

# Jaka jest rentowność Biedronki? Na marginesie debaty o podatku obrotowym<sup>1</sup>

Autor: **Marcin Zieliński**

Temat opodatkowania sklepów wielkopowierzchniowych wraca jak zły sen<sup>2</sup>. Sugerowana narracja uzasadniająca wprowadzenie podatku obrotowego przedstawia się następująco: istnieją firmy, które generują bardzo wysokie przychody (obroty), ale mają bardzo niską marżę (rentowność sprzedaży) z powodu relatywnie wysokich kosztów, a ponieważ tak niska rentowność sprzedaży jest podejrzana, jako że nikogo aż tak skromne zyski nie mogłyby zadowolić, to najwyraźniej część tych kosztów jest sztucznie napompowana i służy przetransferowaniu faktycznych zysków za granicę, gdzie siedzibę ma spółka-matka albo inna spółka-córka i gdzie zostanie zapłacony podatek dochodowy<sup>3</sup>. Oczywiście takie transferowanie zysków nie byłoby możliwe, gdyby wprowadzono podatek obrotowy, dlatego że przychodów w przeciwieństwie do zysków nie da się tak łatwo ukryć.

W kontekście podatku obrotowego w Internecie wciąż przywoływana jest [grafika](#) opracowana w 2013 roku przez Fundację Republikańską i zestawiająca przychody największych sieci supermarketów w 2011 roku z podatkami (dochodowymi) odprowadzonymi w Polsce przez owe sieci.

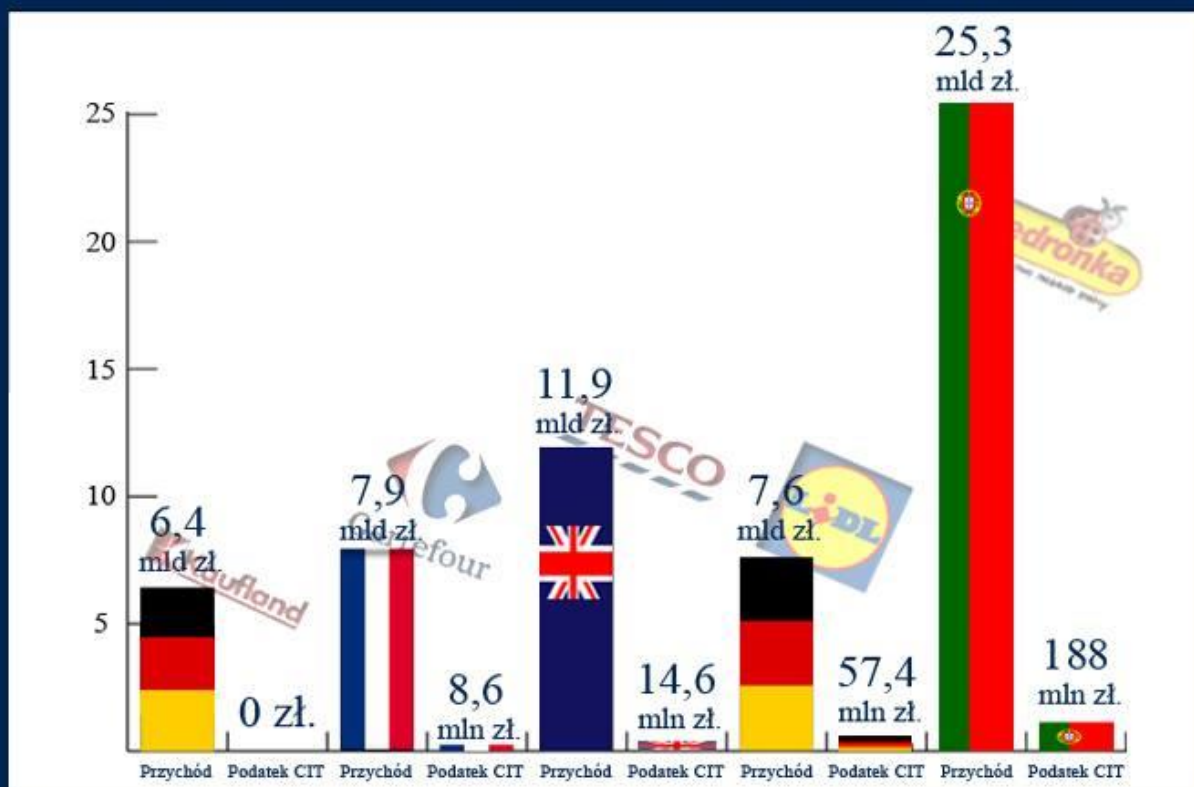
---

1 Autor jest ekonomistą, tłumaczem literatury ekonomicznej i szefem wydawnictwa Instytutu Misesa.

2 Czytelników zainteresowanych różnymi problemami związanymi z ogólnie pojętą argumentacją przeciwko supermarketom odsyłam do artykułu Mateusza Benedyka [W obronie sklepów wielkopowierzchniowych](#), opublikowanego na stronie Instytutu Misesa.

3 Transferowanie zysków polega zasadniczo na sprzedaży spółce-córce przez spółkę-matkę (lub inną spółkę-córkę) towarów i usług (często wydumanych) po zawyżonych cenach po to, by zapłacić podatek dochodowy w kraju, w którym jest niższa stawka. Nie twierdzę, że do takiego proceduru wcale nie dochodzi, choć sądzę, że jest o wiele mniej powszechny, niż się uważa. Stawka podatku dochodowego od osób prawnych (CIT) w Polsce jest niższa niż we Francji, Niemczech, Portugalii i Wielkiej Brytanii, gdzie siedzibę mają spółki-matki dla zagranicznych sieci handlowych w Polsce. O ile spółki-matki nie mają spółek-córek w tzw. rajach podatkowych albo w wymienionych krajach nie otrzymują specjalnych ulg, transferowanie zysków z Polski jest pozbawione dla nich sensu. Ponadto nie oceniam tutaj, czy taki proceder jest moralny, czy też nie.

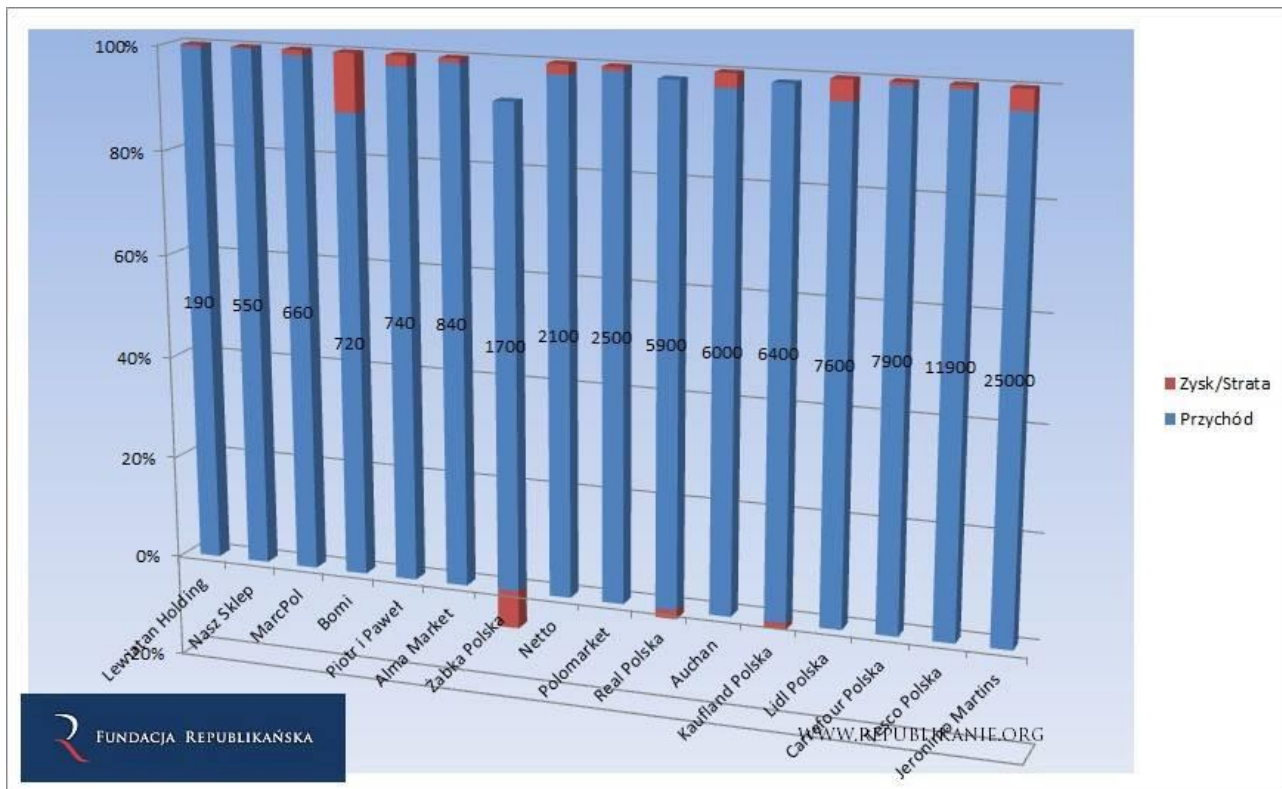
## PRZYCHODY I PODATKI ODPROWADZONE W POLSCE NAJWIĘKSZYCH SIECI SUPERMARKETÓW W 2011 R.



WWW.FACEBOOK.COM/REPUBLIKANIE

FUNDACJA REPUBLIKAŃSKA

Mniejszą popularnością cieszy się [druga grafika](#) opracowana przez tę samą fundację, zestawiająca obroty sieci handlowych i ich zyskowność. Autorzy tej grafiki do przedstawienia zyskowności użyli wskaźnika rentowności sprzedaży.



Interesujące jest znajdujące się przy tej grafice objaśnienie: „Według oficjalnych danych rynek ten nie wydaje się przynosić kokosów, średnio roczny zysk to dwa procent, a aż troje z pośród tu wymienionych odniosło straty. Mimo to słyszy się o ciągłej ekspansji wielkich sieci handlowych”<sup>4</sup>.

Szkoda, że eksperci Fundacji Republikańskiego nie zdecydowali się przedstawić całościowego raportu na temat podejrzanie niskiej rentowności sieci sklepów detalicznych i ograniczyli się tylko do dwóch powyższych grafik oraz kilku komentarzy dla portali internetowych. Z tego powodu nie do końca wiem, czy obecność na tych grafikach Biedronki ma sugerować, że grupa Jerónimo Martins, która w latach [2011](#) i [2012](#) była jednym z największych w Polsce płatników podatku dochodowego od osób prawnych (CIT)<sup>5</sup>, również transferuje swoje zyski za granicę, czy też nie.

4 Zachowana oryginalna pisownia. Na marginesie chciałbym zauważyć, że w 2011 roku zysk netto spółki Bomi był — jak możemy wyczytać z [jej sprawozdania](#) (s. 5) — **ujemny** (czyli spółka Bomi poniosła stratę netto w wysokości 88,998 mln zł, czego nie zauważyli również twórcy [tego zestawienia](#)), a zatem jej rentowność była ujemna, a nie dodatnia, i nawiązać tym samym do zagadki postawionej w drugiej części objaśnienia do grafiki: „A teraz zagadka: która z wymienionych spółek ogłosiła bankructwo w zeszłym roku? Odpowiedź: Bomi! Udało się jej wypracować sześciokrotnie większy zysk (12%) niż średnia dla całej grupy, mimo to zostanie wchłonięta przez innych graczy”.

5 Na marginesie chciałbym zauważyć, że — jak można się dowiedzieć z zalinkowanego zestawienia za 2011 rok — odprowadzony w 2011 roku przez Biedronkę CIT wyniósł 240,78 mln zł, a nie 188 mln zł, jak podano na grafice. Różnica bierze się prawdopodobnie stąd, że **autorzy grafiki policzyli CIT nieświadomie od zysku netto** (czyli zysku po potrąceniu CIT) podanego [tutaj](#). Podkreślenia wymaga zatem to, że **każda firma płaci CIT od „rentowności brutto”, a nie „rentowności netto”**.

Jednak to nie tą kwestią mam zamiar się tutaj zajmować. Zamiast tego chcę zwrócić uwagę na pewien problem związany z danymi i wskaźnikami rentowności, które są przytaczane w kontekście CIT płaconego przez sieci sklepów wielkopowierzchniowych.

Zadajemy sobie bowiem pytanie, dlaczego — skoro rentowność w handlu detalicznym jest tak niska — np. spółka Jerónimo Martins<sup>6</sup> nie zamyka biznesu i nie wrzuca środków na lokatę bankową, gdzie przecież rentowność jest podobna, a ryzyko nieporównywalnie mniejsze. Czy naprawdę jedynym rozwiązaniem tego pozornego paradoksu jest to, że po prostu gdzieś te swoje zyski transferuje, ukrywając je przed polskim fiskusem?

A może raczej należałoby inaczej zinterpretować przytaczane dane i wskaźniki?

### **Przychody to nie dochody**

Co bardziej spostrzegawczy czytelnicy zwrócili już pewnie uwagę na to, że podatek dochodowy płaci się od dochodu, a nie od przychodu (obrotu)<sup>7</sup>. Może te dwa terminy brzmią podobnie, ale z pewnością nie oznaczają tego samego.

**Przychody (ze sprzedaży) to łączna wartość sprzedanych towarów i usług w danym okresie**<sup>8</sup>. Zanim jednak firma sprzeda towary lub usługi, musi kupić surowce i półprodukty, zatrudnić pracowników, wynająć halę itd. — jednym słowem ponieść koszty. **Koszty to, ogólnie mówiąc, łączna wartość nabytych towarów i usług**<sup>9</sup>.

Oczywiście sama wielkość przychodów nie mówi nam zbyt wiele o kondycji przedsiębiorstwa. Żaden przedsiębiorca nie ma gwarancji, że uda mu się

---

6 Skupiam się tutaj na Jerónimo Martins, dlatego że traktuje Polskę jako osobny segment, w przeciwieństwie np. do Tesco przedstawiającego osobne dane dla Europy, w której skład obok Polski wchodzi: Czechy, Irlandia, Słowacja, Turcja i Węgry. Wynika to z tego, że dla Jerónimo Martins Polska jest po prostu najważniejszym segmentem operacyjnym, natomiast dla pozostałych spółek nasz rynek jest tylko jednym z wielu, na których prowadzą działalność. Wybór 2011 roku został podyktowany tym, że tego właśnie roku dotyczą zamieszczone wcześniej grafiki.

7 Zwrócił też na to uwagę Rafał Hirsch w artykule [CIT Biedronki — duży czy mały?](#), opublikowanym na Obserwatorze finansowym.

8 Przychody osiągamy w chwili sprzedania towaru lub usługi, nawet jeśli nie otrzymamy od razu pieniędzy. Zatem przychody nie muszą być tożsame z wpływami pieniądza do kasy sprzedawcy.

9 Analogicznie koszty nie muszą być tożsame z wydatkami. Tyczy się to w szczególności wydatków na aktywa trwałe. Firma, która np. zakupiła za gotówkę maszyny za 1 000 000 zł i przewiduje ich wykorzystanie przez okres 10 lat, nie wykaże całej tej kwoty od razu jako kosztu, a będzie ją amortyzować przez przewidywany okres wykorzystania. Zakładając, że zastosuje liniową metodę amortyzacji i że według przewidywań po okresie amortyzacji maszyny będą miały wartość zerową, roczny odpis amortyzacyjny (stanowiący część kosztów) wyniesie 100 000 zł.

osiągnąć przychody wyższe od poniesionych kosztów<sup>10</sup>. Oczywiście każdy przedsiębiorca ma taką nadzieję, ale nie każdemu, wbrew sugestiom różnych lewicujących publicystów, się to udaje.

**Dla przedsiębiorcy o wiele bardziej interesującą pozycją w sprawozdaniu finansowym jest zysk (dochód): różnica między przychodami i kosztami.** I to zasadniczo od zysku brutto przedsiębiorca płaci podatek dochodowy<sup>11</sup>.

Jeśli przedsiębiorca osiąga zysk, to możemy mieć pewność, że jakoś sobie radzi. Jak jednak ocenić to, jak dobrze sobie radzi? I jak możemy porównać wyniki dwóch przedsiębiorców?

Z pewnością niewiele nam tu da sama wielkość zysku. W końcu przedsiębiorca, który zainwestował dwa razy więcej od swojego konkurenta, chciałby również co najmniej dwa razy więcej zarobić. Dlatego też zysk trzeba przez coś podzielić, by otrzymać wielkość relatywną — rentowność. Tylko przez co?

### **Rentowność sprzedaży to nie rentowność inwestycji**

Sklepy detaliczne wykazują bardzo niską rentowność. Fundacja Republikańska donosi, jak już zacytowałem, że „średnio roczny zysk to dwa procent”. Naprawdę kogoś by mogło zadowolić dwa procent? Przecież na lokacie można mieć więcej, a z takim kapitałem, jakim dysponują sieci handlowe, to można by od banku wynegocjować jeszcze wyższe oprocentowanie.

Można próbować tłumaczyć tę sytuację na różne sposoby. Może właściciele sieci sklepów popełnili błąd, inwestując w handel detaliczny? Ale przecież „słyszysz się o ciągłej ekspansji wielkich sieci handlowych”. Może akurat trafił się gorszy rok? Tego nie potwierdzają rosnące słupki choćby w [skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym Jerónimo Martins za 2011 rok](#) (s. 14–16)<sup>12</sup>.

Skąd zatem ta niska zyskowność?

---

10 W dwóch poprzednich przypisach zwróciłem uwagę na to, że przychody nie są tożsame z wpływami, a koszty nie są tożsame z wydatkami. By nie komplikować zbytnio analizy, zakładam, że przychody pociągają za sobą odpowiednie wpływy. Należy jednak pamiętać, że zdarza się, iż kontrahent, który kupił towar na kredyt, zbankrutuje przed zrobieniem przelewu.

11 Z tego powodu, że przepisy prawa podatkowego mogą się różnić od praktyk i przepisów stosowanych przy sporządzaniu sprawozdań finansowych, to zysk podatkowy może się różnić od zysku bilansowego. Nie ma to jednak większego znaczenia dla przedstawionej tutaj argumentacji. Warto zauważyć, że z danych przytoczonych w przypisie 5 wynika, że w 2011 roku zysk podatkowy brutto Biedronki był wyższy od jej zysku bilansowego brutto.

12 Skonsolidowane sprawozdania finansowe grupy Jerónimo Martins za lata 2010–2014 można pobrać z [jej strony internetowej](#).

Zanim przejdę do analizy kondycji Biedronki, chciałbym przedstawić hipotetyczny przykład, by zobrazować to, czym jest rentowność<sup>13</sup>. Załóżmy, że rozpoczynający działalność sklep XYZ ma kapitał własny wynoszący 97 000 zł i nie zaciąga żadnych zobowiązań (za wszystko płaci gotówką). Nie planuje zakupu środków trwałych, a jedynie ich wynajem. Załóżmy też, że nie obowiązuje podatek dochodowy. Za te 97 000 zł kupuje towar oraz opłaca pracowników i czynsz za powierzchnię handlową. Po miesiącu sprzedaje towar za 100 000 zł. Różnica (3000 zł) jest wypłacana właścicielom. Następnie dokładnie taką samą operację powtarza w każdym kolejnym miesiącu roku.

Co wyczytamy z jego sprawozdania?

Najpierw bilans: po lewej stronie, w rubryce „aktywa obrotowe” znajdziemy kwotę 97 000 zł, po prawej stronie, w rubryce „kapitał własny” natrafimy na taką samą kwotę 97 000 zł (bilans otwarcia i zamknięcia będzie taki sam). Rachunek zysków i strat: przychody to 1 200 000 zł (12 razy 100 000 zł), koszty to 1 164 000 zł (12 razy 97 000 zł). Zysk wynosi zatem 36 000 zł.

Jaka jest rentowność sklepu XYZ? **Rentowność sprzedaży** (*return on sales*) to zysk podzielony przez przychody i wynosi 3 procent. Problem polega na tym, że **rentowność sprzedaży informuje tylko o przeciętnym zysku z jednego „obrotu” kapitałem (albo z pojedynczej transakcji) i nie uwzględnia tego, ile przeciętnie razy taki „obrót” zostanie w ciągu roku powtórzony. Wysokość rentowności sprzedaży jest bowiem niezależna od długości okresu, dla jakiego jest liczony.** W powyższym przykładzie rentowność sprzedaży dla miesiąca jest taka sama jak dla roku. A jeśli założymy, że w kolejnym roku sklep XYZ przeprowadzi takie same transakcje jak w roku pierwszym, to rentowność dla dwóch lat będzie taka sama jak rentowność dla roku i wyniesie 3 procent! Nie oznacza to jednak, że rentowność sprzedaży dla roku w magiczny sposób zmaleje nagle do 1,5 procent. Taka jest bowiem konstrukcja tego wskaźnika: roczne przychody są 12 razy wyższe od przeciętnych przychodów miesięcznych, roczne koszty są 12 razy wyższe od przeciętnych kosztów miesięcznych, a zatem roczny zysk jest 12 razy wyższy od przeciętnego zysku miesięcznego. Dwuletnie przychody, koszty i zyski są 2 razy wyższe od przeciętnych rocznych przychodów, kosztów i zysków. Licznik i mianownik zostają zatem przemnożone dokładnie przez tę samą liczbę.

---

13 Dla uproszczenia pomijam tutaj kwestie reinwestycji zysków, amortyzacji aktywów trwałych, zmian w kapitale własnym czy pojawienia się zobowiązań i należności oraz zakładam, że przychody pociągają za sobą natychmiastowe wpływy, a koszty oznaczają natychmiastowe wydatki, by nie komplikować niepotrzebnie przykładu.

Można by tu podnieść, że to nie przychody się „inwestuje”, a koszty. „Rentowność kosztów” jest niewiele wyższa, gdyż wynosi niecałe 3,1 procent. Choć nie do końca o to chodzi, to jest to dobry trop, gdyż prowadzi nas do tego, co należy uwzględnić przy wyliczeniu wskaźnika rentowności inwestycji. Przy wyliczaniu rentowności inwestycji należy uwzględnić to, co zostało zainwestowane. Właściciele na początku roku nie wnieśli jednorazowo do firmy 1 164 000 zł (i taką kwotą nie dysponowali), a jedynie 97 000 zł. Następnie w ciągu roku wydali tę kwotę 12 razy i otrzymali z powrotem 12,4 raza. Ta druga liczba ukazuje, ile wyniósł dla tego roku **wskaźnik rotacji kapitału własnego** (*equity turnover*), który otrzymuje się przez podzielenie przychodów przez kapitał własny. Wskaźnik rotacji kapitału własnego pokazuje, ile razy w ciągu danego okresu firma zamieniła kapitał własny na przychody<sup>14</sup>. By się dowiedzieć, jaka była **rentowność kapitału własnego** (*return on equity*), musimy przemnożyć rentowność sprzedaży przez wskaźnik rotacji kapitału własnego<sup>15</sup>:

$$\text{rentowność kapitału własnego} = \frac{\text{zysk}}{\text{przychody}} \cdot \frac{\text{przychody}}{\text{kapitał własny}}$$

Można też wyliczyć rentowność kapitału własnego bezpośrednio, dzieląc zysk przez kapitał własny<sup>16</sup>. I w jednym, i w drugim przypadku otrzymamy taką samą wielkość: ponad 37 procent!

Każda firma — dążąc do maksymalizacji stopy zwrotu (rentowności) z kapitału własnego — chciałaby mieć jak najwyższą rentowność sprzedaży i jak najwyższą rotację kapitału własnego. Ponieważ jednak duże zyski (mierzone rentownością kapitału własnego) przyciągają konkurencję, to w konsekwencji wysokiej rotacji kapitału własnego często towarzyszy niska rentowność sprzedaży. Nie powinno się zatem analizować jednego z tych wskaźników w oderwaniu od drugiego, gdyż pomija się tym samym specyfikę działania danej firmy.

Wspomniałem, że wysokość wskaźnika rentowności sprzedaży jest niezależna od długości okresu, dla którego jest liczony. Jak to wygląda w przypadku rentowności kapitału własnego? W analizowanym przypadku roczna

14 Warto zauważyć, że gdyby sklep XYZ nabył również aktywa trwałe, to jego wskaźnik rotacji kapitału własnego zmniejszyłby się, a gdyby sklep zaciągnął zobowiązania, to ów wskaźnik zwiększyłby się. Nie można zatem utożsamiać wskaźnika rotacji kapitału własnego z liczbą cykli operacyjnych w ciągu roku.

15 Należy zauważyć, że kiedy rentowność sprzedaży jest ujemna (co się zdarza), wskaźnik rotacji kapitału wyższy od jedności ma taki sam zwielokrotniający wpływ na ujemną rentowność kapitału własnego.

16 Jeśli wartość kapitału własnego zmienia się na przestrzeni okresu sprawozdawczego, to najlepszym rozwiązaniem jest prawdopodobnie wykorzystanie do wyliczeń jego wartości średniej.



rentowność kapitału własnego jest 12 razy wyższa od rentowności miesięcznej, a dwuletnia rentowność jest 2 razy wyższa od rentowności rocznej.

Zasadniczo **wskaźniki rentowności możemy podzielić na dwie grupy: liczone od przychodu („marżowe”<sup>17</sup>) i liczone od kapitału („kapitałowe”<sup>18</sup>)<sup>19</sup>**. Te pierwsze informują nas tylko o przeciętnej zyskowności z jednego obrotu (albo z jednej transakcji), te drugie o ogólnej rentowności w skali danego okresu. Należy pamiętać, że **wskaźniki marżowe liczy się dla okresu, ale nie w skali okresu**<sup>20</sup>. **Nie można zatem interpretować rentowności sprzedaży (i innych wskaźników marżowych) jako rentowności rocznej.**

---

17 Przedsiębiorstwa podają w sprawozdaniach finansowych różne wskaźniki marżowe i do ich wyliczenia wykorzystują w liczniku wynik przed odliczeniem kosztów operacyjnych, zysk operacyjny przed amortyzacją (EBITDA), zysk operacyjny (EBIT), zysk brutto albo zysk netto. W tym artykule w wyliczeniach podaję rentowności netto sprzedaży (zysk netto podzielony przez przychody).

18 Rentowność kapitału własnego nie jest jedynym wskaźnikiem kapitałowym wykorzystywanym do oceny rentowności przedsiębiorstwa i posiada pewne wady, gdyż możliwe jest jej „napompowanie” przez wysokie zadłużenie kapitału własnego. Możliwych wskaźników ogólnej rentowności kapitału jest wiele. Po pierwsze, różne wielkości można umieścić w liczniku, jak choćby zysk operacyjny (EBIT), zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT), zysk brutto, zysk netto albo zysk netto powiększony o odsetki. Po drugie, różne wielkości można umieścić w mianowniku, jak choćby kapitał własny, kapitał całkowity (kapitał własny powiększony o zobowiązania) czy kapitał stały (kapitał całkowity pomniejszony o zobowiązania krótkoterminowe). W zależności od tego, jaki wskaźnik skonstruujemy, możemy otrzymać różny wynik, jednak każdy z nich będzie nas lepiej informował o faktycznej rentowności przedsiębiorstwa w danym okresie od wskaźnika rentowności sprzedaży (również wskaźniki marżowe wylicza się w oparciu o różne wielkości zysku). Ponadto w różnych raportach wskaźniki rentowności mogą być różnie liczone, dlatego należy zwrócić szczególną uwagę na ich definicje przed przystąpieniem do porównywania wielkości pochodzących z różnych źródeł, np. przy wyliczaniu rentowności kapitału całkowitego czasem w liczniku stosuje się zysk netto, a czasem zysk netto powiększony o odsetki (przy czym z tego powodu, że do kapitału całkowitego wlicza się również zobowiązania, bardziej miarodajne jest wykorzystanie zysku netto powiększonego o odsetki).

19 Gwoli ścisłości należy dodać, że można wyróżnić jeszcze wskaźniki liczone od kosztów („narzutowe”). Ich konstrukcja jest jednak analogiczna do konstrukcji wskaźników marżowych.

20 Z perspektywy stosowanej w fizyce i z mniejszym powodzeniem w ekonomii analizy wymiarowej (zob. [Wymiary a ekonomia: niektóre problemy](#) Williama Barnetta II oraz [Problemy analizy wymiarowej w ekonomii](#) Witolda Kwaśnickiego) wskaźniki marżowe są wielkościami bezwymiarowymi (zauważmy, że procent jest wielkością bezwymiarową, to po prostu inny sposób prezentacji ułamka o mianowniku 100), a wskaźniki kapitałowe mają wymiar (czas)<sup>-1</sup>. Bierze się to stąd, że przychody, koszty i zyski są strumieniami, a kapitał jest zasobem. Zatem wymiarem przychodów, kosztów i zysków jest (wartość pieniężna)·(czas)<sup>-1</sup>, mimo że zazwyczaj podaje się je po prostu według wartości pieniężnej. Z kolei wymiarem kapitału jest (wartość pieniężna). W związku z tym w analizowanym przykładzie bardziej poprawne byłoby stwierdzenie, że rentowność sprzedaży sklepu XYZ wynosi 3 procent, a rentowność kapitału własnego 37 procent **na rok**.



Przejdźmy teraz do Biedronki. W 2011 roku przychody netto wyniosły 5 786 510 000 euro<sup>21</sup>, zaś kapitał własny<sup>22</sup> był równy 512 973 000 euro na początku roku i 649 213 000 euro na koniec roku (s. 101 we wspomnianym sprawozdaniu finansowym), a zatem średnio 581 093 000 euro. Oznacza to, że wskaźnik rotacji kapitału własnego wyniósł prawie 10 razy — że w 2011 roku kapitał własny został prawie 10 razy „obrócony”, prawie 10 razy zamieniony na przychody.

Jaka była rentowność sprzedaży? W sprawozdaniu nie została podana wysokość zysku netto w rozbiciu na segmenty, dlatego wykorzystam do wyliczeń zysk operacyjny pomniejszony o 19-procentowy CIT, otrzymując w ten sposób NOPAT<sup>23</sup>. NOPAT Biedronki w 2011 roku wyniósł 294 361 290 euro<sup>24</sup>. Rentowność sprzedaży wynosiła zatem niecałe 5,1 procent<sup>25</sup>.

Skoro jednak wskaźnik rotacji kapitału własnego wynosił prawie 10 razy, to rentowność kapitału własnego była równa prawie 50,7 procent<sup>26</sup>, co potwierdza bezpośrednio wyliczenie (294 361 290/581 093 000). Co więcej, Biedronka miała w tamtym roku najwyższą rentowność kapitału własnego liczoną w oparciu o NOPAT<sup>27</sup> ze wszystkich segmentów Jerónimo Martins, a zysk operacyjny Biedronki stanowił prawie 71 procent zysku operacyjnego całej grupy!

---

21 Interesuje nas kolumna „Poland Retail”. Podaję kwoty w euro, ponieważ dostępne jest tylko skonsolidowane sprawozdanie opublikowane przez spółkę-matkę z siedzibą w Portugalii, gdzie obowiązuje euro. Nie ma tutaj potrzeby przeliczania poszczególnych kwot na złotówki, ponieważ interesować nas będą głównie wskaźniki, dla których przeliczyć na złotówki musielibyśmy zarówno licznik, jak i mianownik. Oczywiście taka operacja w żaden sposób nie zmieniłaby wysokości wskaźnika. Ponadto należy zwrócić uwagę, że w sprawozdaniu zostały podane kwoty w tysiącach euro.

22 Choć nie został podany kapitał własny („Total Equity”) w rozbiciu na segmenty, to można go łatwo wyliczyć, odejmując od całkowitych aktywów („Total Assets”) całkowite zobowiązania („Total Liabilities”).

23 NOPAT to nie do końca to samo co zysk netto, który jest liczony od zysku operacyjnego pomniejszonego o odsetki i inne koszty finansowe. Jeśli firma ponosi koszty finansowe (w kategoriach netto), to zysk netto jest niższy od NOPAT.

24 Do wyliczeń mogłem wykorzystać zysk netto podany [tutaj](#). Nie zdecydowałem się na to, gdyż nie znalazłem informacji na temat zysku netto w innych latach, a potrzebowałbym takich danych, by wskaźniki podane w tabeli poniżej były w jak największym stopniu porównywalne. Wartość odpowiednich wskaźników dla 2011 roku wyliczonych w oparciu o zysk netto podaję w przypisach (a dla pozostałych lat w tabeli w nawiasach). Po przeliczeniu na euro według kursu średniego równego 4,12 zł/euro (s. 87) zysk netto w 2011 roku wynosił 240 266 990 euro.

25 Rentowność sprzedaży wyliczona w oparciu o zysk netto wynosiła niecałe 4,2 procent.

26 Rentowność kapitału własnego wyliczona w oparciu o zysk netto wynosiła 41,3 procent.

27 Stawka CIT w Portugalii wynosiła 26,5 procent (s. 105) i to taką stawkę należy wykorzystać do wyliczenia NOPAT dla segmentów portugalskich.

Nie był to rok wyjątkowy. Poniżej prezentuję tabelę z wymienionymi powyżej wskaźnikami za lata 2010–2014<sup>28,29</sup>:

Rok	Rentowność sprzedaży Biedronki	Rentowność kapitału własnego Biedronki	Udział EBIT Biedronki w EBIT grupy
2010	5,17% (4,21%)	49,26% (40,17%)	66,42%
2011	5,09% (4,15%)	50,66% (41,31%)	70,94%
2012	5,38% (4,38%)	50,85% (41,47%)	82,71%
2013	4,91% (4,01%)	48,31% (39,40%)	88,53%
2014	4,01% (3,27%)	45,16% (36,83%)	91,33%

Podana powyżej rentowność kapitału własnego Biedronki w latach 2010–2014 doskonale wyjaśnia, dlaczego ta sieć dokonuje stałej ekspansji. Powodem jest imponująco wysoka rentowność kapitału własnego osiągnięta na przestrzeni kilku lat<sup>30</sup>!

Nie oznacza to oczywiście, że równie imponujące wyniki osiągają w Polsce inne zagraniczne sieci handlowe. Zanim jednak ktoś wyciągnie z tego wnioski, że ukrywają one zyski przed fiskusem, powinien porównać ich rentowność kapitałową z wynikami całej grupy. Jeśli rentowność w Polsce jest porównywalna lub wyższa od rentowności w innych krajach, to nie wskazuje to raczej na transferowanie zysków za granicę, choć też tego nie wyklucza. Ponadto inne sieci

28 Ze względu na zmiany stosowanych zasad rachunkowości na przestrzeni tych lat wyliczone wskaźniki nie są do końca porównywalne, aczkolwiek należy zaznaczyć, że wspomniane zmiany nie odbiły się znacząco na danych zamieszczonych w sprawozdaniach.

29 W nawiasach podaję rentowności sprzedaży i kapitału własnego w oparciu o zysk netto. Zysk netto w euro dla 2011 roku wyliczyłem w przypisie 23. Zysk netto dla pozostałych lat oszacowałem w oparciu o założenie, że została zachowana w tych latach proporcja pomiędzy kosztami finansowymi i zyskiem operacyjnym z 2011 roku.

30 W przypisie 17 wspomniałem, że rentowność kapitału własnego nie jest jedynym wskaźnikiem kapitałowym wykorzystywanym do oceny rentowności przedsiębiorstwa. Najniższą wartość przyjmuje rentowność kapitału całkowitego wyliczona w oparciu o zysk netto: 13,6 procent. Jak jednak zauważyłem w tamtym przypisie, bardziej miarodajne jest wykorzystanie w liczniku zysku netto powiększonego o odsetki (i inne koszty finansowe). W takiej sytuacji rentowność kapitału całkowitego wyniesie 17,4 procent.

handlowe nie dokonują aż takiej ekspansji, jak Biedronka, a to prawdopodobnie z tego powodu, że mają faktyczne problemy z osiąganiem zysków (i to nie tylko w Polsce).

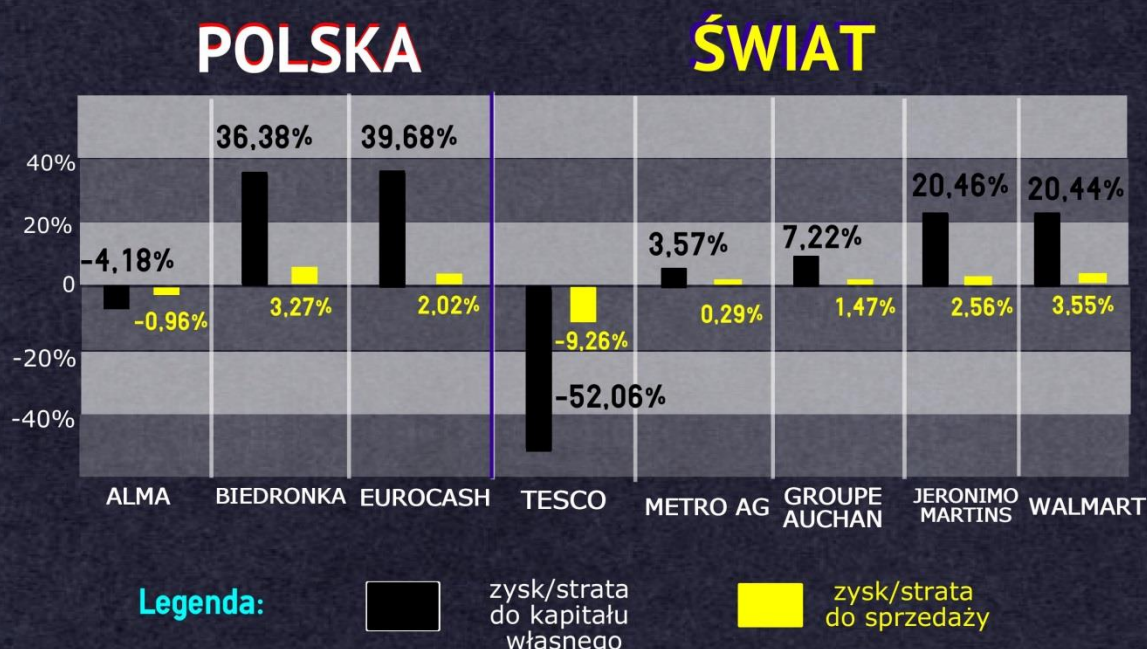
Zamieszczona poniżej grafika<sup>31</sup> pokazuje na kilku przykładach sieci handlowych, że w ich przypadku rentowność kapitału własnego jest co najmniej kilkukrotnie wyższa od rentowności sprzedaży. Nie tylko w Polsce, ale również w ramach całych grup kapitałowych sieci handlowe osiągają rentowność sprzedaży na poziomie poniżej 4 procent. Jednocześnie te najefektywniejsze, jak Jerónimo Martins (traktowany jako całość) i Walmart, za sprawą wysokiej rotacji kapitału własnego wykazują jego rentowność na całkiem przyzwoitym poziomie ponad 20 procent. Należy zauważyć, że wyjątkowo wysoka strata w przypadku grupy Tesco wynika m.in. z rozpoznania utraty wartości nieruchomości i przeprowadzenia restrukturyzacji, a zatem jest raczej zjawiskiem jednorazowym.

---

31 Chciałbym podziękować Małgorzacie Wasiak za sporządzenie grafiki.



Rentowność kapitału własnego i sprzedaży wybranych sieci handlowych i grup kapitałowych\*



\*Do wyliczeń wykorzystano wartości zysku netto i sprzedaży netto na koniec okresu sprawozdawczego oraz przeciętne wartości kapitału własnego dla okresu sprawozdawczego.

Wskaźniki dla Almy i Eurocash wyliczono w oparciu o dane pochodzące z jednostkowych sprawozdań finansowych tych spółek. Wskaźniki dla Biedronki wyliczono w oparciu o dane szacunkowe. Wskaźniki dla Tesco, Metro AG, Groupe Auchan, Jerónimo Martins i Walmart wyliczono w oparciu o dane pochodzące ze skonsolidowanych sprawozdań finansów i dotyczące wyników całych grup kapitałowych. Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Tesco obejmuje okres od 23 lutego 2014 roku do 28 lutego 2015 roku, skonsolidowane sprawozdanie finansowe Metro AG okres od 1 października 2013 roku do 30 września 2014 roku, a skonsolidowane sprawozdanie finansowe Walmartu okres od 1 lutego 2014 roku do 31 stycznia 2015 roku.

## Podatek obrotowy

Przedstawiłem powyżej hipotetyczny przykład sklepu XYZ, który mimo relatywnie niskiej rentowności sprzedaży wykazywał wysoką rentowność kapitału własnego. Nie zawsze jest jednak możliwa tak szybka rotacja kapitału własnego. Kiedy rotacja jest niższa, firmy starają się to sobie kompensować wyższą marżą. Załóżmy teraz, że niedaleko sklepu XYZ działa fabryka ABC. Fabryka ABC również nie zakupuje aktywów trwałych. Inwestuje 97 000 zł (kapitał własny) w aktywa obrotowe: kupuje surowce i półprodukty, wynajmuje halę i maszyny, opłaca pracowników. Po pół roku sprzedaje gotowy produkt za 115 000 zł, 18 000 zł wypłaca właścicielom, a za pozostałe 97 000 zł ponawia proces. Po

roku jej bilans prezentuje się tak samo jak bilans sklepu XYZ. Również jej zysk będzie taki sam: 36 000 zł (2 razy 18 000 zł). Co z jej przychodami i kosztami? Będą sporo niższe. Przychody wyniosą 230 000 zł, a koszty 194 000 zł. Fabryka ABC ma o wiele większą rentowność sprzedaży, wynoszącą aż 15,7 procent, ale z powodu o wiele mniejszej rotacji kapitału własnego rentowność kapitału własnego fabryki ABC jest taka sama jak sklepu XYZ<sup>32</sup>.

Gdyby obie firmy były płatnikami podatku dochodowego, to zapłaciłyby fiskusowi taką samą kwotę. Gdyby jednak wprowadzono podatek obrotowy, to dla każdej z tych firm byłby on inny. Przy 1-procentowym podatku obrotowym sklep XYZ odprowadziłby 12 000 zł, a fabryka ABC 2300 zł. A zatem dla sklepu XYZ podatek obrotowy stanowiłby aż 33,3 procent zysku przed opodatkowaniem, a dla fabryki ABC tylko 6,4 procent.

Widać zatem wyraźnie, że **podatek obrotowy uderza głównie w te przedsiębiorstwa, które stosują model polegający na niskiej marży i dużej rotacji**. Co więcej, nawet ogromne przychody nie gwarantują osiągnięcia zysku. **Firmy ponoszą koszty w nadziei, że uda im się osiągnąć przychody je przekraczające, co nie oznacza, że ten cel osiągną**. W przeciwnym razie nie słyszelibyśmy bowiem o bankructwach. Jednak nawet firma ponosząca stratę musiałaby z powodu wykazania przychodów podatek obrotowy zapłacić<sup>33</sup>.

### **Uwagi końcowe**

**Dla właścicieli nie ma większego znaczenia to, ile zarobią na jednej transakcji, a to, ile zarobią na wszystkich transakcjach w danym okresie.** Dlatego to zasadniczo rentowność kapitału własnego jest wskaźnikiem wykorzystywanym do porównywania wyników różnych jednostek. Rentowność sprzedaży czy wskaźnik rotacji mają znaczenie dla zarządu, gdy ten analizuje, w jaki sposób mógłby poprawić wyniki spółki, ale w oderwaniu od siebie nie mówią nam nic o faktycznej sprawności działania danej firmy. I z pewnością nie mogą być wykorzystywane do porównywania działalności firm stosujących różne modele biznesowe ani wyrokowania o ich rocznej rentowności.

Z powodu zasadniczo wysokiej rotacji kapitału własnego roczna rentowność w handlu detalicznym jest zwykle wielokrotnie wyższa od marży (rentowności sprzedaży). Oczywiście nawet po przemnożeniu rentowności

---

32 Gdybyśmy zwracali uwagę tylko na rentowność sprzedaży, to doszlibyśmy do wniosku, że fabryka ABC jest o wiele lepszą inwestycją niż sklep XYZ, mimo że zysk na koniec roku jest w obu firmach taki sam przy takim samym kapitale własnym.

33 Z podatkiem obrotowym wiążą się również inne problemy. Czytelników zainteresowanych tą problematyką odsyłam np. do artykułu [Problemy z podatkiem obrotowym](#), opublikowanego na Blogu Obywatelskiego Rozwoju.

sprzedaży przez wskaźnik rotacji kapitału własnego wynik może wciąż być niski. Nie zmienia to faktu, że jedynie kapitałowe wskaźniki rentowności dają nam faktyczny obraz sprawności działania przedsiębiorstw, a przytaczane najczęściej w kontekście batalii przeciw supermarketom wskaźniki rentowności sprzedaży zaciemniają tylko obraz sytuacji.

Powtórzę jeszcze raz: **rentowność sprzedaży to nie rentowność roczna, wynika to z definicji i z konstrukcji tego wskaźnika, co oznacza, że nie ma tu miejsca na żadną swobodę interpretacyjną.** Fizycy mogą się spierać co do wartości mechaniki kwantowej albo teorii strun, ale nie spierają się co do interpretacji prędkości — z definicji i z konstrukcji wzoru na prędkość wynika, że jest to przebyta droga w jednostce czasu, a nie sama przebyta droga. Również w ekonomii i finansach można się spierać co do znaczenia i wartości różnych teorii i wyjaśnień, a nawet co do użyteczności różnych wskaźników, jednak **nie można interpretować tych wskaźników w sposób sprzeczny ich konstrukcją.**