

**Agata Żak**

Wydział Nauk Ekonomicznych

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

## **Zmiany sytuacji finansowej po fuzji na przykładzie spółki akcyjnej z branży owocowo-warzywnej**

### **Wstęp**

Fuzja (ang. *merger*) zachodzi wtedy, gdy dwa (lub więcej) przedsiębiorstwa, początkowo autonomiczne, w wyniku umowy łączą się tworząc jedną spółkę lub inną formę organizacyjno-prawną. Cechą fuzji jest zasadniczo zgodne, dobrowolne działanie partnerów, często podobnej wielkości. Może ona przebiegać na dwa sposoby. W pierwszym przypadku obydwie spółki zostają rozwiązane dla stworzenia nowego przedsiębiorstwa, które powstaje z połączenia aktywów i kapitałów. Akcjonariusze łączących się firm otrzymują w zamian za posiadane wcześniej akcje obydwu spółek akcje nowo utworzonego przedsiębiorstwa. Może też zaistnieć sytuacja, w praktyce znacznie częstsza, gdy jedna z firm zostaje przyłączona (inkorporowana) do drugiej. W takiej sytuacji traci ona osobowość prawną (spółka jest rozwiązywana). Zapłatą za akcje firmy przejmowanej są, przynajmniej częściowo, akcje przedsiębiorstwa przejmującego, pochodzące z nowej emisji, wydawane akcjonariuszom przyłączanej spółki [Lewandowski 1998].

Najczęściej spotykany w literaturze jest podział fuzji i przejęć na jedną z następujących form:

- poziome (horyzontalne),
- pionowe (wertykalne),
- konglomeratowe,
- koncentryczne [Frąckowiak 2009].

Podjmując decyzję o udziale przedsiębiorstwa w przejęciu lub fuzji należy rozważyć inne alternatywy rozwoju i dołożyć starań w celu zminimalizowania niekorzystnych efektów związanych z łączeniem firm. Najważniejsze jest pytanie, czy korzystniejsze będzie budowanie dodatkowego potencjału czy raczej jego zakup w procesie fuzji przejęcia.

Głównym motywem fuzji i przejęć jest rozwój przedsiębiorstwa. Dzięki zwiększeniu efektywności organizacyjnej zyski rosną, co pociąga za sobą wzrost wartości rynkowej nowo powstałego przedsiębiorstwa. Dla akcjonariuszy i uczestników przedsięwzięcia, właśnie wzrost wartości spółki jest najważniejszy i stanowi podstawę do oceny efektywności przedsięwzięcia.

Biorąc pod uwagę główne przyczyny fuzji i przejęć oraz motywy ofensywne i defensywne możemy stworzyć schemat obrazujący zależność (rys. 1).

duże	<b>Motywy inwestycyjne</b>	<b>Motywy rynkowe</b>
Znaczenie dla poziomu zysku	<b>Motywy oparte na łańcuchu wartości</b>	<b>Motywy oparte Na chęci wykorzystania potencjału wytwórczego</b>
małe	Motywy o znaczeniu ofensywnym	Motywy o znaczeniu defensywnym

#### Rysunek 1

Zestawienie motywów procesu fuzji i przejęć

Źródło: Opracowane na podstawie: P. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

Analizując rysunek 1 można zauważyć, że jego autor wyróżnia dwa rodzaje motywów podejmowania decyzji o fuzjach i przejęciach: motywy o znaczeniu ofensywnym oraz defensywnym. W modelu ofensywnym, przy założeniu małego znaczenia zysku, główną rolę odgrywają motywy oparte na łańcuchu wartości. Z kolei w sytuacji dużego znaczenia zysku, jako pobudki procesu łączeniowego wiodąca rola przypada na motywy inwestycyjne. W analogicznych sytuacjach (różne oczekiwania, co do poziomu zysku) decydujące będą w modelu defensywnym motywy oparte na chęci wykorzystania potencjału wytwórczego lub motywy rynkowe.

Procesy łączenia przedsiębiorstw dotyczą większości branż w polskiej gospodarce. W artykule poddano analizie spółkę z branży owocowo-warzywnej, której strategia rozwoju wiązała się z procesem fuzji.

W Polsce działalność przetwórczą owoców i warzyw w 2007 roku prowadziło 18 717 podmiotów gospodarczych (podmioty pochodzące z rejestru REGON). Większość podmiotów (71%) to przedsiębiorstwa małe (do 9 osób). Prawie 20% podmiotów zatrudniało od 10–49 pracowników, natomiast 8% jednostek charakteryzowało się zatrudnieniem od 50 do 249 osób. Na koniec 2007 roku w Polsce działalność prowadziło 20 przetwórczy zatrudniających od 250 do 999 osób oraz trzy przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 1000 osób [Kierczyńska 2008].

Przedsiębiorstwom działającym na polskim rynku, wejście do Unii Europejskiej wiązało się z koniecznością dostosowania się do nowych warunków i wymogów. Również firmy z sektora przetwórstwa owoców i warzyw musiały ponosić zwiększone koszty dostosowań. W obecnych czasach procesy fuzji i przejęć w tym sektorze gospodarki pozwalają na umocnienie pozycji rynkowej i poprawę własnej konkurencyjności.

## **Cel i metody badań**

Celem opracowania jest ocena zmian sytuacji finansowej w spółce akcyjnej z branży owocowo-warzywniej. Zbadano zmiany w strukturze bilansu oraz rachunku zysków i strat. Badając wpływ fuzji na efektywność finansową przedsiębiorstwa, przeanalizowano kształtowanie się wskaźników płynności, zadłużenia, rentowności oraz sprawności działania w kolejnych latach po fuzji. Analizie poddano spółkę H.J. Heinz Polska S.A., która pojawiła się na polskim rynku w 1997 roku, dokonując zakupu zakładu przetwórczego Pudliszki S.A. Marka Pudliszki jest jedną z najlepiej rozpoznawanych w Polsce, a jej początki sięgają 1919 roku. Ważną datą w historii tej marki jest 1994 rok, kiedy Chicago Europe Partners zaakceptowała program rozwoju przedsiębiorstwa i Pudliszki przekształciły się w spółkę akcyjną.

W 2001 roku doszło do fuzji z Zakładami Przemysłu Owocowo-Warzywnego Międzychód S.A. oraz Zakładami Koncentratów Spożywczych Wodzisław Śląski S.A. W jej wyniku powstały dwa zakłady: Pudliszki S.A., jako centrum produkcji warzyw i przetworów pomidorowych oraz Pudliszki Oddział w Międzychodzie, z centrum produkcji dań gotowych.

Kolejną ważną datą to 30 sierpnia 2005 roku, kiedy spółki Heinz Polska oraz Pudliszki S.A. zostały zarejestrowane pod jedną nazwą H.J. Heinz Polska S.A. z siedzibą w Pudliszkach [[www.securities.com](http://www.securities.com)].

## **Wyniki badań**

W latach przed fuzją (1998–2000) wartość aktywów trwałych spółki wahała się, osiągając na koniec tego okresu poziom 40,9 mln zł (tab. 1). W wyniku połączenia przedsiębiorstw (po początkowym wzroście w 2001 roku), nastąpił spadek majątku trwałego osiągając w 2003 roku poziom 49,6 mln zł. W kolejnych latach odnotowano silną tendencję wzrostową do poziomu 106,7 mln zł w 2008 roku, co było wynikiem realizowanych procesów inwestycyjnych. W okresie po fuzji przedsiębiorstwo zwiększało również majątek obrotowy, za

wyjątkiem niewielkich spadków w latach 2005–2006. W analizowanym okresie (lata 2001–2008) wartość aktywów obrotowych wzrosła 2-krotnie. Majątek obrotowy spółki zwiększył się w tym okresie o 58 mln zł. Powyższe wartości wykazują pozytywny wpływ procesu łączenia na majątek firmy.

Na wzrost wartości aktywów obrotowych składał się wzrost zapasów, stan należności krótkoterminowych oraz środków pieniężnych. Poziom należności zwiększył się 1,5-krotnie, a więc podobnie, jak wartość majątku obrotowego ogółem. Wskazuje to na utrzymujące się trudności w ich terminowym ściąganiu przez przedsiębiorstwo. W tym samym okresie spółka zwiększyła zapasy 1,2-krotnie, zaś największy wzrost wykazywały środki pieniężne. Ich poziom zwiększył się prawie 7-krotnie. Oznacza to, że spółka poprawiła swoją skuteczność w sprzedaży produktów. Należy zauważyć, że wzrost aktywów trwałych był większy (1,8-krotnie w stosunku do roku, w którym przeprowadzono fuzję aktywów obrotowych (zwiększyły się one jedynie 1,5-krotnie). Rezultatem tego było pogorszenie się relacji majątku obrotowego względem majątku trwałego. Przyczyna ta mogła wynikać stąd, że zrealizowane inwestycje nie zostały jeszcze w pełni wykorzystane.

W pierwszych trzech latach po fuzji udział aktywów trwałych w aktywach ogółem spadł z poziomu 32,95% w 2001 roku do 21,83% w 2004 roku. W kolejnych latach wystąpiło odwrócenie tendencji. Zanotowano systematyczne wzrosty udziału aktywów trwałych przedsiębiorstwa do 37,23% (2008 rok) w aktywach ogółem. Zwiększenie udziału majątku trwałego zapoczątkowane w 2005 roku oznacza, iż spółka akcyjna nasiliła procesy inwestycyjne skierowane na rozbudowę zaplecza techniczno-produkcyjnego. Wzrost udziału aktywów trwałych w sumie bilansowej z poziomu 32,95% w 2001 roku do 37,23% w 2008 wskazuje na ożywienie inwestycji. Jednak ich wykorzystanie nie jest jeszcze pełne. Wysoki i rosnący w trendzie czasowym udział zasobu trwałego w aktywach dowodzi, że podmiot gospodarczy jest skłonny do inwestowania w oparciu o własne środki pieniężne. Oznacza to jednak, że majątek podmiotu jest obciążony większym ryzykiem. Im wyższy jest bowiem udział aktywów trwałych w zasobach podmiotu, tym ryzyko staje się większe [Ćwiąkała-Małys, Nowak 2005].

W analizowanym okresie (2001–2008) udział aktywów trwałych w aktywach ogółem wzrósł o 4,28, oznacza to coroczne wzrosty o 0,61 p.p.

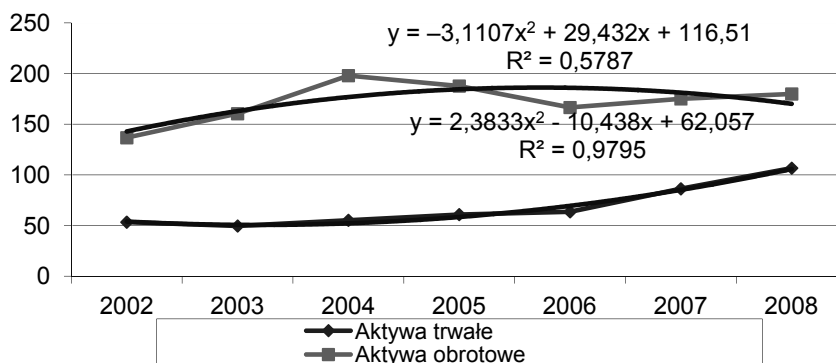
Badając dynamikę zmian wartości aktywów trwałych zaobserwować można, że jedynie w 2002 roku oraz 2003 roku wystąpiły spadki ich wartości o 10,85 oraz 7,12% w stosunku do roku poprzedniego (rys. 2). Począwszy od 2004 roku występowała stała tendencja wzrostowa dynamiki majątku trwałego. Największe wzrosty odnotowano w roku połączenia (o 46,45%), co było wynikiem przejęcia majątku przedsiębiorstwa przejmowanego, oraz w 2007 roku (o 35,69%).

**Tabela 1**

Wartości poszczególnych pozycji bilansu spółki w latach 1998–2008

Składniki bilansu	Wartość aktywów [mln zł]										
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktywa trwałe	39,3	43,4	40,9	59,9	53,4	49,6	55,3	60,9	63,6	86,3	106,7
Aktywa obrotowe	49,5	66,5	60,9	121,9	136,7	160,4	198,0	187,7	166,5	175,0	179,9
Zapasy	22,0	32,1	17,9	35,8	25,8	23,7	27,9	32,8	33,4	49,9	43,9
Należności krótkoterminowe	22,7	29,9	37,4	54,6	57,5	53,5	50,5	55,2	69,1	73,9	81,0
Środki i inne aktywa pieniężne	0,7	2,7	2,3	7,8	8,8	8,5	23,4	32,9	62,6	50,0	52,3
Suma bilansowa	88,8	109,9	101,8	181,8	190,1	210,0	253,3	248,6	230,1	261,3	286,6
Kapitał własny	30,2	28,3	30,8	38,5	152,4	160,7	192,0	134,5	143,2	152,0	173,3
Zobowiązania długoterminowe	4,7	3,7	2,7	2,6	1,6	0,1	0,1	0	0,2	0,2	0,1
Zobowiązania krótkoterminowe	52,3	76,1	65,1	130,9	23,2	36,2	39,5	83,4	49,1	67,5	75,6
Rozliczenia międzyokresowe i rezerwy	1,6	1,8	3,2	9,8	12,9	13,0	21,7	30,7	37,6	41,6	37,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.securities.com.

**Rysunek 2**

Zmiany wartości aktywów po fuzji w latach 2003–2008 [mln zł]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.securities.com.

Dynamika aktywów obrotowych ulegała zmianom w czasie. Po początkowych wzrostach (lata 2001–2004), kolejne dwa lata przyniosły niewielkie spadki, odpowiednio o 5,2% w 2005 roku i 11,29% w 2006 roku. W ostatnich dwóch latach analizy została przywrócona tendencja wzrostowa wartości majątku obro-

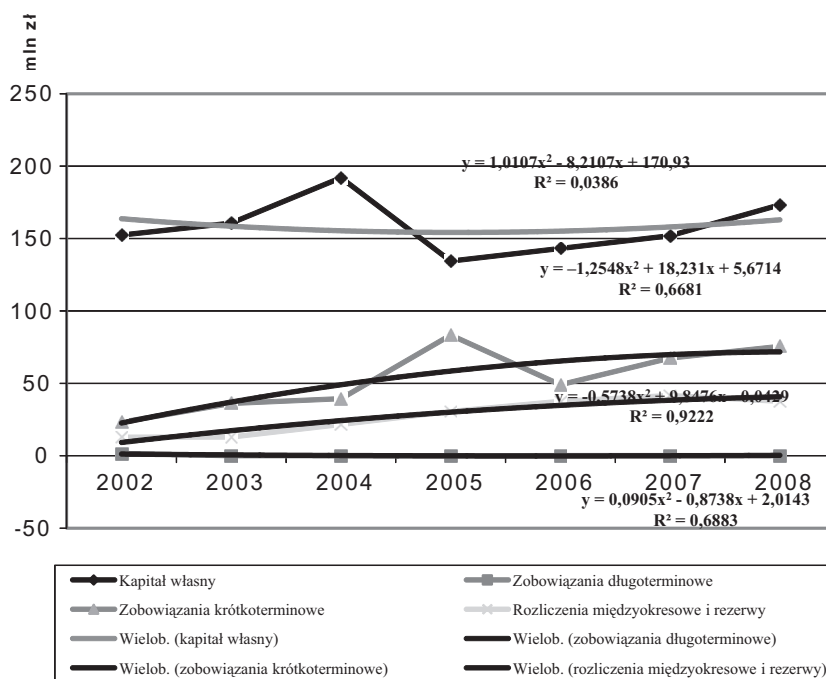
towego, jednak wzrost wynosił jedynie 5,11% w 2007 roku oraz 2,80% w 2008 i był mniejszy niż tempo wzrostu aktywów trwałych.

Dokonując analizy majątku trwałego spółki w latach po fuzji, w porównaniu z 2002 rokiem, można zauważyć stałą tendencję wzrostową (za wyjątkiem 2003 roku, w którym nastąpił spadek o 7,12%). Nasilenie wzrostu aktywów trwałych nastąpiło w latach 2007 i 2008 (o 61,61% oraz 99,81%). W tym samym okresie (lata 2003–2008) wartość majątku obrotowego wykazywała również tendencję wzrostową w porównaniu z 2002 rokiem. Najwyższy wzrost nastąpił w 2004 roku o 44,84%, zaś najniższy w 2003 roku o 17,34% w stosunku do roku 2002.

Przeanalizowano również zmiany w poziomie i strukturze pasywów (rys. 3). W całym badanym okresie (lata 1998–2008) przeważała tendencja wzrostowa wartości pasywów ogółem. Po początkowych, niewielkich zmianach w latach 1998–2000 wystąpił najwyższy ich wzrost o 78,6%. W kolejnych trzech latach po fuzji spółka zanotowała wzrost wartości pasywów ogółem o 71,5 mln zł w 2004 roku. Następne dwa lata przyniosły spadek ich wartości o 23,2 mln zł, by w kolejnych latach wzrosnąć o 56,5 mln zł. Na wzrost wartości pasywów największy wpływ miały kapitały własne, których wartość wzrosła 4,5-krotnie w latach 2001–2008. Było to związane ze strategią rozwoju spółki. W badanym okresie wartość zobowiązań krótkoterminowych spadła o 1,7-krotnie. Spadek ten wynikał z ich bardzo wysokiego poziomu w 2001 roku, co mogło być związane z zatorami płatniczymi przedsiębiorstwa oraz z trudnościami rynkowymi. W kolejnym roku (2002) wystąpił 5,6-krotny spadek wartości zobowiązań krótkoterminowych, następnie zanotowano tendencję wzrostową ich wartości. W analizowanych latach wartość rozliczeń międzyokresowych i rezerw wzrosła prawie 4-krotnie i wykazywała stałą tendencję wzrostową. Na wzrost wartości pasywów ogółem nie miały wpływu zobowiązania długoterminowe, gdyż ich wartość utrzymywana była na bardzo niskim poziomie. Firma, w celu finansowania swojej działalności, w niewielkim stopniu korzystała z kapitału obcego.

W strukturze pasywów w latach 2002–2008 największy udział miały kapitały własne, pomimo tego, iż ich udział spadał średniorocznie o 3,28 p.p. W tym samym okresie zwiększał się udział zobowiązań krótkoterminowych o 14,18 p.p. oraz udział rezerw i rozliczeń międzyokresowych o 6,33 p.p.

Analizując dynamikę zmian pasywów można zauważyć, że przeważały tendencje wzrostowe. Badając dynamikę zmian kapitałów własnych, należy zwrócić uwagę na rok po fuzji (2002), w którym zanotowano ich największy wzrost o (295,84%). W kolejnych latach (2003–2008) nastąpiła tendencja wzrostowa ich wartości, nie przekraczająca 20%, za wyjątkiem 2005 roku, który charakteryzował się spadkiem o niespełna 30% w porównaniu z rokiem poprzednim. W większości lat zobowiązania krótkoterminowe wykazywały dynamikę wzrostową. Najwyższy wzrost nastąpił w 2005 roku o 111,14% w stosunku do roku poprzedniego.



**Rysunek 3**

Zmiany wartości pasywów po fuzji w latach 2002–2008 [mln zł]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.securities.com](http://www.securities.com).

Porównując wartości kapitału własnego w latach 2003–2008 z rokiem 2002 zauważalna jest tendencja wzrostowa. Jego wartość zwiększyła się o ponad 200% w latach 2003, 2004 oraz 2008. Pozostałe lata wykazywały wzrost o ponad 150%. Zobowiązania krótkoterminowe charakteryzowały się wahaniami wartości w porównaniu z rokiem 2002. Ich wartość spadła w latach 2003–2004, zaś w kolejnym roku zwiększyła się o 56,18%. W 2006 roku wartość zobowiązań krótkoterminowych obniżyła się o 8,05%. W dwóch ostatnich latach analizy ich wartość była wyższa w porównaniu z rokiem 2002. W przypadku zobowiązań długoterminowych, pomimo niskiej wartości w roku po fuzji, były one utrzymywane na jeszcze niższym poziomie. W całym okresie badań wartość rozliczeń międzyokresowych i rezerw była niższa w roku bazowym. Po dokonaniu uśrednień wartości w okresie przed i po fuzji można zauważyć, że w okresie po połączeniu nastąpił 2,4-krotny wzrost majątku spółki. Średnia wartość aktywów trwałych wzrosła 1,6-krotnie, zaś o wartość majątku obrotowego zwiększyła się 2,9-krotnie. W porównywanych okresach aktywa obrotowe zwiększyły się o 131,69% (tab. 2).

**Tabela 2**

Zmiany średnich wartości składników bilansu przed oraz po dokonaniu transakcji fuzji [mln zł]

Składniki bilansu	Średnia przed fuzją w latach 1998–2000	Średnia po fuzji w latach 2002–2008
Aktywa trwałe	41,2	68,0
Aktywa obrotowe	59,0	172,0
Zapasy	24,0	33,9
Należności krótkoterminowe	30,0	63,0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	1,9	34,1
Suma bilansowa	100,2	240,0
Kapitał własny	29,8	158,3
Zobowiązania długoterminowe	3,7	0,3
Zobowiązania krótkoterminowe	64,5	53,5
Rozliczenia międzyokresowe i rezerwy	2,7	27,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.securities.com](http://www.securities.com).

W przypadku pasywów przedsiębiorstwa sprzed i po fuzji odnotowano ponad 5-krotne różnice wartości kapitałów własnych oraz ponad 10-krotne różnice wartości rozliczeń międzyokresowych i rezerw. W przypadku zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych zaobserwowano spadki ich wartości odpowiednio o 3,4 oraz 11 mln zł.

Porównując 2002 rok ze średnią z trzech lat poprzedzających fuzję, widoczny jest zdecydowany wzrost wartości kapitałów własnych o 411,41% oraz rozliczeń międzyokresowych i rezerw o 486,36%. W przypadku zobowiązań długoterminowych oraz krótkoterminowych 2002 rok cechuje się spadkiem ich wartości odpowiednio o 56,76 oraz 64,03% w porównaniu ze średnią z okresu sprzed połączenia. Dokonując analizy rachunku zysków i strat w latach 1998–2008, można zauważyć, iż przychody ogółem wykazywały zmienną tendencję. W badanym okresie po fuzji wartość przychodów ogółem wzrosła o 1,8-krotnie w stosunku do okresu sprzed połączenia. Wzrost przychodów ogółem w latach po procesie połączenia, w porównaniu z okresem poprzedzającym fuzję, wzrósł o 1,9-krotnie (tab. 3). Wraz ze wzrostem przychodów ogółem w podobnym stopniu rosły koszty ogółem, które osiągnęły poziom o 1,7-krotnie wyższy w 2008 roku. Prawie w całości przychody przedsiębiorstwa uzyskane zostały z działalności podstawowej, co należy ocenić pozytywnie, gdyż wygosparowany zysk ma mocne podstawy.

W analizie kosztów amortyzacji wyróżniono trzy podokresy. Przed dokonaniem procesu łączenia koszty amortyzacji wzrastały w niewielkim stopniu. Od



**Tabela 3**

Zmiany wybranych pozycji z rachunku zysku i strat oraz ich średnie wartości przed oraz po dokonaniu transakcji fuzji

Wybrane elementy z rachunku zysku i strat	Wartość wybranych pozycji z rachunku zysku i strat [mln zł]											Średnia 2002–2008
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Przychody ogółem, w tym	191,7	161,8	168,6	259,2	251,4	243,5	271,2	293,1	351,4	411	446,8	324,1
Przychody netto ze sprzedaży	186,7	159,0	166,0	254,0	245,9	239,6	263,8	284,6	346,2	407,1	442,7	318,6
Koszty ogółem	144,7	162,9	164,3	250,5	228,5	211,5	231,2	253,6	305,5	356,7	401,2	284,0
Amortyzacja	3,9	4,1	4,2	6,0	5,9	5,6	4,9	5,6	6,0	6,0	8,7	6,1
Wynik brutto	2,4	-1,1	4,4	8,7	22,9	32,0	40,1	39,4	45,9	54,3	45,6	40,0
Wynik netto	1,3	-1,9	2,5	12,1	14,8	21,7	31,3	31,2	37,4	43,2	35,4	30,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.securities.com](http://www.securities.com).

2002 do 2004 roku wartość amortyzacji spadała nieznacznie, zaś w kolejnych czterech latach corocznie wzrastała. Zmiany kosztów amortyzacji wiążą się ze zmianami wartości majątku trwałego.

W wyniku fuzji zdecydowanie poprawił się wynik finansowy brutto. W całym badanym okresie (1998–2008) przeważała tendencja wzrostowa. Jednak należy zwrócić uwagę, iż średnia wartość zysku brutto przed dokonaniem transakcji jest o ponad 20-krotnie niższa od średniej jego wartości uzyskanej po fuzji. Wyniki te potwierdzają pozytywny wpływ fuzji na działalność spółki.

Proces fuzji początkowo wpłynął na obniżenie zatrudnienia w analizowanej spółce (tab. 4). W 2004 roku odnotowano najniższy poziom zatrudnienia. Było to rezultatem restrukturyzacji zatrudnienia. Do 2007 roku przedsiębiorstwo zwiększało liczbę pracowników, natomiast w 2008 roku zredukowano ją do poziomu 650 osób. Wartość przychodów ogółem na zatrudnionego, pomimo zmiennej tendencji w kolejnych latach, wzrosła o 94,6% w 2008 roku w porównaniu z rokiem fuzji. Analizie poddano również wynik finansowy netto na zatrudnionego. Najwyższy jego poziom zanotowano w roku 2004, kiedy przekroczył on poziom 70 tys zł na zatrudnionego, a najniższy w roku fuzji (16,50 tys zł). Osiągnięty wynik finansowy netto na zatrudnionego na koniec badanego okresu jest o 229% wyższy niż w roku połączenia.

Zbadano również kształtowanie się wskaźników płynności i innych wskaźników charakteryzujących sytuację finansową spółki (tab. 5). Analizując wartość

**Tabela 4**  
Zmiany zatrudnienia oraz wybranych wskaźników efektywności

Wyszczególnienie	Zatrudnieni oraz wybrane wskaźniki efektywności w latach										
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Zatrudnienie	-	-	-	734	700	620	430	654	654	813	650
Przychody ogółem na zatrudnionego (tys. zł)	-	-	-	353,20	359,18	392,74	630,79	448,10	537,26	505,54	687,40
Sprzedaż na zatrudnionego (tys. zł)	-	-	-	346,09	351,31	386,47	613,40	435,12	529,36	500,75	681,03
Wynik finansowy netto na zatrudnionego (tys. zł)	-	-	-	16,50	21,20	35,00	72,88	47,74	57,22	53,17	54,41

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.securities.com](http://www.securities.com).

**Tabela 5**  
Wskaźniki efektywności finansowej badanego przedsiębiorstwa w latach 1998–2008

Wskaźniki płynności finansowej	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wskaźnik płynności bieżącej	0,94	0,87	0,93	0,93	5,90	4,43	5,01	2,25	3,39	2,59	2,38
Wskaźnik płynności szybki	0,52	0,45	0,66	0,65	4,78	3,77	4,30	1,85	2,71	1,85	1,79
Wskaźnik natychmiastowej wymagalności	0,09	0,05	0,08	0,24	2,30	2,29	3,02	1,19	1,30	0,75	0,72
Wskaźniki zadłużenia											
Wskaźnik zadłużenia aktywów	0,63	0,72	0,66	0,73	0,13	0,17	0,15	0,33	0,21	0,25	0,26
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	1,89	2,81	2,20	3,47	0,16	0,22	0,20	0,62	0,34	0,44	0,43
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,15	0,13	0,08	0,06	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wskaźniki rentowności											
Wskaźnik rentowności brutto (%)	1,29	-0,67	2,62	3,43	9,31	13,34	15,18	13,84	13,26	13,32	10,30
Wskaźnik rentowności netto (%)	0,71	-1,18	1,52	4,76	6,03	9,05	11,88	10,97	10,80	10,61	7,99
Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (%)	4,43	-6,68	8,19	31,50	9,73	13,50	16,32	23,22	26,13	28,43	20,40
Wskaźnik rentowności aktywów (%)	1,49	-1,71	2,46	6,66	7,80	10,33	12,37	12,56	16,26	16,54	12,34
Wskaźniki sprawności działania											
Wskaźnik rotacji należności	-	6,04	4,92	5,51	4,38	4,31	5,07	5,38	5,56	5,69	5,71
Wskaźnik rotacji aktywów stałych	-	3,84	3,93	5,03	4,34	4,65	5,02	4,89	5,56	5,43	4,58
Wskaźnik rotacji aktywów	-	1,59	1,55	1,78	1,32	1,19	1,13	1,13	1,44	1,65	1,61

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.securities.com](http://www.securities.com).

wskaźnika płynności bieżącej w badanym okresie, należy zauważyć, iż w latach 1998–2001 jego wartość kształtowała się poniżej 1, co mogło być związane z trudnościami płatniczymi spółki. W okresie po fuzji wartość wskaźnika płynności bieżącej wykazywała zmienną tendencję. Najwyższą jego wartość odnotowano w latach 2002 oraz 2004, kiedy to przekroczył poziom 5. Sytuację taką spowodowane sprzedażą części środków trwałych. Od 2002 do 2008 roku wartość wskaźnika płynności bieżącej przekraczała wartość optymalną podawaną w literaturze. W firmie występowała nadpłynność finansowa, czyli nadmierny zasób środków pieniężnych, który nie jest inwestowany. Taki stan prowadzi do obniżenia rentowności firmy [Siudek 2004].

Podobnie, jak w przypadku wskaźnika płynności bieżącej można wyróżnić dwa podokresy kształtowania się wartości wskaźnika płynności szybkiej. W pierwszych czterech analizowanych latach zaobserwowano, iż wartość tego wskaźnika znajdowała się poniżej wartości sugerowanej w teorii. W kolejnych latach analizy wskaźnik ten był znacznie wyższy niż 1,0, co oznacza, że firma mogła na bieżąco regulować zobowiązania krótkoterminowe. Praktyka jednak dowodzi, że nie istnieje idealny poziom wskaźnika, który mógłby stanowić bazę odniesienia. To, co dla jednej firmy jest dobre, dla innej jest niekorzystne, gdyż poziom tego wskaźnika jest zmienny w czasie i zależy od specyfiki branży i polityki finansowej zarządu spółki [Sierpińska, Jachna 2004].

Wskaźnik natychmiastowej wymagalności utrzymywał się na bardzo niskim poziomie w okresie poprzedzającym, jak i w roku fuzji. W kolejnych trzech latach wystąpił szybki wzrost do poziomu 3,02. Następnie jego wartość obniżała się sukcesywnie, aż w 2008 roku osiągnęła poziom 0,72. Wskaźnik ten wyjaśnia, jaką kwotę wymagalnych zobowiązań może pokryć przedsiębiorstwo z bezpośrednio dostępnych środków płatniczych. Nie przesądza on jednak o stopniu wypłacalności przedsiębiorstwa, a jedynie sygnalizuje jego sprawność płatniczą. Wskaźnik płynności gotówkowej jest wykorzystywany do celów wewnętrznych zarządzania, w związku z czym nie ustala się dla niego optymalnych wartości [Siudek 2004].

Do 2001 roku wskaźnik zadłużenia aktywów oscylował wokół górnej dopuszczalnej granicy. Według zachodnich standardów wartość tego wskaźnika powinna znajdować się w przedziale 0,57–0,67. Od 2002 roku wskaźnik zadłużenia aktywów był utrzymywany na poziomie poniżej sugerowanych wartości. W gospodarce rynkowej bezpieczny poziom tego wskaźnika zależy nie tylko od polityki fiskalnej i polityki kredytowej, lecz także od rentowności prowadzonej działalności gospodarczej. Wykorzystanie kapitału obcego przyczynia się do podniesienia rentowności kapitału własnego dzięki wykorzystaniu dźwigni finansowej, zatem minimalizacja tego wskaźnika może świadczyć o niewykorzystaniu tej możliwości [Pomykała, Pomykalski 2007].

Z badań wskaźnika zadłużenia kapitału własnego wynika, że spółka w latach 1998–2001 w większym stopniu korzystała z obcych źródeł finansowania. Świadczą o tym wartości wskaźnika przekraczające 1. W pozostałych latach analizy wartość wskaźnika struktury kapitałowej utrzymywała się znacznie poniżej 1.

Badając wartość wskaźnika rentowności brutto oraz netto zaobserwowano, iż oba te wskaźniki przed 2001 rokiem znajdowały się na niskim poziomie. Po roku fuzji ich wartość zdecydowanie wzrosła i przez cały okres analizy znajdowała się na wysokim poziomie. W 2004 roku oba wskaźniki osiągnęły maksymalną wartość. Reasumując, po fuzji efektywność finansowa firmy wzrosła, na co przekłada się wysoka wartość obu wskaźników.

Po początkowych wahaniach wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE) zmniejszył się z 31,50% w roku fuzji do poziomu 9,73% w roku kolejnym. Następne lata przyniosły stały trend wzrostowy. Wskaźnik osiągnął najwyższą wartość w 2007 roku, wzrastając blisko 3-krotnie w porównaniu z rokiem po fuzji. Wysoki poziom ROE świadczy o efektywnym zainwestowaniu kapitałów własnych.

Analiza wskaźnika rentowności aktywów (ROA) wskazuje na stały trend wzrostowy począwszy od 2000 roku. Maksymalny poziom ROA odnotowano w 2007 roku i wyniósł on 16,54%. Jedynie w 2008 roku jego wartość zmalała do poziomu 12,34%. Wzrastająca wartość wskaźnika rentowności aktywów wskazuje na poprawę sytuacji finansowej spółki. Fakt, że jedne przedsiębiorstwa mają wyższy wskaźnik ROA od innych nie oznacza wcale, że muszą być od nich lepsze. Zależy to od typu przedsiębiorstwa i od branży, w której prowadzi ono działalność. W niektórych dziedzinach wskaźnik rentowności majątku jest niski (np. w kopalniach i hutach), a w innych (np. w handlu hurtowym) często jest bardzo wysoki [Siudek 2004]. Badając obrót należnościami skorzystano ze zmian wartości wskaźnika ich rotacji. Jego poziom we wszystkich analizowanych latach wyniósł mniej niż 7. Wynika z tego, że spółka zbyt długo kredytowała swoich odbiorców, zamrażając środki pieniężne w należnościach.

Wskaźnik rotacji aktywów stałych wykazywał nieznaczne wahania wartości. Informuje on o wykorzystaniu majątku trwałego przez analizowaną spółkę, a ściślej mówiąc, określa jaka wartość przychodów ze sprzedaży przypada na jeden złoty wartości posiadanego przez firmę majątku trwałego [Siudek 2004].

## Wnioski

W wyniku przeprowadzonej analizy finansowej sformułowano następujące wnioski:

1. Przeprowadzony proces fuzji wpłynął pozytywnie na kondycję finansową spółki. Nastąpił znaczny wzrost sumy bilansowej. W większym stopniu zauważalny był wzrost aktywów trwałych niż aktywów obrotowych, co świadczy o zwiększonych inwestycjach w przedsiębiorstwie. W strukturze pasywów dominujący wpływ na wzrost ich wartości miały kapitały własne. Firma, w celu finansowania swojej działalności, nie korzystała z kapitału obcego, utrzymując zobowiązania długoterminowe na bardzo niskim poziomie.
2. W badanym przedsiębiorstwie na skutek fuzji zaobserwowano poprawę kondycji finansowej spółki. Przeprowadzona analiza nie wykazała trudności finansowych typowych dla przedsiębiorstw po fuzji. Już w roku fuzji wynik finansowy uległ znacznej poprawie i trend ten był podtrzymywany w kolejnych latach. Prawie w całości przychody przedsiębiorstwa były uzyskiwane z działalności podstawowej, co należy ocenić pozytywnie, gdyż wygoszparowany zysk ma mocne podstawy. Zatrudnienie w przedsiębiorstwie wahało się, ale wynik finansowy na zatrudnionego po procesie fuzji wzrósł i był utrzymany na wysokim poziomie. Zmiany poziomu badanych wskaźników w latach po fuzji oznaczają poprawę kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, że fuzja jest dobrym sposobem na rozwój przedsiębiorstwa z sektora owocowo-warzywnego.

## Literatura

- ĆWIAKAŁA-MALYS A., NOWAK W., *Zarys metodologiczny analizy finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2005.
- FRĄCKOWIAK W., *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
- KIERCZYŃSKA S., *Produkcja warzyw i owoców oraz ich przetwórstwo w Polsce*, Roczniki Seria, Wydawnictwo Wieś Jutra, Warszawa 2008.
- LEWANDOWSKI M., *Fuzje i przejęcia jako metody wzrostu przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998.
- POMYKAŁA B., POMYKALSKI P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- SIERPIŃSKA M., JACHNA T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- SIUDEK T., *Analiza finansowa podmiotów gospodarczych*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2004.
- SZCZEPANKOWSKI P., *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

## **Changes of financial situation of a company after the merger on the example of a joint-stock company from fruit and vegetable industry**

### **Abstract**

The mergers become more frequently alternative of development for the companies from fruit and vegetable industry. The paper aims to analyze the changes in the structure of balance sheet as well as profit and loss accounts after the company's merger. The influence of the merger on effectiveness and financial ratios of company were examined. The analysis results don't show financial difficulties typical for the described in the literature situation after merger of two companies. The results show the financial position of the examined company from fruit and vegetable industry improved in the year after the merger.



