udział poszczególnych pozycji w bilansie.

⁴²⁴² Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.91.

	2010		2011		2012	
AKTYWA	39 894 058	%	45 869 083	%	41 406 969	%
AKTYWA TRWAŁE	24 663 871	62%	22 429 271	49%	22 474 134	54%
Wartości niematerialne	11 912 963	48%	9 414 497	42%	9 606 437	43%
Rzeczowe aktywa trwałe	12 470 591	51%	12 280 039	55%	12 179 100	54%
Inwestycje długoterminowe	280 317	1%	734 645	3%	688 597	3%
AKTYWA OBROTOWE	15 230 187	38%	23 439 812	51%	18 932 835	46%
Zapasy	7 450 787	49%	11 549 043	49%	10 375 471	55%
Należności krótkoterminowe	5 869 037	39%	7 272 583	31%	6 452 002	34%
Inwestycje krótkoterminowe	1 910 363	13%	4 618 186	20%	2 105 362	11%
PASYWA	39 894 058		45 868 083		41 406 969	
KAPITAŁ WŁASNY	19 539 049	49%	20 846 724	45%	22 920 006	55%
Kapitał podstawowy	2 284 888	12%	2 284 888	11%	2 284 888	10%
Zysk netto	2 357 127	12%	1 386 166	7%	2 127 798	9%
Zyski z lat ubiegłych	14 897 034	76%	17 175 670	82%	18 507 320	81%
ZOBOWIĄZANIA	20 355 009	51%	25 022 359	55%	18 486 963	45%
Zobowiązania długoterminowe	8 350 861	41%	9 844 384	39%	7 702 331	42%
Kredyty	7 937 850	95%	9 346 203	95%	6 968 525	90%
Rezerwy	413 011	5%	498 090	5%	733 806	10%
Zobowiązania krótkoterminowe	12 004 148	59%	15 177 975	61%	10 784 632	58%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	10 038 858	84%	10 998 036	72%	8 585 609	80%
Kredyty i pożyczki	1 164 699	10%	2 320 861	15%	1 303 497	12%
Pozostałe zobowiązania finansowe	800 591	7%	1 859 078	12%	895 529	8%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1.

Na pierwszy rzut oka widać dość wyraźną stabilizację głównych pozycji bilansu. Świadczy to o unormowanej i stabilnej pozycji firmy na rynku.

Warto jednak przeprowadzić pogłębioną analizę zależności zachodzącymi pomiędzy wybranymi pozycjami bilansu.

Stosunek aktywów trwałych do aktywów obrotowych przedstawia **wskaźnik związania (unieruchomienia) aktywów**. W badanym przedsiębiorstwie przedstawia on następujące wartości:

Rysunek 29. Kształtowanie się wskaźnika związania (unieruchomienia) aktywów dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik związania (unieruchomienia) aktywów	=	$\frac{\text{aktywa trwałe}}{\text{aktywa obrotowe}}$	2010	2011	2012
			1,62	0,96	1,19

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1.

Powyższe wyniki zwracają uwagę na dość duże wahania. Wskaźnik najpierw zmniejszył się o 0,66 by w roku 2012 wzrosnąć o 0,23. Taka tendencja świadczy o spadku stopnia unieruchomienia aktywów i wzroście ich elastyczności⁴³. Dane te odbiegają od ogólnie

⁴³ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.97.

przyjętych dla przemysłu wytwórczego, w których to udział kapitałów obrotowych powinien stanowić znikomą część majątku⁴⁴.

Powiązania między grupami składników aktywów i pasywów można zbadać wykorzystując **wskaźnik stopnia samofinansowania**. Jest nim relacja kapitałów własnych do kapitałów obcych finansujących działalność przedsiębiorstwa. Im większe wartości przyjmuje ten wskaźnik, w tym większym stopniu firma finansuje swoją działalność ze źródeł własnych. Wskaźnik ten obrazuje poniższy rysunek:

Rysunek 30. Kształtowanie się wskaźnika stopnia samofinansowania dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, ‘11, ‘12.

Wskaźnik stopnia samofinansowania	=	$\frac{\text{kapitały własne}}{\text{kapitały obce}}$	=	2010	2011	2012
				0,96	0,83	1,24

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1.

Wskaźnik zmniejszył się o 0,13 w roku 2011 względem poprzedniego, następnie zwiększył się o 0,41 w roku 2012. Jest to wzrost o niemal 50%. Widać wyraźną tendencję firmy od redukowania zobowiązań.

Podział aktywów na aktywa trwałe i aktywa obrotowe powinien pozostawać w odpowiedniej relacji do podziału kapitałów na kapitały własne i kapitały obce. Odzwierciedleniem tej relacji jest tzw. **złota zasada bilansowa**, która może być przedstawiona za pomocą poniższego wskaźnika:

Rysunek 31. Kształtowanie się wskaźnika zastosowania kapitałów własnych dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.						
Wskaźnik zastosowania kapitałów własnych	=	$\frac{\text{kapitały własne}}{\text{aktywa trwałe}}$	=			
				<table><tr><td>2010</td><td>2011</td><td>2012</td></tr><tr><td>0,79</td><td>0,93</td><td>1,02</td></tr></table>	2010	2011
2010	2011	2012				
0,79	0,93	1,02				
Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1.						

⁴⁴ Świetlik W., *Analiza działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, WSE, Warszawa 2005, s. 263.

Złota reguła bilansowa przyjmuje jako kryterium stopień ryzyka. Według tej reguły majątek obciążony wysokim ryzykiem powinien być finansowany kapitałem własnym. W praktyce oznacza to, że majątek trwały (obciążony jest wysokim ryzykiem ze względu na jego małą płynność) powinien być w całości pokryty kapitałami własnymi⁴⁵.

Za poprawną strukturę finansowania uznaje się sytuację, w której przedstawione wskaźniki przyjmują wartości zbliżone do jedności. W każdym z badanych lat kapitał własny pokrywał w co najmniej 70% aktywa trwałe, którą to wartość standardy zachodnie uznają za bezpieczne minimum. Niemal idealną równowagę przedsiębiorstwo osiągnęło w 2012 roku, co jest bardzo trudne do osiągnięcia w praktyce⁴⁶. Z drugiej strony średnia dla branży jest jeszcze bardziej optymistyczna, gdyż wynosi 2,16.

Rachunek zysków i strat jest obok bilansu jednym z najważniejszych elementów sprawozdania finansowego sporządzanym przez wszystkie przedsiębiorstwa. W odróżnieniu od bilansu, który jest fotografią przedsiębiorstwa, rachunek zysków i strat jest rodzajem filmu, który w miarę upływu czasu i realizacji działalności gospodarczej rejestruje tworzenie się wyniku finansowego przedsiębiorstwa⁴⁷.

W odróżnieniu od bilansu, który przedstawia wielkości zasobowe — stan majątkowy i finansowy przedsiębiorstwa na określony dzień bilansowy — rachunek zysków i strat prezentuje wielkości strumieniowe, czyli poniesione w okresie sprawozdawczym koszty i straty oraz osiągnięte przychody i zyski. Jest to więc sprawozdanie informujące o dokonaniach przedsiębiorstwa za dany okres⁴⁸.

Aby móc lepiej zinterpretować poszczególne pozycje sprawozdania, na podstawie zawartych w nim danych zostały ustalone wskaźniki dynamiki: przyrosty absolutne oraz indeksy dynamiki. Są one przedstawione na poniższym rysunku:

Rysunek 32. Indeksy dynamiki w rachunku zysków i strat dla badanego przedsiębiorstwa.

⁴⁵ Dudycz T, *Analiza finansowa*, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1999, s. 35.

⁴⁶ Nowak E. *Analiza...*, *op. cit.*, s.101.

⁴⁷ Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa...* *op. cit.*, s. 91.

⁴⁸ Jerzemowska M red., *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2006, s. 82.

	2011/2010		2012/2011	
	<i>przyrost absolutny</i>	<i>indeks dynamiki</i>	<i>przyrost absolutny</i>	<i>indeks dynamiki</i>
Przychody ze sprzedaży	16 821 540	127%	9 311 850	112%
Koszty własne sprzedaży	16 282 057	129%	10 426 143	114%
Zysk brutto ze sprzedaży	539 483	110%	- 1 114 293	80%
Koszty sprzedaży	123 443	107%	117 650	106%
Koszty ogólnego zarządu	86 943	115%	83 740	112%
Zysk ze sprzedaży	329 097	112%	- 1 315 683	57%
Pozostałe przychody operacyjne	131 521	143%	62 279	86%
pozostałe koszty operacyjne	43 507	114%	14 107	96%
Zysk z działalności operacyjnej	417 111	115%	- 1 363 855	57%
Przychody finansowe	2 471 724	568%	1 360 147	55%
Koszty finansowe	3 318 712	824%	2 991 518	21%
Zysk brutto	- 429 877	85%	267 516	111%
Podatek dochodowy	541 084	215%	474 116	53%
Zysk netto	- 970 961	59%	741 632	154%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 2.

Z przeprowadzonych obliczeń wynika, że wielkość poszczególnych pozycji rachunku zysków i strat wykazuje zróżnicowaną dynamikę. Analizując dynamikę w obszarze zasadniczej działalności operacyjnej, zauważyć można wyższą dynamikę kosztów w porównaniu z dynamiką przychodów ze sprzedaży i to w każdym z badanych okresów. O ile bowiem przychody ze sprzedaży wzrosły najpierw o 27% a rok później o 12%, to koszty wzrosły odpowiednio o 29% i 14%. Podobnie rzecz się ma z kosztami sprzedaży i kosztami ogólnego zarządu. W każdym z badanych okresów indeksy dynamiki wynosiły ponad 100%. W rezultacie zysk ze sprzedaży osiągnięty w 2012 roku wniósł tylko 57% zysku z roku poprzedniego czyli 1.774.718 tys. zł.

W zaokrągleniu identyczny indeks dynamiki wyniósł dla obszaru działalności operacyjnej. Na jego wynik wpływ miały mniejsze przychody operacyjne, które w 2012 stanowiły 86% względem roku poprzedniego a niemal identyczne koszty operacyjne co w roku 2011.

W ramach działalności finansowej można zauważyć bardzo duże wahania. O ile w roku 2011 względem roku 2010 widać bardzo duży wzrost, sięgający odpowiednio 568% i 824%, to w roku 2012 nastąpiła sytuacja odwrotna. Przedsiębiorstwo osiągnęło niewiele ponad połowę przychodów z roku poprzedniego i zaledwie 21% kosztów finansowych. Jednak pomimo dużych zawirowań, firmie udało się w 2012 osiągnąć 111% zysku brutto z roku 2011. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że pomimo tak dużych wahań, działalność finansowa

zajmuje ona znikomą rolę w działalności przedsiębiorstwa. Przychodu finansowe stanowią niespełna 2% przychodów ze sprzedaży.

Znaczny wpływ na kształtowanie wyniku miał podatek dochodowy. W roku 2011 wzrósł on ponad dwukrotnie w porównaniu z rokiem 2010 przez co w zysk netto w roku 2011 stanowił jedynie 59% zysku z roku wcześniejszego. Z kolei w roku 2012 podatek zmalał niemal o połowę, i stanowił 53% podatku z roku wcześniejszego. Dzięki temu wynik z roku 2012 mógł stanowić 154% wyniku z roku 2011.

Rachunek przepływów pieniężnych ma na celu ukazanie zmian stanu środków pieniężnych oraz wskazanie kierunków ich pozyskiwania i wydatkowania. Sprawozdanie to opisuje przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej, działalności inwestycyjnej i działalności finansowej oraz podaje przepływy pieniężne netto (ogółem), które po korekcie zmian stanowią środki pieniężne na koniec okresu.

Współcześnie uznaje się, że najlepsza miara wartości przedsiębiorstwa jest jego wartość dochodowa. Odzwierciedla ona interesy inwestorskie i właścicielskie. Spośród różnych metod jej wyrażania w świecie najsilniej są preferowane metody wyceny przedsiębiorstwa oparte na przepływach pieniężnych⁴⁹. Dokument ten dla badanego przedsiębiorstwa stanowi załącznik nr 3 do niniejszego pracowania⁵⁰.

Relacje między kierunkami przepływów pieniężnych netto z poszczególnych rodzajów działalności są przedstawione na poniższym rysunku:

Rysunek 33. Warianty przepływów pieniężnych.				
	Warianty przepływów	Działalność operacyjna	Działalność inwestycyjna	Działalność finansowa
	1	+	+	+
	2	+	+	-
	3	+	-	+
	4	+	-	-
	5	-	+	+
	6	-	+	-
	7	-	-	+
	8	-	-	-

Znakiem (+) oznaczono dodatnie przepływy pieniężne netto, natomiast znakiem (-) ujemne.

Źródło Nowak E. *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2008, s. 143.

Biorąc pod uwagę trzy rodzaje działalności raz dwa kierunki strumieni pieniężnych, przedsiębiorstwo może reprezentować jedną z ośmiu sytuacji.

⁴⁹ Buk H., *Nowoczesne zarządzanie finansami. Planowanie i kontrola*, C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 221.

⁵⁰ Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa... op. cit.*, s. 58.

Analizując załącznik nr 3, widać wyraźnie, że w roku 2010 oraz 2012 sytuacja badanego przedsiębiorstwa pasuje do wariantu nr 4. W wariantcie tym występuje dodatnie saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, natomiast ujemne salda z dwóch pozostałych rodzajów działalności. Wariant ten może oznaczać zarówno sytuację korzystną, jak i niekorzystną. Korzystna sytuacja wystąpi wówczas, gdy nadwyżka pieniężna osiągnięta z działalności operacyjnej pozwala na pokrycie wydatków związanych z działalnością inwestycyjną oraz spłatę zobowiązań zaciągniętych na finansowanie działalności. Taka sytuacja dotyczy przedsiębiorstw osiągających wysoką rentowność. Z kolei w niekorzystnej sytuacji nadwyżka wygospodarowana z działalności operacyjnej nie wystarcza na pokrycie niedoboru środków w obszarze działalności inwestycyjnej i finansowej i taka sytuacja ma właśnie miejsce w badanym przedsiębiorstwie⁵¹. Jednak gotówka ta ma pokrycie w zysku netto i amortyzacji i stanowi mniej niż 1% przychodów ze sprzedaży, dlatego nie należy traktować tego jako symptom zagrożenia⁵².

Inny obraz przedstawia rachunek przepływów pieniężnych dla roku 2011. Sytuacja z tego roku odpowiada wariantowi nr 5 powyższego zestawienia. Jest to wariant, w którym działalność operacyjna przynosi ujemne saldo przepływów pieniężnych, natomiast działalności inwestycyjna i finansowa generują salda dodatnie tych środków. Wariant ten oznacza, że przedsiębiorstwo pokrywa niedobór środków pieniężnych na działalność operacyjną z wpływów ze sprzedaży składników aktywów trwałych oraz z zaciągniętych kredytów i pożyczek. Przyczyną ujemnego salda przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej jest zbyt duże zamrożenie środków pieniężnych w należnościach i zapasach. W takiej sytuacji trudności finansowe przedsiębiorstwa mogą być oceniane jako przejściowe⁵³. Poza tym dodatkowe finansowanie zewnętrzne świadczy o tym, że przyszłość firmy jest oceniana pozytywnie, w przeciwnym przypadku dawcy kapitału wycofaliby się z jej finansowania⁵⁴.

Na podstawie informacji przedstawionych w rachunku przepływów pieniężnych można stworzyć wachlarz wskaźników finansowych. Najczęściej wskaźniki te dotyczą trzech kategorii⁵⁵:

⁵¹ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.144.

⁵² Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa...* op. cit., s. 58.

⁵³ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.144.

⁵⁴ Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa...* op. cit., s. 58.

⁵⁵ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.144.

– **struktury przepływów pieniężnych:**

Do jej zbadania służy między innymi **wskaźnik udziału amortyzacji** w przepływach pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Zależność tę przedstawia poniższy wzór:

Rysunek 34. Kształtowanie się wskaźnika udziału amortyzacji dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik udziału amortyzacji = $\frac{\text{amortyzacja}}{\text{przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}$ =	2010	2011	2012
	22%	-125%	51%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 3.

Wskaźnik ten jest niższy od 1, to oznacza, że amortyzację prawidłowo wykorzystuje się w samofinansowaniu wydatków inwestycyjnych lub pokryciu spłaty kapitału pozyskiwanego na realizację inwestycji (tzw. samofinansowanie prospektywne)⁵⁶.

– **wystarczalności środków pieniężnych:**

Do jej zbadania służy między innymi **wskaźnik pieniężnej płynności finansowej**, który wyraża następująca formuła:

Rysunek 35. Kształtowanie się wskaźnika pieniężnej płynności finansowej dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.			
Wskaźnik pieniężnej płynności finansowej = $\frac{\text{przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$ =	2010	2011	2012
	32%	-5%	19%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1 oraz 3.

W roku 2010 przepływy z działalności operacyjnej pokrywały zobowiązania krótkoterminowe tylko w 32%. W roku 2011 firma musiała szukać pokrycia zobowiązań w pozostałych działalnościach. W roku 2012 wskaźnik zmniejszył się o ok. 40% i wyniósł 19%.

– **wydajności pieniężnej:**

Do jej zbadania służy między innymi **wskaźnik pieniężnej wydajności sprzedaży** jako stosunek przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej do przychodów ze sprzedaży. Wskaźnik ten można zapisać w następującej postaci:

Rysunek 36. Kształtowanie się wskaźnika pieniężnej wydajności sprzedaży dla badanego

⁵⁶ Analiza finansowa w procesie decyzyjnym współczesnego przedsiębiorstwa, Gabriela Łukasik, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2009, s. 115.

przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik pieniężnej wydajności sprzedaży	$= \frac{\text{przepływy pieniężnenetto z działalnościoperacyjnej}}{\text{przychody zesprzedaży}}$	2010	2011	2012
		6%	-1%	2%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 3.

Wskaźnik ten nie jest ani wysoki ani nie ma tendencji rosnących. Wręcz przeciwnie – przepływy z działalności operacyjnej stanowią ułamek przychodów ze sprzedaży. Głównie ze względu na ogromne koszty własne sprzedaży. Powodują one drastyczne zmniejszenie wyniku i w efekcie badanego wskaźnika.

3.2. Analiza kształtowania się wskaźników

Obliczanie wskaźników finansowych stanowi bardzo ważny element w budowaniu oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Niekiedy jednak same w sobie są trudne do interpretacji z uwagi na brak istnienia jednoznacznych przedziałów w których powinny znaleźć się ich wyniki. Dlatego też, w ocenie sytuacji finansowej Spółki ORLEN, wyniki podstawowych wskaźników zostaną porównane do wyników podobnych firm działających w tej samej branży. Wykaz tych wskaźników przedstawia załącznik 4 niniejszej pracy.

Przestrzeganie przez jednostkę gospodarczą zasady racjonalnego gospodarowania wymaga systematycznych analiz osiąganego wyniku finansowego. Poniższe obliczenia prezentują wymienione we wcześniejszym rozdziale wybrane wskaźniki na przykładzie Spółki PKN ORLEN.

W pierwszej kolejności zbadane zostanie wskaźnik rentowności netto sprzedaży:

Rysunek 37. Kształtowanie się wskaźnika rentowności netto dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik rentowności netto sprzedaży = $\frac{\text{wynik netto}}{\text{przychody ogółem}}$ =			
	2010	2011	2012
	3,8%	1,8%	2,4%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

Powyższe wyniki potwierdzają zależność, iż gałęzie wysoko kapitałochłonne, o długim cyklu operacyjnym, angażujące wysokie kapitały obrotowe, cechują się niższą rentownością niż gałęzie o dużym zaangażowaniu wysoko kwalifikowanej kadry i krótkim cyklu operacyjnym. Badane przedsiębiorstwo zalicza się do pierwszej grupy, stąd dość niska rentowność sprzedaży⁵⁷. O ile w roku 2010 wartość tego wskaźnika nie odbiegała znacząco od średniej arytmetycznej dla branży, to już w 2011 roku wynik znajdował się poniżej mediany dla branży. Pozytywnie należy ocenić fakt, że w roku 2012 spółka polepszyła wyniki mierzone tym wskaźnikiem.

Podstawą materialną do prowadzenia działalności przez jednostkę gospodarczą jest jej wyposażenie w odpowiednie zasoby majątkowe, których wartość stanowią aktywa jednostki.

⁵⁷ Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa... op. cit.*, s. 198.

Zaangażowane w działalność jednostki zasoby majątkowe powinny być wykorzystywane jak najefektywniej, ponieważ od tego bezpośrednio zależy wielkość osiąganego wyniku finansowego. Do badania tej efektywności służą wskaźniki rentowności aktywów:

Rysunek 38. Kształtowanie się wskaźnika rentowności netto aktywów dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik rentowności netto aktywów = $\frac{\text{wynik netto}}{\text{aktywa ogółem}}$ =	2010	2011	2012
	5,9%	3,0%	5,1%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

W opinii analityków, wobec narastającej ze strony inwestorów presji na zwiększenie wartości akcji, szans dalszego wzrostu wartości dla akcjonariuszy upatruje się w poprawie rentowności posiadanych aktywów. Wysuwana jest teza, iż jest to fundamentalny warunek dalszego rozwoju przedsiębiorstw⁵⁸. Analizując pod tym kątem powyższy wskaźnik, widać jego malejącą tendencję, co nie nastraja optymistycznie. Pocieszający jest przy tym fakt, że porównując ten wskaźnik do branżowej rentowności operacyjnej aktywów, mając na uwadze różnice w ich obliczaniu, oscyluje on w okolicach jej mediany.

Źródła finansowania działalności jednostki gospodarczej stanowią kapitały. Dlatego ważnym obszarem analizy rentowności działalności jednostki jest **analiza rentowności zaangażowanych w nią kapitałów**. Analiza ta powinna umożliwić ocenę efektywności kapitałów wniesionych do danej jednostki. Taką oceną są przede wszystkim zainteresowani dostawcy kapitału. Wskaźniki rentowności kapitału informują, jaką kwotę wyniku finansowego uzyskuje się z jednostki zaangażowanego kapitału⁵⁹.

Rysunek 39. Kształtowanie się wskaźnika rentowności netto kapitału własnego dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik rentowności netto kapitału własnego = $\frac{\text{wynik netto}}{\text{kapitał własny}}$ =	2010	2011	2012
	12,1%	6,6%	9,3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

⁵⁸ Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa...* op. cit., s. 203.

⁵⁹ Nowak E. *Analiza...*, op. cit., s.189.

Wyniki powyższego wskaźnika znajdują się znacznie poniżej średniej arytmetycznej dla branży, które wynoszą odpowiednio dla 2010 i 2011r. 19,08% i 15,04%. Na pozytywną ocenę zasługuje fakt, iż rok 2012 przyniósł poprawę tego wskaźnika względem roku wcześniejszego.

Rysunek 40. Kształtowanie się wskaźnika rentowności kapitału zakładowego dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik rentowności kapitału zakładowego	=	$\frac{\text{wynik netto}}{\text{kapitał zakładowy}}$	=	2010	2011	2012
				103,2%	60,7%	93,1%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

Pozytywnie należy ocenić to, iż w roku 2010 i 2012 wynik netto wynosił w przybliżeniu tyle samo, ile kapitał zakładowy spółki. Niewielkie załamane tej prawidłowości przyniósł rok 2011, kiedy poprzez wysokie koszty finansowe i podatki firma wygenerowała mniejszy zysk.

Rysunek 41. Kształtowanie się wskaźnika rentowności kapitału stałego dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik rentowności kapitału stałego	=	$\frac{\text{wynik brutto + odsetki zob. długoterminowych}}{\text{kapitał własny+zob. długoterminowe}}$	=	2010	2011	2012
				11,1%	8,8%	9,7%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

Powyższy wskaźnik pokazuje jak wysokość zapłaconych podatków wpłynęła na rentowność kapitałów w roku 2011. O ile porównując ten wskaźnik ze wskaźnikiem rentowności netto kapitału własnego za rok 2010 i 2012, widać bardzo duże ich podobieństwo, o tyle w roku 2011 rentowność kapitału stałego była aż o 2,2p.p. wyższa od wskaźnika rentowności netto kapitału własnego dla tego samego roku.

Wskaźniki płynności finansowej są wykorzystywane w analizie zdolności przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań. Zdolność ta warunkuje przetrwanie przedsiębiorstwa i jest istotna dla wszystkich interesariuszy.

Rysunek 42. Kształtowanie się wskaźników płynności dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik bieżącej płynności	=	$\frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania. Krótkoterminowe}}$	=	2010	2011	2012
				126,9%	154,4%	175,6%
Wskaźnik podwyższonej płynności	=	$\frac{\text{aktywa obrotowe - zapasy}}{\text{zobowiązania. Krótkoterminowe}}$	=	2010	2011	2012
				64,8%	78,3%	79,3%
Wskaźnik płynności gotówkowej	=	$\frac{\text{środki pieniężne}}{\text{zobowiązania. Krótkoterminowe}}$	=	2010	2011	2012
				11,6%	28,3%	9,0%
Wskaźnik kapitału obrotowego netto do aktywów obrotowych	=	$\frac{\text{kapitał obrotowy netto}}{\text{aktywa obrotowe}}$	=	2010	2011	2012
				21,2%	35,2%	43,0%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

Wskaźnik bieżącej płynności w każdym z badanych lat mieścił się w przyjętych w literaturze normach. Jednak średnia wartość bieżącej płynności dla branży wynosiła w roku 2010 – 1,81 a w roku 2011 – 2,36. Do norm przyjętych w literaturze wydaje się nie dorównywać wskaźnik podwyższonej płynności. W żadnym z badanych okresów nie był większy od 1. Negatywną ocenę tego wskaźnika potęguje fakt, że średnio branża ten wskaźnik miała wyższy od 1. Wskaźnik płynności gotówkowej tylko w roku 2011 zdołał przekroczyć poziom 20%, który to większość autorów uważa za optymalny. Jednak w każdym z badanych okresów wysokość wskaźnika była wyższa od mediany dla branży. Na pozytywną ocenę zasługuje wskaźnik kapitału obrotowego netto do aktywów obrotowych, który z roku rok przyjmuje wyższą wartość. Świadczy to o braku trudności w terminowym wywiązywaniu się ze zobowiązań bieżących.

Wskaźniki sprawności działania i ich zbiorcze zestawienie w postaci wskaźnika cyklu środków pieniężnych są kolejną ważną częścią analizy finansowej przedsiębiorstwa, pozwalającą zbadać, w jaki sposób firma radzi sobie z obsługą zobowiązań, obrotem zapasów i pilnowaniem spływów należności. Poniżej zostały wyliczone wskaźniki potrzebne do obliczenia cyklu środków pieniężnych.

Rysunek 43. Kształtowanie się wskaźników rotacji dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik rotacji zapasów w dniach =	2010	2011	2012
	44	53	43
Wskaźnik rotacji należności w dniach =	2010	2011	2012
	34	34	27
Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach =	2010	2011	2012
	70	70	45
Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.			

Powyższe wyniki pozwalają obliczyć cykl środków pieniężnych, który dla roku 2010, '11 i '12 wynosił odpowiednio: 8, 17 i 25 dni. Ponieważ jest to czas między wydaniem środków na zobowiązania a ich zwrotem w wyniku powstałych należności, przedsiębiorstwo powinno dążyć do skracania tego okresu. Ponieważ cykl środków pieniężnych w badanym okresie wydłuża się, należy taki stan ocenić jako zjawisko negatywne.

Z drugiej strony, pomimo wydłużającego się cyklu, wciąż jest on niższy od średniego dla branży, który wynosi 35 dni.

Stabilność finansowa przedsiębiorstwa zależy w dużym stopniu od poziomu jego zadłużenia. Dlatego ważnym aspektem analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa jest analiza wielkości i struktury tego zadłużenia. Poniższe obliczenia pomogą ocenić ten obszar działalności przedsiębiorstwa.

Rysunek 44. Kształtowanie się wskaźnika ogólnego zadłużenia dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.						
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	=	$\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa ogółem}}$	=	2010	2011	2012
				0,51	0,55	0,45
Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.						

Przyglądając się powyższym wynikom, można stwierdzić, że przedsiębiorstwo stara się zachowywać równowagę pomiędzy finansowaniem własnym a zewnętrznym. Porównując to z równie symetrycznym podziałem aktywów trwałych o obrotowych można uznać to za pozytywny objaw. Średnia wielkość tego wskaźnika dla branży kształtuje się na poziomie 0,46. To znaczy, że podobne firmy w trochę większym stopniu finansują się kapitałami własnymi, do którego to poziomu zbliżyło się badane przedsiębiorstwo w 2012 roku.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego powinien przyjmować wartość zbliżone do wskaźnika ogólnego zadłużenia. Poniższe obliczenia wskazują jednak na odwrotną prawidłowość.

Rysunek 45. Kształtowanie się wskaźnika zadłużenia długoterminowego dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	$= \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{aktywa ogółem}} =$	2010	2011	2012
		0,21	0,21	0,19

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

Badane przedsiębiorstwo w większym stopniu finansuje się zobowiązaniami długoterminowymi niż krótkoterminowymi. Ponieważ bezpieczniej jest firmie finansować się zobowiązaniami z długim terminem wymagalności, dlatego wyniki tego wskaźnika zasługują na ocenę negatywną.

Wskaźnik trwałości struktury finansowania przyjmuje dla branży średnią wartość 0,63. Poniższe obliczenia prezentują wartości tego wskaźnika dla badanego przedsiębiorstwa.

Rysunek 46. Kształtowanie się wskaźnika trwałości struktury finansowania dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik trwałości struktury finansowania	$= \frac{\text{kapitał stały}}{\text{aktywa ogółem}} =$	2010	2011	2012
		0,70	0,67	0,74

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

Wyniki te należy ocenić jako pozytywny objaw, gdyż są wyższe o wyników branżowych, a to oznacza wyższy stopień bezpieczeństwa finansowego.

Poniższy wskaźnik zadłużenia aktywów trwałych prezentuje stosunek zobowiązań długoterminowych do wartości aktywów trwałych.

Rysunek 47. Kształtowanie się wskaźnika zadłużenia aktywów trwałych dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.

Wskaźnik zadłużenia aktywów trwałych	$= \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{aktywa trwałe}} =$	2010	2011	2012
		0,34	0,44	0,34

Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.

Kształtowanie się tego wskaźnika wskazuje na przewyższanie aktywów trwałych zobowiązań długoterminowych prawie trzykrotnie w roku 2010 i 2012.

Poniższe wyliczenia dotyczą wskaźników rynku kapitałowego. Został obliczony wskaźnik cena/zysk oraz wskaźnik cena/wartość księgowa. Wszystkie dane zgromadzone do ich obliczania, są ustalane na dzień bilansowy dla wybranych lat obrachunkowych.

Rysunek 48. Kształtowanie się wskaźnika cena/zysk dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.						
Wskaźnik cena/zysk	=	$\frac{\text{aktualna cena rynkowa akcji}}{\text{zysk netto na jedną akcję}}$	=			
				<table><tr><td>2010</td><td>2011</td><td>2012</td></tr><tr><td>8,31</td><td>10,46</td><td>9,95</td></tr></table>	2010	2011
2010	2011	2012				
8,31	10,46	9,95				
Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.						

Średnia tego wskaźnika dla sektora paliwowego wynosi na dzień 2013-05-16 - 14,60⁶⁰. To znaczy, że akcje badanego przedsiębiorstwa, mogą być niedowartościowane, i inwestorzy mogą się spodziewać wzrostów cen akcji w przyszłości.

Rysunek 49. Kształtowanie się wskaźnika cena/wartość księgowa dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.						
Wskaźnik cena/wartość księgowa	=	$\frac{\text{aktualna cena rynkowa akcji}}{\text{wartość księgowa firmy na 1 akcję}}$	=			
				<table><tr><td>2010</td><td>2011</td><td>2012</td></tr><tr><td>1,003</td><td>0,742</td><td>1,084</td></tr></table>	2010	2011
2010	2011	2012				
1,003	0,742	1,084				
Źródło: Opracowanie własne na podstawie załącznika 1,2,3.						

Średnia tego wskaźnika dla sektora paliwowego wynosi na dzień 2013-05-16 – 0,89⁶¹. Takie wyniki również mogą znaczyć, że akcje badanego przedsiębiorstwa, mogą być niedowartościowane, i inwestorzy mogą się spodziewać wzrostów cen akcji w przyszłości.

Kształtowanie się wskaźników rynku kapitałowego wskazuje na dobrą okazję do zakupu akcji badanej spółki i z punktu widzenia inwestora planującego ich zakup, mogą stanowić źródło zysków w przyszłości przy ich odsprzedaży.

Jako ciekawostkę można obliczyć wskaźnik wczesnego ostrzegania B. Prusaka, który dla średnio dla badanego okresu wynosi -0,45. Jak wynika z założeń modelu, badane przedsiębiorstwo kwalifikuje się do grupy zagrożonej upadłością. Należy jednak zwrócić uwagę, że wskaźnik powyższy obliczany był dla dużo mniejszych spółek, wybranych 80

⁶⁰ Dane za stronę internetową: www.gpw.pl/wskazniki_sektorow, 2013-05-16.

⁶¹ Dane za stronę internetową: www.gpw.pl/wskazniki_sektorow, 2013-05-16.

spośród działających w Polsce, a ORLEN jest jedną z największych firm w Europie, dlatego wskaźnik powyższy nie ma tutaj zastosowania.

3.3. Syntetyczna ocena

Analizując sytuację finansową przedsiębiorstwa, odnosząc się do wszystkich wcześniej sklasyfikowanych, opisanych i obliczonych wskaźników, można spróbować wyciągnąć jedną zbiorczą ocenę.

Przyglądając się pozycjom bilansu, widać unormowaną i stabilną sytuację badanej Spółki. Wszak jest to jedna z największych firm Europy. Analizując strukturę aktywów widać niepożądane wahania w roku 2011, jednak wynikały one z zakupu znacznych ilości zapasów, z uwagi na korzystną cenę, dlatego też taki manewr można uznać za korzystny z punktu widzenia długoterminowego rozwoju firmy.

Pocieszający jest także fakt, że firma sprawnie zmniejsza swoje zobowiązania na rzecz rosnących kapitałów własnych. Świadczy to o dobrze obranym celu rozwoju.

Na pozytywną ocenę zasługuje niemal idealne spełnienie złotej zasady bilansowej – kapitały własne z każdym następnym z badanych lat coraz lepiej pokrywały aktywa trwałe.

Analiza rachunku zysków i strat dostarcza pozytywnych informacji dotyczących rosnących przychodów ze sprzedaży – jest to warunek działalności przedsiębiorstwa. Dobrze, gdyby w parze z rosnącymi przychodami malały koszty własne sprzedaży, przyczyniając się do większego wyniku, jednak w tym zakresie badane przedsiębiorstwo ma pole do popisu.

Analiza rachunku przepływów pieniężnych potwierdza tezę o stabilności Spółki. Ujemne przepływy na działalności operacyjnej w roku 2011 nie spowodowały pogorszenia sytuacji finansowej i już w roku następnym Spółka powróciła na tor dodatnich przepływów. Nie dziwi ujemne przepływy na działalności finansowej – wszak Spółka spłaca zaciągnięte długi. Po przepływach pieniężnych działalności inwestycyjnej widać, że Spółka cały czas inwestuje w swój rozwój.

Analiza kształtowania się wskaźników również opisuje badane przedsiębiorstwo w pozytywnym świetle. Rentowność ze sprzedaży nie odbiega znacząco od średnich dla branży,

wręcz przeciwnie – z każdym rokiem wynik jest coraz lepszy na tle konkurencji. Porównując wynik netto do kapitału zakładowego, widać, że każdy rok przynosi zyski z nim porównywalne, świadczy to o jego niemal 100% rentowności.

Wskaźniki płynności są adekwatne dla tak dużego i rozwiniętego przedsiębiorstwa. Aktywa obrotowe z nadwyżką przewyższają zobowiązania krótkoterminowe. Poza tym z roku na rok rośnie wartość wskaźnika kapitału obrotowego netto do aktywów obrotowych, co zasługuje na pozytywną ocenę.

Również cykl środków pieniężnych, znacząco mniejszy od tego dla branży, wpływa na pozytywną ocenę sytuacji finansowej. Co prawda z roku na rok cykl ten się wydłuża, co samo w sobie jest zjawiskiem niekorzystnym, jednak może to być spowodowane uwarunkowaniami rynkowymi i pogłębiającym się kryzysem.

Badanie struktury zadłużenia również przyniosło wiele pozytywnych objawów. Przedsiębiorstwo w większym stopniu finansuje się zobowiązaniami długo. niż krótkoterminowymi, co jest zjawiskiem pożądanym.

Z punktu widzenia inwestora, chcącego zakupić akcje PKN ORLEN, decyzja o ich nabyciu wydaje się rozsądna. Przedsiębiorstwo jest zdolne do generowania zysków, wykazuje się rosnącymi przychodami ze sprzedaży, powiększającymi się inwestycjami, będących zapowiedzią przyszłych pozytywnych danych finansowych. Wskaźniki rynku kapitałowego zdają się potwierdzać tę tezę, że sytuację finansową przedsiębiorstwa Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A. należy ocenić jako pozytywną.

Literatura

Pozycje Zwarte

1. Buk H., Nowoczesne zarządzanie finansami. Planowanie i kontrola, C.H. Beck, Warszawa 2006.
2. Dudycz T, Analiza finansowa, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1999.
3. Gmytrasiewicz A., Karmańska A., Rachunkowość finansowa, Difin, Warszawa 2002.
4. Gołębiowski G, Tłaczała A., Analiza finansowa w teorii i praktyce, Difin Warszawa 2009.
5. Hulicka M., Oszukańcza sprawozdawczość finansowa, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008.
6. Jerzemowska M red., Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie, PWE, Warszawa 2006.
7. Michalski G., Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach, PWN, Warszawa 2005.
8. Nowak E., Analiza sprawozdań finansowych, PWE, Warszawa 2008.
9. Pawlak-Lis red., Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa, WWZ, Warszawa 2007.
10. Pomykańska B., Pomykański P., Analiza finansowa przedsiębiorstwa, PWN 2008.
11. Sawicki K. red. Polityka bilansowa i analiza finansowa. Nowoczesne instrumenty zarządzania firmą, Ekspert, Wrocław 2002.
12. Sierpińska M., Jachna T., Metody podejmowania decyzji finansowych, PWN 2008.
13. Sierpińska M., Jachna T., Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych, PWN 2007.
14. Świątlik W., Analiza działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, WSE, Warszawa 2005.

Akty prawne

1. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. O rachunkowości, (Dz. U. 1994 nr 121 poz. 591).

Źródła internetowe

1. www.rsg.pl/wskaznik_trwalosci_struktury_finansowania/w/slownik.html, 2013-05-12
2. www.brandsoftheworld.com/logo/cpn?original=1, 2013-04-25
3. www.decalsplanet.com/item-15057-zks-petrochemia-soccer-team-logo.html, 2013-04-26
4. www.orlen.pl, 2013-05-16
5. www.analizyontime.pl/?sub=8&page=dupont, 2013-05-09.
6. www.rsg.pl/wskaznik_trwalosci_struktury_finansowania/w/slownik.html, 2013-05-06.
7. www.gpw.pl/wskazniki_sektorow, 2013-05-16.

Inne

1. *Jednostkowy Raport Roczny 2010, 2011, 2012*, Polski Koncern Naftowy Orlen SA, dostępne za stroną internetową www.orlen.pl, 2013-05-10.

Spis rysunków

Rysunek 1. Ogólna formuła wskaźnika finansowego	13
Rysunek 2. Wskaźnik rentowności netto sprzedaży.	16
Rysunek 3. Wskaźnik rentowności netto aktywów.....	16
Rysunek 4. Wskaźnik rentowności netto aktywów.....	17
Rysunek 5. Wskaźnik rentowności kapitału zakładowego.	18
Rysunek 6. Wskaźnik rentowności kapitału stałego.	18
Rysunek 7. Wskaźniki płynności.	19
Rysunek 8. Kapitał obrotowy netto.....	20
Rysunek 9. Wskaźnik rotacji zapasów w dniach.	21
Rysunek 10. Wskaźnik rotacji należności w dniach.	22
Rysunek 11. Wskaźnik rotacji zobowiązań w dniach.	22
Rysunek 12. Cykl środków pieniężnych - grafika	23
Rysunek 13. Cykl środków pieniężnych – sposób obliczania	23
Rysunek 14. Wskaźnik ogólnego zadłużenia.....	24
Rysunek 15. Mnożnik kapitału własnego.	24
Rysunek 16. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego.....	25

Rysunek 17. Wskaźnik trwałości struktury finansowania.	25
Rysunek 18. Wskaźnik zadłużenia aktywów trwałych.	26
Rysunek 19. Wskaźnik cena/zysk.	27
Rysunek 20. Wskaźnik zysku netto na jedną akcję.....	27
Rysunek 21. Wskaźnik cena/wartość księgowa.	27
Rysunek 22. Model DuPonta.	32
Rysunek 23. Hierarchizacja wskaźników finansowych na potrzeby controllingu.....	34
Rysunek 24. Model wczesnego ostrzegania B. Prusaka.	36
Rysunek 25 Logo CPN.....	42
Rysunek 26. Logo Petrochemii Płock.....	43
Rysunek 27. Logo PKN ORLEN.	44
Rysunek 28. Procentowy udział poszczególnych pozycji w bilansie.	46
Rysunek 29. Kształtowanie się wskaźnika związania (unieruchomienia) aktywów dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.	47
Rysunek 30. Kształtowanie się wskaźnika stopnia samofinansowania dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	48
Rysunek 31. Kształtowanie się wskaźnika zastosowania kapitałów własnych dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	48
Rysunek 32. Indeksy dynamiki w rachunku zysków i strat dla badanego przedsiębiorstwa...	49
Rysunek 33. Warianty przepływów pieniężnych.	51
Rysunek 34. Kształtowanie się wskaźnika udziału amortyzacji dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	54
Rysunek 35. Kształtowanie się wskaźnika pieniężnej płynności finansowej dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	54
Rysunek 36. Kształtowanie się wskaźnika pieniężnej wydajności sprzedaży dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	54
Rysunek 37. Kształtowanie się wskaźnika rentowności netto dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	56
Rysunek 38. Kształtowanie się wskaźnika rentowności netto aktywów dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	57
Rysunek 39. Kształtowanie się wskaźnika rentowności netto kapitału własnego dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	57

Rysunek 40. Kształtowanie się wskaźnika rentowności kapitału zakładowego dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	58
Rysunek 41. Kształtowanie się wskaźnika rentowności kapitału stałego dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	58
Rysunek 42. Kształtowanie się wskaźników płynności dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	58
Rysunek 43. Kształtowanie się wskaźników rotacji dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.	59
Rysunek 44. Kształtowanie się wskaźnika ogólnego zadłużenia dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	60
Rysunek 45. Kształtowanie się wskaźnika zadłużenia długoterminowego dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	61
Rysunek 46. Kształtowanie się wskaźnika trwałości struktury finansowania dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	61
Rysunek 47. Kształtowanie się wskaźnika zadłużenia aktywów trwałych dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	61
Rysunek 48. Kształtowanie się wskaźnika cena/zysk dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.	62
Rysunek 49. Kształtowanie się wskaźnika cena/wartość księgowa dla badanego przedsiębiorstwa w latach 2010, '11, '12.....	62

Załącznik 1.

Bilans przedsiębiorstwa Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A.

BILANS (uproszczony) [w tys. PLN]			
	2010	2011	2012
AKTYWA	39 894 058	45 869 083	41 406 969
AKTYWA TRWAŁE	24 663 871	22 429 271	22 474 134
Wartości niematerialne	11 912 963	9 414 497	9 606 437
Rzeczowe aktywa trwałe	12 470 591	12 280 039	12 179 100
Inwestycje długoterminowe	280 317	734 645	688 597
AKTYWA OBROTOWE	15 230 187	23 439 812	18 932 835
Zapasy	7 450 787	11 549 043	10 375 471
Należności krótkoterminowe	5 869 037	7 272 583	6 452 002
Inwestycje krótkoterminowe	1 910 363	4 618 186	2 105 362
PASYWA	39 894 058	45 868 083	41 406 969
KAPITAŁ WŁASNY	19 539 049	20 846 724	22 920 006
Kapitał podstawowy	2 284 888	2 284 888	2 284 888
Zysk netto	2 357 127	1 386 166	2 127 798
Zyski z lat ubiegłych	14 897 034	17 175 670	18 507 320
ZOBOWIĄZANIA	20 355 009	25 022 359	18 486 963
Zobowiązania długoterminowe	8 350 861	9 844 384	7 702 331
Kredyty	7 937 850	9 346 203	6 968 525
Rezerwy	364 060	498 090	733 806
Zobowiązania krótkoterminowe	12 004 148	15 177 975	10 784 632
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	10 038 858	10 998 036	8 585 609
Kredyty i pożyczki	1 164 699	2 320 861	1 303 497
Pozostałe zobowiązania finansowe	800 591	1 859 078	895 529

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Jednostkowych Raportów Rocznych 2010, 2011, 2012, Polski Koncern Naftowy Orlen SA, dostępnymi za stroną internetową www.orlen.pl, 2013-05-10.

Załącznik 2.

Rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT (uproszczony) [w tys. PLN]			
	2010	2011	2012
Przychody ze sprzedaży	62 215 581	79 037 121	88 348 971
Koszty własne sprzedaży	57 045 562	73 327 619	83 753 762
Zysk brutto ze sprzedaży	5 170 019	5 709 502	4 595 209
Koszty sprzedaży	1 824 472	1 947 915	2 065 565
Koszty ogólnego zarządu	584 243	671 186	754 926
Zysk ze sprzedaży	2 761 304	3 090 401	1 774 718
Pozostałe przychody operacyjne	303 637	435 158	372 879
pozostałe koszty operacyjne	308 114	351 621	337 514
Zysk z działalności operacyjnej	2 756 827	3 173 938	1 810 083
Przychody finansowe	527 993	2 999 717	1 639 570
Koszty finansowe	458 496	3 777 208	785 690
Zysk brutto	2 826 324	2 396 447	2 663 963
Podatek dochodowy	469 197	1 010 281	536 165
Zysk netto	2 357 127	1 386 166	2 127 798

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Jednostkowych Raportów Rocznych 2010, 2011, 2012, Polski Koncern Naftowy Orlen SA, dostępnymi za stroną internetową www.orklen.pl, 2013-05-10.

Załącznik 3.

Rachunek przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa PKN ORLEN S.A.

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (uproszczony) [w tys. PLN]				
	2010	2011	2012	
Zysk netto	2 357 127	1 386 166	2 127 798	
Korekty				
Amortyzacja	870 517	991 405	1 055 942	
Zysk/Strata z tytułu różnic kursowych	69 798	1 063 096	- 820 640	
Odsetki netto	258 794	299 764	301 971	
Dywidendy otrzymane	- 384 731	- 400 702	- 173 085	
Zysk/Strata na działalności inwestycyjnej	- 18 150	- 579 191	452 560	
Zmiana stanu należności	- 1 397 106	- 1 358 678	919 581	
Zmiana stanu zapasów	- 133 105	- 4 083 934	1 183 711	
Zmiana stanu zobowiązań	2 208 249	1 160 070	- 2 423 015	
Zmiana stanu rezerw	396 274	248 509	225 766	
Podatek dochodowy od zysku przed opodatkowaniem	469 197	1 010 281	536 165	
Podatek dochodowy zapłacony	- 413 375	- 176 856	- 940 753	
Pozostałe korekty	- 388 062	- 353 265	- 380 697	
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	3 895 427	- 793 335	2 065 304	
Nabycie skład. rzecz. majątku trwałego i wartości niemater.	- 2 683 839	- 1 249 218	- 1 398 978	
Sprzedaż skład. rzecz. majątku trwałego i wartości niemater.	218 600	254 970	20 342	
Sprzedaż akcji i udziałów	13 828	3 672 247	116	
Nabycie akcji i udziałów	- 116 145	- 111 094	- 169 551	
Dopłata do kapitału jednostki powiązanej	- 2 450			
Sprzedaż innych papierów wartościowych	1 000			
Odsetki otrzymane	5 027	28 417	36 411	
Dywidendy otrzymane	384 373	403 602	172 249	
Wydatki z tytułu zwrotnych dopłat do kapitału	- 89 042	- 135 334	- 195 795	
Wpływy z tytułu zwrotnych dopłat do kapitału	11 000	19 080	7 641	
Wydatki z tytułu udzielonych pożyczek długoterm.	- 301 673	- 561 380		
Wpływy z tytułu spłaconych pożyczek krótkoterm.		314 249	- 917 696	
Wypływy w ramach systemu cash pool	- 7 983	- 81 046	- 10 204	
Pozostałe	- 1 673	- 63 815	- 3 359	
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	- 2 568 977	2 490 678	- 2 458 824	
Wpływy z otrzymanych kredytów i pożyczek	7 319 135	13 773 529	3 906 620	
Emisja dłużnych papierów wartościowych	6 574 070	5 550 239	10 140 925	
Spłaty kredytów i pożyczek	- 8 866 468	- 12 713 195	- 6 993 929	
Wykup dłużnych papierów wartościowych	- 6 492 076	- 5 223 918	- 9 574 388	
Zapłacone odsetki	- 402 739	- 396 983	- 330 039	
Płatności zobowiązań z tytułu leasingu finansowego	- 2 961	- 6 647	- 10 351	
Wpływy/Wypływy w ramach systemu cash pool	- 10 333	214 798	- 67 165	
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	- 1 881 372	1 197 823	- 2 928 327	
Zwiększenie/Zmniejszenie netto stanu środków pieniężnych	- 554 922	2 895 166	- 3 321 847	
Zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych	- 13 421	- 39	2 839	
Środki pieniężne na początek okresu	1 964 403	1 396 060	4 291 187	
Środki pieniężne na koniec okresu	1 396 060	4 291 187	972 179	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Jednostkowych Raportów Rocznych 2010, 2011, 2012, Polski Koncern Naftowy Orlen SA, dostępnymi za stroną internetową www.orklen.pl, 2013-05-10.

Załącznik 4.

Zestawienie średnich wartości podstawowych wskaźników finansowych dla poszczególnych sektorów (branż) rok 2010 oraz 2011.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	15	16
	Wyszczególnienie	Rentowność operacyjna aktywów	Wskaźnik rentowności kapitału własnego	Wskaźnik rentowności netto sprzedaży	Wskaźnik rentowności sprzedaży	Wskaźnik rentowności ekonomicznej sprzedaży	Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	Wskaźnik płynności finansowej II stopnia	Wskaźnik płynności finansowej III stopnia	Okres spływu należności	Okres spłaty zobowiązań	Szybkość obrotu zapasów	Wskaźnik trwałości struktury finansowania	Wskaźnik zadłużenia ogólnego
	2010 rok													
	Wielkość próby	22	21	19	19	19	18	17	17	13	13	18	23	22
	Średnia aritm.	10,84	19,08	3,95	5,52	7,42	1,81	1,03	0,14	47,92	38,28	24,02	0,63	46,90
	Odchylenie standardowe	13,89	21,07	5,47	5,96	5,74	1,57	0,56	0,20	19,12	14,27	13,36	0,30	29,43
	Mediana	9,63	18,13	4,56	4,26	8,19	1,56	1,08	0,06	47,87	34,25	26,38	0,72	45,88
	wartość max	49,75	52,55	13,07	16,25	16,36	7,75	2,78	0,66	96,51	68,77	47,84	1,01	95,24
	wartość min	-14,68	-35,23	-10,46	-9,39	-2,82	0,77	0,20	0,00	21,96	10,99	4,45	0,05	0,71
	2011 rok													
	Wielkość próby	26	26	23	23	22	23	23	21	16	17	22	27	26
	Średnia aritm.	10,70	15,04	4,75	6,62	7,24	2,36	1,77	0,17	41,31	27,79	23,11	0,63	46,46
	Odchylenie standardowe	16,63	32,54	5,54	6,21	5,47	2,32	1,97	0,29	25,25	20,46	14,10	0,25	24,81
	Mediana	6,11	17,33	1,94	4,20	6,20	1,79	1,28	0,05	47,96	28,58	22,52	0,65	48,76
	wartość max	50,96	88,60	20,38	20,20	20,65	11,44	9,24	1,09	109,12	71,23	56,31	1,00	96,53
	wartość min	-30,05	-47,22	-2,38	-1,74	0,96	0,76	0,26	0,00	2,67	2,00	1,95	0,09	1,13

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Jednostkowych Raportów Rocznych 2010, 2011, 2012, Polski Koncern Naftowy Orlen SA, dostępnymi za stroną internetową www.orklen.pl, 2013-05-10.