



Michał Hoffa¹✉

¹Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu, Poland

EFEKTYWNOŚĆ FINANSOWA SPÓŁKI PRZEMYSŁU ROLNO-SPOŻYWCZEGO NA PRZYKŁADZIE KERNEL HOLDING SA

Abstrakt. Celem artykułu jest ocena efektywności finansowej przedsiębiorstwa rolno-spożywczego na przykładzie spółki Kernel Holding SA. Analizę przeprowadzono na podstawie danych finansowych zawartych w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych badanej spółki w latach 2016–2020. Do analizy wykorzystano wskaźniki efektywności finansowej, które w badanym okresie wykazywały tendencję spadkową. Wykazano również związek różnic kursowych z zyskiem netto spółki, co przełożyło się bezpośrednio na wartości wybranych wskaźników. Ujawniona tendencja wskaźników finansowych spółki Kernel Holding SA była spowodowana ekspansywnym rozwojem spółki, która przez nabywanie kolejnych podmiotów rolniczych zwiększyła poziom produkcji, co wraz ze sprzyjającymi warunkami pogodowymi wpłynęło na wyniki finansowe w 2019 r.

Słowa kluczowe: efektywność finansowa, rentowność, spółka akcyjna, przedsiębiorstwo rolno-spożywcze

WSTĘP

Przedsiębiorstwa rolno-spożywcze cechuje odmiennosc i złożoność zdarzeń społeczno-gospodarczych, co jest związane nie tylko ze zmiennością otoczenia gospodarczego, ale dodatkowo z dużą zależnością działań gospodarczych od zmienności czynników przyrodniczych i klimatycznych. Przedsiębiorstwa rolno-spożywcze są więc narażone nie tylko na zmienność gospodarczą, ale i przyrodniczą, w szczególności agrometeorologiczną. Podlegają także wahaniom związanym z sezonowością pracy, co ma wpływ na wysokie ryzyko działalności gospodarczej. Są to istotne czynniki różnicujące sektor rolno-spożywczy na tle innych sektorów produkcyjnych

gospodarki, ale przede wszystkim przyczyniające się do obniżania jego efektywności finansowej (Pasula, 2017; Kulawik, 2009; Nawrocki, 2008). Jak wskazują badania spółek z różnych sektorów produkcyjnych, w przypadku tych z sektora rolno-spożywczego występuje najwyższe ryzyko utraty płynności finansowej na poziomie gwarantującym bieżącą regulację zobowiązań (Juszczak, 2015).

Celem artykułu jest ocena efektywności finansowej przedsiębiorstwa rolno-spożywczego na przykładzie spółki Kernel SA. W artykule postawiono następujące hipotezy badawcze: (H1) efektywność finansowa przedsiębiorstwa rolno-spożywczego jest powiązana z warunkami agrometeorologicznymi, (H2) zysk netto eksportującego przedsiębiorstwa rolno-spożywczego

✉mgr Michał Hoffa, Katedra Ekonomii, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu, ul. Wojska Polskiego 28, 60-637 Poznań, Poland, e-mail: michal.hoffa@up.poznan.pl

jest powiązany z zyskiem/stratą na różnicach kursowych walut.

W artykule przeprowadzono analizę efektywności finansowej spółki Kernel Holding SA¹, będącej liderem wśród przedsiębiorstw rolno-spożywczych i notowanej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW)². Badana grupa holdingowa wchodzi w skład indeksu WIG-spożywczy i ma największy udział w tworzeniu jego wartości. Jest przedsiębiorstwem zajmującym się produkcją rolno-spożywczą w rejonie Morza Czarnego. Warto w tym miejscu wskazać, że ukraiński sektor rolno-spożywczy cechuje się rosnącą dynamiką oraz stanowi priorytet i strategiczną wartość gospodarki Ukrainy. Przedsiębiorstwa rolno-spożywcze wykazują jednocześnie wysoką efektywność w porównaniu do innych sektorów tej gospodarki. Ich produkcja stanowi jednocześnie wysoki udział w eksporcie do krajów Unii Europejskiej (Vdovenko i Vdovenko, 2017; Fellmann i in., 2012).

Badana spółka jest największym producentem i eksporterem oleju słonecznikowego na świecie. W 2020 r. produkcja oleju słonecznikowego spółki stanowiła 7% globalnej produkcji i 12% globalnego eksportu. Jest ona jednocześnie największym producentem i eksporterem zbóż i nasion oleistych na Ukrainie, operującym na 514 tysiącach hektarów ziemi rolniczej. Spółka prowadzi uprawę roślin niezmodyfikowanych genetycznie, głównie ze względu na prawo ukraińskie. Posiada też rozległą sieć logistyczną (Kernel Holding SA, 2020).

W 2017 r. spółka wprowadziła w życie strategię „Strategia 2021” (Kernel Holding SA, 2020). W jej ramach głównym celem spółki jest maksymalizacja wartości dla właścicieli poprzez takie cele, jak: konsolidacja przemysłu tłoczenia nasion oleistych, podwojenie eksportu ziaren w stosunku do poziomu z 2016 r. i osiągnięcie

¹ W pracy posłużono się powszechnie stosowaną skróconą nazwą Kernel SA.

² Zgodnie ze tekstem jednolitym Statutu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA uchwalonym przez Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie 30 lipca 2010 r., ze zmianami uchwalonymi przez kolejne Nadzwyczajne i Zwyczajne Walne Zgromadzenia do 22 czerwca 2020 r. firma Spółki brzmi Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie Spółka Akcyjna. Spółka może używać skrótu: „Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA”. (Por. Statut Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z 22.06.2020 r., § 1, pkt 1). Zdając sobie sprawę z pełnej nazwy wspomnianej spółki i jej formalnego skrótu, z przyczyn redakcyjnych, w pracy posłużono się powszechnie stosowanym skrótem GPW.

zrównoważonego kosztowo przywództwa w produkcji roślinnej. Strategiczne filary przyjętej strategii stanowią koncentracja geograficzna, silna baza aktywów i operacyjna dyscyplina. Imperatywami dla osiągnięcia wyżej wymienionych w tej strategii są stabilność finansowa, profesjonalny zespół liderów oraz uczciwość (Kernel Holding SA, 2020).

Warto dodać, że Kernel SA jest też nowoczesnym przedsiębiorstwem rolno-spożywczym zaangażowanym w kwestie związane ze zrównoważonym rozwojem, zwłaszcza w zakresie środowiska, społeczeństwa i ładu korporacyjnego (ESG). Świadczy o tym dodanie spółki do indeksu WIG ESG, skupiającego spółki uznawane za działające w sposób odpowiedzialny środowiskowo, społecznie i ekonomicznie (GPW benchmark, 2021). Co więcej, warto podkreślić, że Kernel SA została w 2020 r. sygnatariuszem UN Global Compact, największej na świecie inicjatywy dotyczącej zrównoważonego rozwoju (Kernel Holding SA, 2020)

MATERIAŁY I METODY

W artykule przeprowadzono analizę i ocenę efektywności finansowej największej spółki rolno-spożywczej notowanej na GPW. Spółka Kernel SA została wybrana ze względu na jej dominujący udział w indeksie sektorowym WIG-spożywczy. Aktualna wartość księgową spółki wynosi prawie 6,5 mld zł, co stanowi ponad 50-procentowy udział w sumie wartości księgowej dla całego indeksu sektorowego. Aktualna kapitalizacja analizowanej spółki wynosi 4,7 mld zł przy kursie zamknięcia wynoszącym 55,6 zł na dzień 01.03.2021, stanowiąc aż 44% kapitalizacji dla WIG-u-spożywczego (Stooq.pl, 2021). Dodatkowym czynnikiem wpływającym na wybór spółki do analizy finansowej jest jej pozycja lidera na świecie w produkcji oleju słonecznikowego oraz lokalnie na Ukrainie w pozostałych aspektach, w tym również w zakresie realizacji celów zrównoważonego rozwoju. Ze skonsolidowanego raportu spółki za 2020 r. wynika, że zredukowała ona zużycie energii i intensywność emisji we wszystkich segmentach działalności w porównaniu do poprzedniego roku i uzyskała najniższy w historii poziom zużycia energii i śladu emisyjnego w branży olejarskiej (Kernel Holding SA, 2020).

W celu oceny efektywności finansowej badanej spółki dokonano analizy podstawowych wskaźników efektywności finansowej. Następnie dokonano ich oceny. Analizę przeprowadzono dla okresu pięciu lat, tj. 2016–2020.

Oryginalne dane do przeprowadzenia badań pochodzą z rocznych skonsolidowanych raportów spółki.

WSKAŹNIKI OCENY EFEKTYWNOŚCI FINANSOWEJ

Efektywność jest jednym z najbardziej istotnych pojęć odnoszących się do badania zjawisk ekonomicznych. Jest ona określana w sposób bardzo zróżnicowany, przez co nie ma jednej konkretnej definicji odnoszącej się do wszystkich możliwych przypadków praktycznych oraz badawczych (Sobieraj, 2017). Efektywność ekonomiczna jest pojęciem złożonym. Składają się na nie efektywności cząstkowe, takie jak np. efektywność społeczna, środowiskowa czy organizacyjna. Pojęciem zawierającym się w efektywności ekonomicznej jest również efektywność finansowa. Co do definicji efektywności finansowej nie ma dużych wątpliwości, w przeciwieństwie do pozostałych składowych efektywności ekonomicznej (Głodziński, 2014).

Efektywność finansowa odnosi się do zasady racjonalnego gospodarowania, którą można zdefiniować dwojako. Po pierwsze, można ją przedstawiać jako zasadę największego efektu polegającego na „maksymalizacji efektów przy założonym poziomie nakładów”. Po drugie, można ją prezentować jako zasadę najmniejszego nakładu, która polega na „minimalizacji nakładów przy założonym poziomie efektów” (Włudyka i Smaga, 2012). Pierwsze rozumienie zasady racjonalnego gospodarowania określa się mianem zasady największej wydajności, a drugie jest zasadą oszczędności. Jej dwojaki pojmowanie daje możliwość badania jej od strony

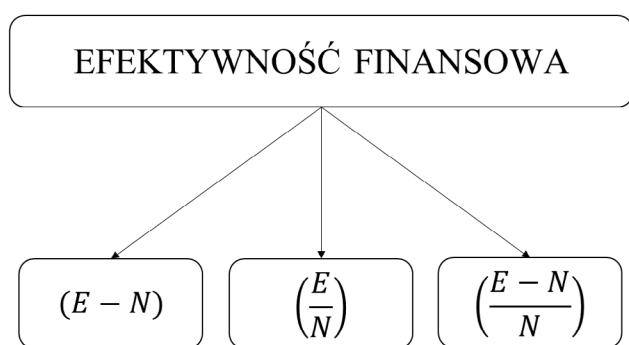
wydajnościowej, koncentrując się na maksymalizacji efektów, oraz oszczędnościowej, skupiając się na minimalizacji nakładów (Rutkowska, 2013). Stwierdza się również, że jest ona parametrem definiującym przedsiębiorstwo jako podmiot, który gospodaruje środkami finansowymi (Szymańska, 2010).

Opierając się na dotychczas sformułowanych w literaturze wnioskach dotyczących efektywności, można uznać, że wskaźniki efektywności powinny uwzględniać zarówno efekty, jak i nakłady (rys. 1). Stosując takie podejście badawcze, przyjęto, że efektywność można obliczyć przez badanie:

- różnicy pomiędzy efektami (E), a nakładami (N) (im większa różnica (dodatnia) tym większa efektywność),
- ilorazu efektów w stosunku do nakładów (im bardziej wynik jest większy od jedności, tym efektywniej wykorzystywane są zasoby),
- ilorazu różnicy pomiędzy efektami a nakładami do poniesionych nakładów (stanowi swojego rodzaju syntezę dwóch powyższych sposobów).

Efektywność finansowa ma olbrzymie znaczenie dla zarządzających danym podmiotem, a także dla potencjalnych lub obecnych inwestorów. Zarówno z punktu widzenia inwestora, jak i kadry zarządzającej ważną rolę odgrywają wskaźniki rentowności, które są głównymi miernikami efektywności finansowej. Za ich pomocą można sprawdzić bieżącą kondycję spółki w odniesieniu do konkretnych wartości w sprawozdaniu finansowym (Sobieraj, 2017).

Poza wskaźnikami rentowności istnieją również wskaźniki giełdowe, które mają znaczenie przede wszystkim dla inwestorów. Pokazują one stosunek ceny rynkowej za jedną akcję w stosunku do wybranej wartości księgowej. W tej grupie wskaźników wyróżnia się wskaźniki, takie jak relacja ceny do wartości księgowej (C/WK) lub relacja ceny do zysku (C/Z). Wskaźniki efektywności finansowej, zwane wskaźnikami rentowności, pomagają inwestorom w racjonalnym oszacowaniu opłacalności kupna bądź sprzedaży akcji danej spółki na rynku. Nie są one tak silnie uzależnione od szybkich zmian na rynku kapitałowym, jak wskaźniki giełdowe. Warto dodać, że zmiany cen akcji na giełdzie, znajdujące się w grupie wskaźników giełdowych, nie zawsze wynikają z racjonalnych przesłanek inwestorów (Paluszak i Wiśniewska-Paluszak, 2018). W artykule skoncentrowano się zatem na analizie i ocenie efektywności za pomocą wskaźników efektywności finansowej.



Rys. 1. Efektywność finansowa jako relacja efektów do nakładów

Źródło: opracowanie własne na podstawie Garbca (2014) i Rutkowskiej (2013).

CHARAKTERYSTYKA WSKAŹNIKÓW EFEKTYWNOŚCI FINANSOWEJ

W celu przeprowadzenia analizy efektywności finansowej spółki Kernel SA wybrano podstawowe wskaźniki rentowności sprzedaży, majątku i kapitału własnego. Rentowność kapitału własnego spółki (ROE) jest ilorazem zysku netto i kapitału własnego spółki (1).

$$ROE = \frac{\text{Zysk netto}}{\text{Kapitał własny}} \cdot 100\% \quad (1)$$

Wzrost wartości ROE oznacza lepszą kondycję badanego podmiotu, co daje podstawę sądzić, iż spółka będzie miała większą zdolność do wypłaty dywidend, i sugeruje wyższy potencjał do wzrostu jej wartości (Hamrol, 2010). Następnym analizowanym wskaźnikiem jest rentowność aktywów spółki (ROA), będąca ilorazem zysku netto i aktywów spółki (2).

$$ROA = \frac{\text{Zysk netto}}{\text{Aktywa ogółem}} \cdot 100\% \quad (2)$$

Analogicznie jak w przypadku ROE, im większa wartość wskaźnika ROA, tym lepsza informacja dla badanego podmiotu. ROA pokazuje efektywność wykorzystania aktywów spółki. Wadą powyższego podejścia jest zależność od struktury finansowania majątku. Jeśli w danej spółce odnotowuje się wysoki udział kapitału obcego odsetkowego, zdolność aktywów do generowania zysków będzie zaniżona (Hamrol, 2010).

Ostatnim wskaźnikiem rentowności wykorzystanym przy badaniu finansowej kondycji badanego podmiotu jest rentowność sprzedaży (ROS). Jak w przypadku dwóch wyżej omówionych wskaźników, jest on ilorazem, w tym przypadku zysku netto i przychodów ze sprzedaży (3).

$$ROS = \frac{\text{Zysk netto}}{\text{Przychody ze sprzedaży}} \cdot 100\% \quad (3)$$

Niniejszy wskaźnik w interpretacji jest najbardziej zależny od intuicji oraz doświadczenia analityka. Jak w dwóch powyższych wskaźnikach rentowności, wyższa wartość oznacza lepszą kondycję przedsiębiorstwa.

ANALIZA I OCENA EFEKTYWNOŚCI FINANSOWEJ KERNEL SA

Analizując wskaźniki efektywności finansowej badanej spółki, można zaobserwować tendencję spadkową wartości analizowanych wskaźników finansowych, co pozwala wnioskować, iż efektywność finansowa spółki może się pogorszyć, gdy ogranicza się tylko do ich analizy (tab. 1).

Tabela 1. Wartości wskaźników efektywności finansowej spółki Kernel SA w latach 2016–2020 (w %)

Rok	ROE	ROA	ROS
2016	23	15	11
2017	15	9	8
2018	5	3	2
2019	13	7	4
2020	8	4	3

Uwagi: ROE – rentowność kapitału własnego spółki; ROA – rentowność aktywów spółki; ROS – rentowność sprzedaży.

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów spółki Kernel SA z lat 2016–2020.

Wartość analizowanych wskaźników latach 2017–2020 była niższa niż w 2016 r. Z kolei w 2018 r. wszystkie analizowane wskaźniki osiągnęły najniższą wartość. Można zatem uznać, że pod względem efektywności finansowej najlepszym rokiem w ostatnich pięciu latach był dla analizowanej spółki 2016 r., gdyż wtedy wszystkie analizowane wskaźniki finansowe miały najwyższą wartość.

Analizując dane finansowe rachunku zysku i strat badanego podmiotu, można zauważyć dużą zmienność wartości zysku/straty z tytułu różnic kursowych oraz systematyczny wzrost kosztów finansowych przedsiębiorstwa, które są powiązane z rozwojem inwestycyjnym spółki (tab. 2). Widoczne jest, że różnica między przychodami ze sprzedaży i kosztami sprzedaży była stosunkowo stabilna i wahała się od najniższej wartości 295 326 tys. USD w 2018 r. do 482 968 tys. USD w 2020 r., niezależnie od wielkości przychodów ze sprzedaży, a średnia wartość tej różnicy wynosiła 400 577 20 tys. USD, co pozwala stwierdzić, iż zmienność

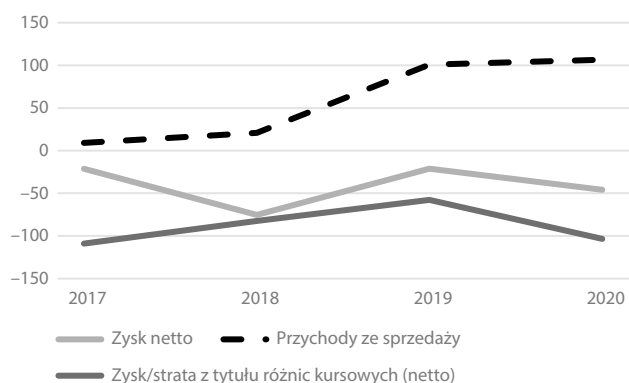
Tabela 2. Zestawienie najważniejszych danych ze sprawozdań finansowych spółki Kernel SA w latach 2016–2020 (w tys. USD)

Dane	2016	2017	2018	2019	2020
A. Przychody ze sprzedaży	1 988 520	2 168 931	2 403 003	3 992 133	4 106 780
B. Koszty sprzedaży	-1 548 474	-1 722 756	-2 107 677	-3 653 762	-3 623 812
C. Różnica A-B	440 046	446 175	295 326	338 371	482 968
D. Aktywa	1 509 355	2 009 083	2 210 514	2 463 600	3 164 703
E. Kapitał własny	997 055	1 157 609	1 177 604	1 346 026	1 494 123
F. Koszty finansowe (netto)	-57 121	-62 280	-65 099	-82 319	-147 220
G. Zysk/strata z tytułu różnic kursowych (netto)	30 442	-2 729	5 375	12 860	-1 012
H. Zysk netto	226 844	178 603	55 954	178 504	122 750

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów spółki Kernel SA z lat 2016–2020.

tych wielkości nie jest kluczowa w badanym okresie, gdy chodzi o zmienność zysku netto. Na szczególną uwagę zasługuje bowiem zmienność zysku/straty z tytułu różnic kursowych. Kształtowanie się tej wielkości jest kluczowe, ponieważ spółka jest eksporterem, co powoduje, że różnice kursowe są dla niej bardzo ważne.

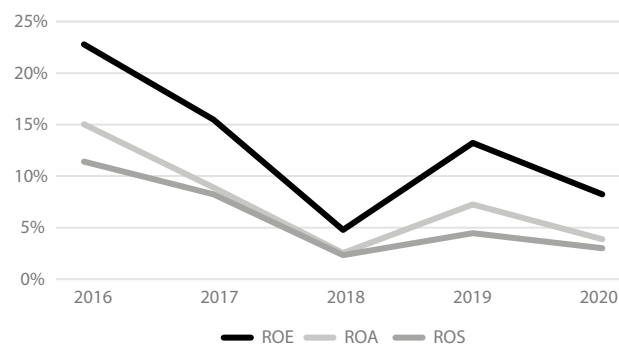
W celu zbadania istotności tej zmiennej zbadano jej dynamikę przy stałej podstawie (2016 = 100), sprawdzając jednocześnie dynamikę zysku netto i dynamikę przychodów ze sprzedaży (rys. 2). Wykresy dynamiki dla zysku/straty z tytułu różnic kursowych i zysku netto mają dość zbliżony do siebie kształt i spadkową tendencję, w przeciwieństwie do rosnącej dynamiki przychodów



Rys. 2. Dynamika przy stałej podstawie zysku/straty z tytułu różnic kursowych (netto), (2016 = 100) zysku netto oraz przychodów ze sprzedaży spółki Kernel SA w latach 2016–2020
Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów spółki Kernel SA z lat 2016–2020.

ze sprzedaży, co pozwala stwierdzić, że dynamika zysku/strat z tytułu różnic kursowych (netto) jest powiązana z ostateczną wartością zysku netto.

Kolejnym aspektem przeprowadzonej analizy jest wzajemna relacja wartości wskaźników efektywności finansowej (rys. 3). Analiza relacji zmienności badanych wskaźników wskazuje, że wyjątkowo pozytywnie na tle pozostałych wskaźników prezentuje się rentowność kapitału własnego (ROE), która w każdym analizowanym roku miała znacznie wyższe wartości niż pozostałe dwa wskaźniki, tj. rentowność aktywów oraz sprzedaży. Oznacza to, że spółka Kernel SA dobrze zarządza kapitałami własnymi, czyli pieniędzmi swoich



Uwagi: ROE – rentowność kapitału własnego spółki; ROA – rentowność aktywów spółki, ROS – rentowność sprzedaży.

Rys. 3. Wartości wskaźników efektywności finansowej spółki Kernel SA w latach 2016–2020
Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów spółki Kernel SA z lat 2016–2020.

akcjonariuszy-inwestorów. W analizie tych wskaźników również wyraźnie uwidacznia się wpływ zysku/straty z tytułu różnic kursowych (netto) na ich poziom, gdy porówna się ich kształtowanie ze wskaźnikami efektywności finansowej na rysunkach 2 i 3.

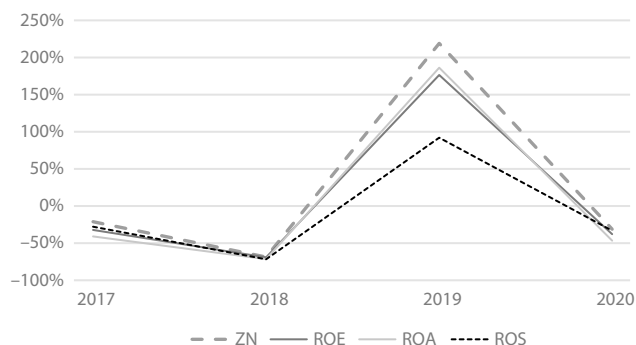
W analizie dynamiki wskaźników finansowych uwzględniono dynamikę zysku netto, aby sprawdzić relację wybranych wskaźników rentowności do faktycznego, realnego dochodu spółki. Dynamika zmian wskaźników finansowych rok do roku potwierdziła wstępnie ocenioną spadkową tendencję dla wszystkich analizowanych wskaźników (tab. 3). W analizowanym okresie najgłębszy spadek wskaźników finansowych wystąpił w 2018 r., jednak w kolejnym roku spółka podwoiła swoje zyski netto w stosunku do roku poprzedniego. Podobnie prawie dwukrotnie wzrosła również rentowność aktywów (ROA) i kapitału własnego (ROE) spółki, odpowiednio o 186% i 176%. Jednakże rentowność sprzedaży (ROS) poprawiła się w stosunku do 2018 r. jedynie o 92%. W 2019 r. wszystkie analizowane wskaźniki ponownie się obniżyły, jednakże tendencja spadkowa nie była tak głęboka, jak w roku 2018. W tym przypadku również widać powiązanie różnic kursowych z zyskiem netto, co przekłada się na wartość dynamiki analizowanych wskaźników.

Tabela 3. Dynamika przy zmiennej podstawie wskaźników efektywności finansowej i zysku netto spółki Kernel SA w latach 2016-2020 (rok poprzedni = 100, w %)

Rok	Zysk netto	ROE	ROA	ROS
2017	-21	-32	-41	-28
2018	-69	-69	-72	-72
2019	219	176	186	92
2020	-31	-38	-46	-33

Uwagi: ROE – rentowność kapitału własnego spółki; ROA – rentowność aktywów spółki, ROS – rentowność sprzedaży.
Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów spółki Kernel SA z lat 2016–2020.

Kolejne analizowane wielkości wskazują, że wskaźniki zachowują podobny poziom rocznej dynamiki (rys. 4). Wyjątkiem był 2019 r., w którym można zaobserwować bardzo duży wzrost dynamiki przy jednoczesnym mniejszym wzroście wskaźnika ROS. Przyczyną tych zmian była poprawa wyników z działalności rolniczej spółki. Osiągnięto ją głównie dzięki rekordowym



Uwagi: ZN – zysk netto; ROE – rentowność kapitału własnego spółki; ROA – rentowność aktywów spółki, ROS – rentowność sprzedaży.

Rys. 4. Dynamika przy zmiennej podstawie wskaźników efektywności finansowej i zysku netto spółki Kernel SA w latach 2016–2020 (rok poprzedni = 100)

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów spółki Kernel SA z lat 2016–2020.

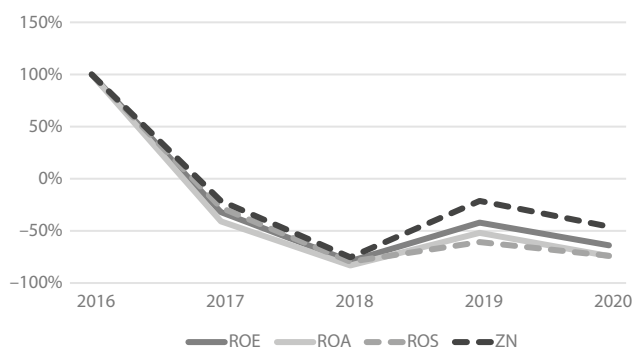
zbiorom nasion słonecznika (umożliwiły je dobre warunki pogodowe), szybkiej i udanej integracji nowych spółek pozyskanych w 2017 r. oraz ciągłemu wzrostowi produktywności (Kernel Holding SA, 2019). Dodatkowym pozytywnym czynnikiem w tym roku był dobry wynik spółki z tytułu różnic kursowych.

Analiza spółki Kernel SA ujawniła spadkową tendencję efektywności finansowej po 2016 r. W celu oceny głębokości zmian zbadano ich dynamikę w stosunku do roku, w którym spółka osiągnęła najwyższą efektywność finansową (tab. 4). Analiza dynamiki rentowności finansowej spółki Kernel SA po 2016 r. potwierdziła

Tabela 4. Dynamika przy stałej podstawie wskaźników efektywności finansowej i zysku netto spółki Kernel SA w latach 2016–2020 (2016 = 100, w %)

Rok	Zysk netto	ROE	ROA	ROS
2016	100	100	100	100
2017	-32	-41	-28	-21
2018	-79	-83	-80	-75
2019	-42	-52	-61	-21
2020	-64	-74	-74	-46

Uwagi: ROE – rentowność kapitału własnego spółki; ROA – rentowność aktywów spółki; ROS – rentowność sprzedaży.
Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów spółki Kernel SA z lat 2016–2020.



Uwagi: ZN – zysk netto; ROE – rentowność kapitału własnego spółki; ROA – rentowność aktywów spółki; ROS – rentowność sprzedaży.

Rys. 5. Dynamika przy podstawie stałej wybranych wskaźników efektywności finansowej i zysku netto spółki Kernel SA w latach 2016–2020 (2016 = 100)

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych raportów spółki Kernel SA z lat 2016–2020.

tendencję spadkową rentowności finansowej. Jednocześnie warto zauważyć, że ujawniony wcześniej dynamiczny wzrost rentowności spółki w 2019 r. w stosunku do roku poprzedniego nie okazał się na tyle wysoki, aby osiągnąć korzystne wyniki finansowe z początku badanego okresu. W tym przypadku uwidacznia się również już wymienione powiązanie różnic kursowych z dynamiką wskaźników.

Najlepszym z badanych okresów pod względem analizowanych wskaźników rentowności i zysku netto był 2016 rok (rys. 5). Efektywność finansowa spółki w tym roku była najwyższa pomimo najniższych w całym badanym okresie 2016–2020 rocznych przychodów ze sprzedaży. W tym właśnie roku działalności finansowa spółki zanotowała najlepszy wynik. Główną przyczyną najwyższego w badanym okresie wyniku finansowego spółki jest najwyższa w badanym okresie wartość zysku na różnicach kursowych, co w powiązaniu z najniższymi kosztami finansowymi w tym okresie pozwoliło uzyskać najwyższy poziom zysku netto, a to z kolei bezpośrednio wpłynęło na najwyższą wartość wszystkich analizowanych wskaźników rentowności finansowej spółki.

Podsumowując, można stwierdzić, że spółka Kernel SA w badanym okresie osiąga najlepszą rentowność z kapitałów własnych, natomiast rentowność ze sprzedaży jest niższa, zwłaszcza w 2019 r. Ten rok był rekordowym rokiem pod względem zbiorów upraw słonecznika. Z tego właśnie powodu mogła nastąpić rozbieżność

w porównaniu z pozostałymi wskaźnikami. Zwiększona podaż produktów oznaczała spadek cen na rynku, co bezpośrednio przełożyło się na marże ze sprzedaży. Dodatkowym czynnikiem zmian zysku netto spółki są różnice kursowe, których wahania wpływają na zysk netto. W przypadku osłabienia się wpływu czynników egzogenicznych, takich jak pogoda czy różnice kursowe na działalność Kernel SA, można sformułować wniosek, że sytuacja badanej spółki jest zasadniczo stabilna oraz stwarza podstawy do przyszłego zwiększenia zysków z powodu podążania przez spółkę ścieżką zrównoważonego rozwoju.

WNIOSKI

Celem badania była ocena wskaźników efektywności finansowej spółki Kernel SA w latach 2016–2020. Cel ten udało się osiągnąć. Hipotezy badawcze postawione w artykule były następujące: (H1) efektywność finansowa przedsiębiorstwa rolno-spożywczego jest powiązana z warunkami agrometeorologicznymi, (H2) zysk netto eksportującego przedsiębiorstwa rolno-spożywczego jest powiązany z zyskiem/stratą na różnicach kursowych walut. Dwie wspomniane hipotezy znajdują potwierdzenie w wynikach przeprowadzonych badań. Potwierdzenie stanowi zwłaszcza zmiana sytuacji finansowej spółki, zależnej od egzogenicznych warunków pogodowych w 2019 r., które z kolei wpływają na rezultaty upraw. Potwierdzenie drugiej hipotezy stanowią zmiany sytuacji finansowej spółki, zwłaszcza ujawnione w latach 2016 i 2019. One wyróżniały się zyskiem na różnicach kursowych w porównaniu do pozostałych okresów. Przeprowadzona analiza pozwoliła też wyciągnąć następujące szczegółowe wnioski odnośnie do efektywności finansowej spółki Kernel SA:

1. efektywność finansowa spółki sektora rolno-spożywczego jest zależna od warunków pogodowych,
2. zysk netto spółki eksportującej zależy od zysku/straty na różnicach kursowych,
3. w badanym okresie wskaźniki efektywności finansowej wykazują tendencję spadkową spowodowaną zmiennością czynników egzogenicznych. Bez wpływu czynników egzogenicznych, efektywność finansowa spółki jest dość stabilna,
4. z analizowanych wskaźników efektywności finansowej wynika, że badana spółka osiąga największą efektywność kapitałów własnych, co jest zgodne z maksymalizacją wartości dla właścicieli, jako głównym jej celem.

LITERATURA

- Fellmann, T., Nekhay, O., M'Barek, R. (red.) (2012). The agri-food sector in Ukraine: current situation and market outlook until 2025. Extension of the AGMEMOD model towards Ukraine. Luxembourg: Publication Office of the European Union.
- Garbiec, R. (2014). Wykorzystanie mierników efektywności finansowej w zabezpieczeniu społecznym. *Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*, 180, cz. 2: Dokonania współczesnej myśli ekonomicznej: racjonalność – efektywność – etyka. Podejście praktyczne, 99–109. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (2020). Statut Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z 22.06.2020 r., § 1, pkt 1.
- Głodziński, E. (2014). Efektywność ekonomiczna – dylematy definiowania i pomiaru. *Zeszyty Naukowe, Organizacja i Zarządzanie, Politechnika Śląska*, 73, 155–167.
- GPW benchmark, WIG-ESG. Pobrane: 1 marzec 2021 z: <https://gpwbenchmark.pl/karta-indeksu?isin=PL9999998955>.
- Hamrol, M. (red.). (2010). Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne. Wydanie 3 zmienione (s. 46, 50). Poznań: Wyd. UEP.
- Juszczak, M. (2015). Zróżnicowanie sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek z sektorów produkcyjnych. *Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 109, 71–83.
- Kernel Holding SA (2016). Annual Report for the year ended 30 June 2016. Pobrane 24 lutego 2021 z: <https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports>.
- Kernel Holding SA (2017). Annual Report for the year ended 30 June 2017. Pobrane 24 lutego 2021 z: <https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports>.
- Kernel Holding SA (2018). Annual Report for the year ended 30 June 2018. Pobrane 24 lutego 2021 z: <https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports>.
- Kernel Holding SA (2019). Annual Report for the year ended 30 June 2019. Pobrane 24 lutego 2021 z: <https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports>.
- Kernel Holding SA (2020). Annual Report for the year ended 30 June 2020. Pobrane 24 lutego 2021 z: <https://www.kernel.ua/investor-relations/financial-reports>.
- Kulawik, J. (red.) (2009). Analiza efektywności ekonomicznej i finansowej przedsiębiorstw rolnych powstałych na bazie majątku WRSP. Warszawa: Wyd. IERiGŻ-PIB.
- Nawrocki, T. (2008). Sytuacja finansowa, ze szczególnym uwzględnieniem rentowności, spółek giełdowych z branży spożywczej w latach 2002-2006. *Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 64, 143–151.
- Paluszak, G., Wiśniewska-Paluszak, J. (2018). Hipoteza efektywnego rynku versus analiza techniczna rynku finansowego. *Polityki Europejskie, Finanse i Marketing*, 19 (68), 187–198.
- Pasula, K. (2017). Analiza fundamentalna Indykpolu SA jako przykład wyceny aktywów biologicznych według kosztu historycznego. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 134, 284–299.
- Rutkowska, A. (2013). Teoretyczne aspekty efektywności – pojęcie i metody pomiaru. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania, Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance*, 1, 445–447.
- Sobieraj, A. (2017). Efektywność finansowa spółek przemysłu spożywczego notowanych na GPW. *Studia i materiały. Miscellanea Oeconomicae*, r. 21, nr 3, tom II: Myśl ekonomiczna, spółdzielczość, bankowość, samorządność. Wydział Prawa, Administracji i Zarządzania Uniwersytetu Jana Kochanowskiego w Kielcach.
- Stooq.pl WIG-spożywczy, lista komponentów. Pobrane: 1 marzec 2021 z: https://stooq.pl/q/i/?s=wig_spozywko=7&i.
- Szymańska, E. (2010). Efektywność przedsiębiorstw – definiowanie i pomiar. *Roczniki Nauk Rolniczych, seria G, t. 97, z. 2, s. 152–164*.
- Vdovenko, L., Vdovenko, S. (2017). Market turnover of land as the basis of the efficient development of agrarian sector in Ukraine. *Intercathedra*, 33(3), 65–69.
- Włudyka, T., Smaga, M. (2012). *Instytucje gospodarki rynkowej*. Warszawa: Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, 68–69.

FINANCIAL EFFICIENCY OF AN AGRI-FOOD COMPANY ON THE EXAMPLE OF KERNEL HOLDING SA

Abstract. The purpose of the article is to evaluate the financial efficiency of an agri-food company on the example of Kernel Holding SA. The study was carried out based on data from consolidated financial statements of the company published in 2016–2020. Financial efficiency indicators were used for the analysis, which showed a downward trend in the analysed period. The relationship between exchange rate differences and the company's net profit was also shown, which translated directly into the values of selected indicators. Revealed trend in financial ratios of Kernel Holding SA was caused by the expansive development of the company, which, by acquiring more agricultural entities, increased the level of production, which, together with favourable weather conditions, influenced the financial results in 2019.

Keywords: financial efficiency, profitability, a listed company, agri-food company