

Uniwersytet Warszawski
Wydział Zarządzania

Justyna Sztandera

Nr albumu: 411842

**Wpływ fuzji i przejęć na kondycję finansową
podmiotu przejmującego (na przykładzie przejęcia
spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A.)**

Praca licencjacka

na kierunku studiów: Finanse, Rachunkowość i Ubezpieczenia

Praca wykonana pod kierunkiem

dr. Andrzeja Rutkowskiego

Uniwersytet Warszawski

Warszawa, czerwiec 2021

Streszczenie

Celem transakcji fuzji i przejęć jest przyniesienie korzyści zarówno finansowych, jak i niefinansowych głównie podmiotowi przejmującemu. Należy jednak ocenić czy transakcje fuzji i przejęć mają wpływ na kondycję finansową podmiotu przejmującego i jaki charakter mogą mieć zmiany wywołane transakcją. Praca dotyczy problematyki oceny wpływu fuzji i przejęć na kondycję finansową podmiotu przejmującego. W celu zbadania i oceny wpływu fuzji i przejęć na kondycję finansową jednostki przejmującej, zbadano oczekiwane zmiany w bilansie oraz rachunku zysków i strat po dokonanej transakcji fuzji i przejęć. Następnie, oczekiwane efekty fuzji i przejęć dla sprawozdań finansowych odniesiono do wybranych wskaźników analizy finansowej, w celu oceny charakteru zmian kondycji finansowej podmiotu przejmującego. W celu empirycznego sprawdzenia wpływu fuzji i przejęć na kondycję finansową podmiotu przejmującego wybrano przejęcie spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A., a następnie zbadano zmiany zachodzące w wartościach wybranych wskaźników analizy finansowej spółki CCC S.A. przed i po przejęciu. W ocenie wpływu transakcji na kondycję finansową spółki CCC S.A. posłużono się porównaniem w czasie, z wartościami wzorcowymi oraz wartościami planowanymi.

Słowa kluczowe

Fuzje i przejęcia, wskaźniki finansowe, wpływ fuzji i przejęć na kondycję finansową

Tytuł pracy w języku angielskim

Influence of mergers and acquisitions on financial condition of the acquirer based on the example of eobuwie.pl S.A. and CCC S.A. acquisition.

Wstęp

Transakcje fuzji i przejęć stanowią jeden ze sposobów rozwoju przedsiębiorstw. Ich celem jest przyniesienie zarówno korzyści finansowych, jak i niefinansowych głównie dla podmiotu przejmującego. W niniejszej pracy licencjackiej została postawiona teza, iż transakcje fuzji i przejęć mają wpływ na kondycję finansową podmiotu przejmującego. Celem niniejszej pracy jest zatem ocena wpływu fuzji i przejęć na kondycję finansową podmiotu przejmującego ze szczególnym uwzględnieniem przejęcia spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A.. Przez kondycję finansową, w niniejszej pracy, rozumie się wybrane wskaźniki analizy finansowej. Przedmiotem pracy jest zbadanie wpływu przejęcia spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A. na wybrane wskaźniki analizy finansowej spółki CCC S.A.. Okresem objętym badaniem są lata 2013-2018, przy czym zostały one podzielone na dwa podokresy: lata 2013-2015 jako okres przed przejęciem oraz lata 2016-2018 jako okres po przejęciu.

W celu poprawnej analizy zmian wybranych wskaźników, zostało zastosowane porównanie w czasie dla wszystkich wskaźników oraz porównanie z wielkościami wzorcowymi oraz planowanymi dla wybranych wskaźników, ze względu na dostępność danych. W analizie zmian wskaźników nie zostało zastosowane porównanie w przestrzeni, czyli z innymi przedsiębiorstwami z branży handlu detalicznego obuwiem, ze względu na brak dostępności danych oraz brak możliwości wyodrębnienia porównywalnych przedsiębiorstw. Źródłami wykorzystanymi do przeprowadzenia badania są skonsolidowane sprawozdania finansowe Grupy CCC za lata 2013-2018, sprawozdania z działalności Grupy CCC w latach 2013-2018 oraz baza EMIS.

Praca składa się z czterech rozdziałów podzielonych na podrozdziały. Rozdział pierwszy został poświęcony wybranym zagadnieniom teoretycznym dotyczącym fuzji i przejęć, czyli ich nazewnictwu, podziałom oraz motywom towarzyszącym nabywcy przy decydowaniu się na transakcje fuzji i przejęć. Na podstawie tego rozdziału można było rozpoznać, że przejęcie spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A. było przejęciem poziomym z transferem kontroli dokonany poprzez zakup kontrolnego pakietu akcji.

Rozdział drugi został poświęcony oczekiwany zmianom w sprawozdaniu finansowym podmiotu przejmującego, ze względu na dokonaną transakcję fuzji i przejęć. Następnie, w rozdziale opisano wpływ zmian w sprawozdaniu finansowym jednostki przejmującej na

wybrane wskaźniki analizy finansowej, czyli jej kondycję finansową. W ramach sprawozdania finansowego został omówiony bilans oraz rachunek zysków i strat.

Rozdział trzeci został poświęcony opisowi podmiotu przejmującego, czyli spółki CCC S.A., oraz branży handlu detalicznego obuwia, w ramach której działa opisywany podmiot. W części dotyczącej opisu spółki CCC S.A. przedstawiono niefinansowe efekty przejęcia spółki eobuwie.pl S.A., tj. wejście na rynek e-commerce, działalność innowacyjna, rozszerzenie docelowej grupy klientów.

Rozdział czwarty został poświęcony badaniu wybranych wskaźników analizy finansowej spółki CCC S.A. w okresach przed i po przejęciu spółki eobuwie.pl S.A.. Badanie kondycji finansowej spółki CCC S.A. polegało na porównaniu wartości oraz zmian wartości wybranych wskaźników w czasie, z wielkościami wzorcowymi oraz planowanymi, jeżeli były dostępne. Badanie zakończono oceną wpływu przejęcia spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A..

W trakcie badania oceny wpływu przejęcia spółki eobuwie.pl S.A. na kondycję finansową spółki CCC S.A. napotkano problem występowania zdarzeń o charakterze jednorazowym, które znacząco oddziaływały na wybrane wskaźniki finansowe. Ze względu na występowanie zdarzeń o charakterze jednorazowym, takich jak kolejne przejęcia spółki czy zmiany w przepisach, utrudniona była ocena bezpośrednich skutków przejęcia na kondycję finansową spółki CCC S.A..

Na podstawie przeprowadzonego badania, biorąc pod uwagę zarówno wielkości i zmiany wybranych wskaźników analizy finansowej, jak i znaczący wpływ zdarzeń jednorazowych, oceniono że przejęcie spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A. nie przyczyniło się do poprawy kondycji finansowej podmiotu przejmującego.

Spis treści

Wstęp	2
ROZDZIAŁ I. Istota fuzji i przejęć. Zagadnienia teoretyczne	5
1.1. Pojęcie fuzji i przejęć	5
1.2. Podział fuzji i przejęć	8
1.3. Motywy nabywcy w transakcjach fuzji i przejęć	11
ROZDZIAŁ II. Analiza wskaźnikowa w ocenie fuzji i przejęć.....	18
2.1. Konsekwencje fuzji i przejęć dla sprawozdań finansowych	18
2.2. Wskaźniki analizy finansowej w kontekście oceny fuzji i przejęć	25
ROZDZIAŁ III. Opis obiektu badanego oraz jego otoczenia	36
3.1. Opis spółki CCC S.A.	36
3.2. Opis rynku obuwia	41
ROZDZIAŁ IV. Analiza wyników finansowych spółki CCC S.A. przed i po przejęciu	44
4.1. Analiza wskaźnikowa spółki CCC S.A. przed przejęciem	44
4.2. Analiza wskaźnikowa spółki CCC S.A. po przejęciu	51
4.3. Porównanie wyników finansowych spółki CCC S.A. przed i po przejęciu	58
Zakończenie	64
Bibliografia	66
Zestawienie spisów	68

ROZDZIAŁ I

Istota fuzji i przejęć. Zagadnienia teoretyczne

1.1. Pojęcie fuzji i przejęć

W literaturze przedmiotu można wyróżnić dwie strategie rozwoju przedsiębiorstwa: rozwój wewnętrzny oraz zewnętrzny. W ogólnym rozumieniu rozwój zewnętrzny polega na współpracy przedsiębiorstwa z innymi podmiotami gospodarczymi i może mieć charakter luźny lub ścisły¹. Ścisły charakter rozwoju zewnętrznego przedsiębiorstwa można zauważyć w przypadku różnych form powiązania własności z innymi podmiotami gospodarczymi. Efektem takiego podejścia jest połączenie dwóch lub więcej przedsiębiorstw w nowy twór lub wykupienie (przejęcie) kontrolnego pakietu udziałów (akcji). Fuzje i przejęcia są zatem jednymi z podstawowych sposobów rozwoju zewnętrznego przedsiębiorstwa.

Ze względu na zróżnicowanie stopnia zaawansowania połączeń przedsiębiorstw, trudno jest precyzyjnie określić kryteria klasyfikacji terminów, a także wskazać granice między nimi. Z tego powodu wiele terminów używanych jest dowolnie lub nawet wymiennie. W literaturze anglojęzycznej najczęściej używanym terminem jest *Mergers & Acquisitions (M&A)*, jednak jest on bardzo ogólny, dlatego dodatkowo doprecyzowuje się takimi terminami, jak *takeover*, *consolidation* czy *buyout*. W języku polskim najczęściej wyróżnianymi terminami są: fuzja, konsolidacja, inkorporacja, wcielenie oraz przejęcie.

Już na poziomie określania znaczenia podstawowego pojęcia jakim jest fuzja pojawiają się pewne różnice. Helin oraz Zorde² określają fuzję jako połączenie się dwóch lub więcej przedsiębiorstw o dokładnie takiej samej lub zbliżonej wielkości, podczas gdy Gaughan³ zaznacza, że fuzja dotyczy łączenia firm znacznie różniących się wielkościami. Pomimo różnic w określaniu wielkości przedsiębiorstw wymienieni autorzy są zgodni, co do tego że fuzja to połączenie dwóch lub więcej autonomicznych jednostek w jedno przedsiębiorstwo.

¹ Frąckowiak W. Red., *Fuzje i przejęcia*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 19

² Helin A., Zorde K., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 5

³ Gaughan P. A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons, Inc., New York 2002, s. 7

Szczepankowski⁴ podkreśla, że podstawową cechą fuzji jest zgodne oraz dobrowolne działanie obu stron. W ramach fuzji możemy dokonać ogólnego podziału na konsolidację oraz inkorporację.

Konsolidacja to połączenie, w wyniku którego oba przedsiębiorstwa, przeważnie o podobnych wielkościach, zostają rozwiązane i wypisane z rejestru, a w ich miejsce powstaje nowa firma utworzona z połączenia ich aktywów oraz kapitałów. Sytuację tą można opisać ogólnym wzorem $X+Y=Z$. W przypadku konsolidacji akcjonariusze (udziałowcy) łączących się przedsiębiorstw otrzymują akcje (udziały) nowo powstałej firmy, w zamian za posiadane akcje (udziały) wcześniejszych przedsiębiorstw.

Inkorporacja, inaczej wcielenie, jest to przyłączenie (inkorporacja) jednego z przedsiębiorstw do drugiego. W tym przypadku jedno z przedsiębiorstw zachowuje swoją firmę oraz osobowość prawną, natomiast reszta jednostek je traci na rzecz wcielenia. Sytuację tą można opisać ogólnym wzorem $X+Y=X$. W ramach zapłaty (przynajmniej częściowej) akcjonariusze przyłączanej spółki otrzymują nowo wyemitowane akcje spółki przejmującej. Ze względu na to, że obecnie przejęcia stanowią podstawowy rodzaj działań, fuzję traktuje się często jako specjalny przypadek przejęcia.

W przypadku przejęć większość autorów zgadza się, że działanie to polega na transferze lub objęciu kontroli przez jedno przedsiębiorstwo nad drugim. Cechą przejęcia jest zależność podmiotu przejmowanego od podmiotu przejmującego, przy czym przejmowany nie traci swojej osobowości prawnej. Dodatkowo, przejmujący ma zapewnioną większą samodzielność ze względu na sprawowaną kontrolę. Transfer kontroli może nastąpić m.in. przez⁵:

- Zakup pakietu kontrolnego akcji (udziałów);
- Wykup jednostki lub części jej aktywów;
- Podniesienie kapitału własnego przedsiębiorstwa, a przez to nabycie oraz objęcie kontrolnego pakietu akcji (udziałów);
- Objęcie kontroli przez resztę wspólników po wystąpieniu jednego ze wspólników i umorzeniu jego kapitału;

⁴ Szczepankowski P. *Fuzje i przejęcia*. Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 53

⁵ Frąckowiak W. Red., dz. cyt., s. 27

- Wykup zobowiązań przedsiębiorstwa i wymianę ich na kapitał własny;
- Uzyskanie przez wspólnika większościowego prawa głosu na walnym zgromadzeniu przez uzyskanie pełnomocnictwa;
- Prywatyzację, czyli wykup akcji notowanych na giełdzie i wycofanie firmy z obrotu publicznego.

W wyniku zakupu całości lub części aktywów przedsiębiorstwa, nabywający przejmuje kontrolę tylko nad działalnością gospodarczą przedsiębiorstwa w stopniu w jakim nabyto aktywa. W pozostałych przypadkach transferowi ulega zarówno kontrola nad działalnością gospodarczą przedsiębiorstwa, jak i kontrola nad samym przedsiębiorstwem. Oznacza to możliwość kontrolowania sposobu wykorzystania aktywów jednostki oraz samo przedsiębiorstwo. Przejęcia najczęściej odbywają się metodą nabycia. Jest to szczególnie ważne ze względów rachunkowych oraz podatkowych. Korzyści z tego wynikające zostały opisane w następnych rozważaniach. Należy jednak pamiętać, że przejęcie może także stanowić fazę procesu połączenia przedsiębiorstw za pomocą fuzji.

Trudno jest wskazać, jedno kryterium różniące fuzje od przejęć. Moskovicz twierdzi, że „głównym czynnikiem różniącym powyższe działania jest sposób w jakim połączenie zostało przeprowadzone”⁶. Oznacza to, że jeżeli przed połączeniem doszło do negocjacji, omówienia prawdopodobnych przyszłych korzyści dla obu stron oraz połączenie zostało zawarte za obopólną zgodą, to mamy do czynienia z fuzją. W innym przypadku mówimy o przejęciu. Niestety, trudno jest dla każdego przypadku połączenia się przedsiębiorstw zbadać na ile zgodne były obie strony oraz czy negocjacje, wraz z przedstawieniem korzyści, w ogóle miały miejsce. Ze względu na brak jasnych oraz precyzyjnych kryteriów, autorzy często posługują się wyżej wymienionymi terminami w różny sposób, dodatkowo podając wyjaśnienie zastosowania terminu lub jego własną interpretację.

⁶ Moskovicz A., *Mergers and Acquisitions: A complete and Updated Overview*, „The International Journal of Business & Management” 2018, nr 9, tłumaczenie własne

1.2. Podział fuzji i przejęć

Klasyfikacja fuzji i przejęć nie ma ścisłego charakteru. Podobnie jak w przypadku terminologii, podział fuzji i przejęć zależy od kryteriów jakie przyjął dany autor. Ze względu na mnogość oraz różnorodność podmiotów biorących udział w danej fuzji lub przejęciu, trudno jest jednoznacznie określić typ transakcji oraz przypisać go do jednego typu. Niemniej jednak w literaturze przedmiotu najczęściej stosuje się podział fuzji i przejęć na trzy podstawowe typy: **poziomy**, **pionowy** oraz **konglomeratowy**. Podział ten stosuje zarówno do fuzji, jak i do przejęć.

Typ **poziomy**, inaczej horyzontalny, polega na łączeniu się dwóch lub kilku przedsiębiorstw działających w tej samej branży lub sektorze, wytwarzających takie same, podobne lub substytucyjne produkty, lub opierające się na tej samej technologii. Najczęściej są to konkurujące ze sobą przedsiębiorstwa. Ich połączenie może podnieść ryzyko powstania monopolu. Wśród powodów poziomego łączenia się jednostek wyróżnia się:

- Zwiększenie udziału firmy na rynku poprzez zmniejszenie konkurencji;
- Zwiększenie rentowności przedsiębiorstwa poprzez wykorzystanie wspólnego know-how, patentów oraz procesów operacyjnych;
- Zmniejszenie kosztów;
- Możliwość prowadzenia działalności przy zaangażowaniu mniejszych aktywów trwałych oraz środków obrotowych⁷;
- Poprawa konkurencyjności firmy;
- Dywersyfikacja działalności w przypadku fuzji między przedsiębiorstwami z różnych sektorów ale z reguły z tej samej branży.

Szczepankowski⁸ wyróżnia również fuzje i przejęcia poziome o charakterze nazywanym „kombinacją cyrkulacyjną”, które polegają na łączeniu się przedsiębiorstw wykorzystujących te same kanały dystrybucji.

⁷ Rutkowski A., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, [w:] Cieślak R., Postuła M. (red.), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa- teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2020, s. 194

⁸ Szczepankowski P. dz. cyt., s. 76

Typ **pionowy**, inaczej wertykalny, polega na połączeniu przedsiębiorstw reprezentujących kolejne fazy procesu wytwarzania finalnego produktu lub usługi. Korzyści wynikające z takiej formy fuzji lub przejęcia, to przede wszystkim kontrola nad całym procesem technologicznym, zmniejszenie kosztów pośrednictwa, zmniejszenie wielkości zapasów oraz zwiększenie bariery wejścia do branży dla nowych konkurentów. Szczepankowski⁹ wprowadza dodatkowy podział fuzji i przejęć typu poziomego na fuzje i przejęcia w górę i w dół. Fuzja pionowa w górę polega na połączeniu się przedsiębiorstwa z dostawcami i kooperantami, natomiast fuzja pionowa w dół polega na połączeniu przez firmę sieci dystrybucji oraz sprzedaży swoich wyrobów lub usług.

Fuzje i przejęcia typu **konglomeratowego** to „kapitałowe i organizacyjne połączenie się przedsiębiorstw, które działają w odmiennych dziedzinach produkcyjnych oraz usługowych i bardzo często obsługują inne rynki”¹⁰. Połączenia konglomeratowe posiadają cechy połączeń horyzontalnych oraz wertykalnych, czyli stanowią ich część wspólną. Fuzje i przejęcia konglomeratowe dają raczej niewielkie korzyści w postaci ograniczenia lub kontroli kosztów, jednak wymienia się wiele innych korzyści płynących z takiego połączenia przedsiębiorstw. Przewagą połączeń konglomeratowych jest przede wszystkim możliwość wykorzystania zasobów kapitałowych jednej z firm na potrzeby drugiej. Połączenia konglomeratowe pozwalają firmie osiągnąć dowolne rozmiary, przy jednoczesnym zachowaniu swobody działania oraz podejmowaniu decyzji przez przedsiębiorstwa wchodzących w skład konglomeratu. Wśród korzyści należy również wymienić szeroką dywersyfikację produkcji, co może przyczynić się do zmniejszenia dużych fluktuacji zysków oraz zapewnić ich ciągły i długotrwały wzrost. Rutkowski¹¹ zwraca uwagę na zwiększenie zdolności kredytowej przedsiębiorstw, a także zmniejszenie ryzyka funkcjonowania. Jednak Moskovicz¹² twierdzi, że cel fuzji i przejęć konglomeratowych jakim jest zmniejszenie ryzyka poprzez dywersyfikację asortymentu nie jest zawsze osiągnięty ze względu na nieznajomość branży lub sektora przez nabywcę. Z tego względu ryzyko raczej się zwiększa niż maleje.

Oprócz opisanej wyżej najczęściej stosowanej klasyfikacji fuzji i przejęć, wielu autorów stosuje dodatkowe podziały ze względu na różnorodne kryteria. Szczepankowski¹³ wyróżnia

⁹ Tamże, s. 77

¹⁰ Tamże, s. 78

¹¹ Rutkowski A. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, [w:] Cieślak R., Postuła M. (red.), dz. cyt., s. 194

¹² Moskovicz A. dz. cyt., s. 6

¹³ Szczepankowski P. dz. cyt., s. 78

formy fuzji przedsiębiorstw powiązanych produktowo i rynkowo w ramach których dokonuje podziału na fuzje i przejęcia: komplementarne, nierelacyjne, relacyjne oraz suplementarne. Fuzje komplementarne powstają między firmami produkującymi różne wyroby, ale działającymi w tych samych lub podobnych segmentach rynku, czyli posiadającymi tę samą bazę klientów. Przeciwnym typem fuzji do fuzji komplementarnych są fuzje suplementarne, w których przedsiębiorstwa wytwarzają podobne produkty, za to mają różne bazy klientów. Fuzje relacyjne powstają między firmami produkującymi podobne produkty oraz posiadającymi podobnych klientów, natomiast przeciwieństwem tego są fuzje nierelacyjne w których przedsiębiorstwa wytwarzają różne produkty i posiadają różnych odbiorców.

Podobnego podziału ze względu na powiązania między przedsiębiorstwami dokonał Frąckowiak¹⁴ i obok połączeń pionowych, poziomych i konglomeratowych wyróżnił formę koncentryczną. Forma ta dotyczy fuzji i przejęć między przedsiębiorstwami prowadzącymi działalność powiązaną ze sobą geograficznie, technicznie, rynkowo lub nie powiązaną w ogóle. W ramach formy koncentrycznej wyróżnia się trzy typy fuzji i przejęć: produktowe, geograficzne oraz zlepkowe. Typ produktowy dotyczy przedsiębiorstw z różnym asortymentem, ale z tej samej lub spokrewnionych branż. Typ geograficzny ma na celu połączenie firm działających na tym samym terytorium. Typ zlepkowy dotyczy przedsiębiorstw, które są od siebie nie zależne, zatem wytwarzają różne produkty oraz mają różnych odbiorców. Celem fuzji koncentrycznych jest dywersyfikacja działalności, a przez to ograniczenie ryzyka branżowego.

Dokonuje się dodatkowych podziałów fuzji i przejęć ze względu na cele strategiczne firmy, motywy działania oraz obszar działania przedsiębiorstwa.¹⁵ Ze względu na kryterium celów strategicznych wyróżnia się fuzje i przejęcia obronne oraz agresywne. Nabycia obronne (defensywne) można rozumieć na dwa sposoby. Po pierwsze, przedsiębiorstwo które przewiduje problemy w utrzymaniu się na rynku może chcieć połączyć się z silniejszym przedsiębiorstwem w celu przetrwania. Po drugie, połączenie się z inną jednostką poprzez fuzję, a przez to zwiększenie rozmiarów firmy, ma na celu utrudnienie lub uniemożliwienie nabycia przedsiębiorstwa przez innego nabywcę. Nabycie agresywne polega na połączeniu się przedsiębiorstw w celu poprawy swojej pozycji rynkowej lub osiągnięcia innych celów strategicznych. Ze względu na motywy działania można dokonać podziału fuzji i przejęć na

¹⁴ Frąckowiak W. Red., dz. cyt., s. 29

¹⁵ Tamże, s. 31

strategiczne oraz okazyjne. Nabycia strategiczne są wynikiem lub pewnym etapem we wcześniej zaplanowanej strategii przedsiębiorstwa. Dokonywane są w celu osiągnięcia wcześniej założonych, długoterminowych celów, np. poprawienia pozycji firmy na rynku. Nabycia okazyjne wynikają z wykorzystania nadarzającej się okazji nabycia przedsiębiorstwa poniżej jego wartości rynkowej i tym samym osiągnięcia nadwyżki finansowej lub jego restrukturyzacji i czerpania z niego korzyści w długim okresie. Ze względu na terytorium przedsiębiorstwa, wyróżnia się fuzje i przejęcia krajowe oraz międzynarodowe.

Zarówno Szczepankowski¹⁶ jak i Rutkowski¹⁷ dokonują podziału fuzji i przejęć, ze względu na kryterium naruszenia interesów przedsiębiorstwa przejmowanego, na wrogie oraz przyjazne. Przejęcia wrogie dotyczą zagrożenia naruszenia interesów przedsiębiorstwa przejmowanego oraz wystąpienia z jego strony reakcji obronnej przed przejęciem. Przejęcia przyjazne dotyczą połączeń, w których nie występuje naruszenie interesów przedsiębiorstwa przejmowanego. Około 90% połączeń ma charakter przyjacielski.

1.3. Motywy nabywcy w transakcjach fuzji i przejęć

W literaturze przedmiotu wyróżnia się wiele motywów skłaniających przedsiębiorstwa do udziału w procesach fuzji i przejęć. Jednocześnie dokonuje się rozróżnienia na motywy kierujące sprzedawcami, nabywcami lub obojgiem. Zazwyczaj wiążą się one z korzyściami, jakie niosą ze sobą te transakcje. W niniejszym rozdziale zostają opisane motywy, którymi kierują się nabywcy. Najczęściej dokonuje się podziału motywów nabywców na cztery główne grupy:

- Rynkowe i marketingowe;
- Techniczne i operacyjne;
- Finansowe;
- Menedżerskie.

W grupie motywów **rynkowych i marketingowych** wyróżniamy: eliminację konkurencji, zdobycie lepszej pozycji rynkowej, dywersyfikację ryzyka działalności, wejście

¹⁶ Szczepankowski P. dz. cyt., s. 76

¹⁷ Rutkowski A. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, [w:] Cieślak R., Postuła M. (red.), dz. cyt., s. 194

w nowe obszary działalności, zdobycie lub odzyskanie kontroli nad wartością dodaną oraz rozszerzenie oferty.

Eliminacja lub istotne ograniczenie konkurencji poprzez fuzję, lub przejęcie mogą umożliwić zmniejszenie kosztów poprzez wykorzystanie korzyści skali. Korzyści skali wynikają ze zwiększenia produkcji przy jednoczesnym obniżeniu kosztu jednostkowego. Dodatkowo duże przedsiębiorstwo posiada większą siłę negocjacyjną, przez co jest w stanie uzyskać niższe ceny dokonując zakupów na dużą skalę. Korzyści skali pojawiają się najczęściej w łączeniach poziomych przedsiębiorstw.

Z eliminacją lub ograniczeniem konkurencji bezpośrednio wiąże się zwiększenie udziału rynkowego. Zdobywanie lepszej pozycji rynkowej lub zwiększenie udziału w rynku polega na osiągnięciu dominującej pozycji rynkowej poprzez ograniczenie konkurencji. Osiągnięcie dominującej pozycji rynkowej niesie ze sobą wiele korzyści, takich jak możliwość wprowadzenia bardziej agresywnej polityki cenowej, możliwość skutecznego podwyższania cen czy poprawa wizerunku firmy.

Dywersyfikacja ryzyka działalności jest motywem towarzyszącym wszystkim fuzjom i przejęciom przedsiębiorstw niepowiązanych produktowo ani rynkowo. Dywersyfikacja ryzyka działalności opiera się na zróżnicowaniu źródeł przychodów w celu wyrównania ich sezonowości lub niestabilności ze względu na branżę.

Chęć wejścia w nowe obszary działalności jest jednym z najczęstszych motywów fuzji i przejęć. Wejście na nowy rynek poprzez fuzję lub przejęcie może być znacznie szybsze oraz mniej kosztowne niż dokonanie tego samodzielnie. W wyniku nabycia przedsiębiorstwa nabywa się także jego pozycję rynkową, linię produkcyjną oraz kompetencje, których zdobycie wymaga wielu lat.

Zwiększenie, zdobycie lub odzyskanie kontroli nad wartością dodaną to przede wszystkim motyw do fuzji i przejęć pionowych. W wyniku wykupu swoich odbiorców, lub dostawców, firma przejmuje kontrolę nad całym łańcuchem wartości dodanej. Przy wykupie swoich dostawców dodatkowym atutem dla nabywcy jest zapewnienie sobie stałości oraz bezpieczeństwa dostaw, nawet jeśli w pełni nie pokrywają potrzeb firmy.

Rozszerzenie oferty to częsty motyw towarzyszący fuzjom i przejęciom przedsiębiorstw, oferujących wzajemnie uzupełniające się produkty lub usługi. Dzięki komplementarności swoich produktów są w stanie zaoferować dużo szerszą ofertę.

W grupie motywów **technicznych i operacyjnych** wyróżniamy chęć zwiększenia efektywności zarządzania oraz pozyskania efektu synergii operacyjnej. Zwiększenie

efektywności zarządzania można zostać osiągnięte poprzez zwiększenie kontroli nad kosztami, pozbycie się zbędnych aktywów, ustanowienia nowych priorytetów strategicznych czy zmianę nieefektywnego kierownictwa. Fuzja lub przejęcie stanowi dla nabywcy okazję do pozyskania wykwalifikowanej kadry i zapewnienia jej lepszych warunków rozwoju oraz restrukturyzacji, w ramach której może dokonać wcześniej wymienionych działań.

Efekt synergii opiera się na założeniu, że wartość połączonych spółek lub nowego przedsiębiorstwa będzie wyższa niż suma wartości przedsiębiorstw przed połączeniem. Efektem synergii nazywamy więc wzrost zyskowności, który przejawia się większą zyskownością nowoutworzonego przedsiębiorstwa w porównaniu do sumy zyskowności jednostek przed połączeniem oraz wzrost wartości, który przejawia się większą wartością akcji przedsiębiorstwa od sumy wartości akcji jednostek przed połączeniem. Efekt ten opisuje się często równaniem¹⁸:

$$2+2=5$$

lub

$$S=AB - (A+B)>0$$

gdzie:

S – efekt synergii

AB – wartość firmy po połączeniu

A – wartość jednego z przedsiębiorstw przed połączeniem

B – wartość drugiego z przedsiębiorstw przed połączeniem

Oznacza to, że połączenie się przedsiębiorstw pozwala na uzyskanie lepszych efektów, niż każdej z firm oddzielnie. Co więcej, z efektu synergii wynikają korzyści dostępne tylko dla nowoutworzonego przedsiębiorstwa, niedostępne natomiast dla przedsiębiorstw osobno. Efekt synergii może przyjąć charakter operacyjny lub finansowy.

W pierwszym rodzaju synergii, czyli synergii operacyjnej, zwiększona zyskowność może wynikać ze wzrostu przychodów lub ze zmniejszenia kosztów działalności operacyjnej. Synergię operacyjną można osiągnąć dzięki korzyściom skali, komplementarności zasobów i umiejętności, ograniczeniu kosztów transakcyjnych oraz korzyściom integracji technicznej.¹⁹

¹⁸ Kozłowska-Makós D., *Efekt synergii w procesie łączenia się kapitału (wybrane problemy)*, Zarządzanie Finansami i Rachunkowość 3, 2015, nr 2, str. 23

¹⁹ Frąckowiak W. (red.), dz. cyt., s. 34

Komplementarność zasobów i umiejętności może pojawić się w przypadku połączenia firm, które dysponują odmiennymi ale uzupełniającymi się zasobami lub umiejętnościami. Wykorzystanie rzadkich zasobów lub umiejętności, które posiada druga firma często jest o wiele tańsze niż zdobywanie ich samodzielnie. Ograniczenie kosztów transakcyjnych występuje w przypadku połączenia się firm, z czego jedna z nich kupowała dane dobro lub usługę od drugiej przed połączeniem. W wyniku fuzji lub przejęcia przedsiębiorstwo może zdobyć kontrolę nad wcześniej kupowanym produktem. Dodatkowo, dzięki połączeniu przedsiębiorstw reprezentujących różne etapy danego łańcucha produkcji, mogą pojawić się oszczędności na logistyce, w tym na transporcie, dostawach czy magazynowaniu. Korzyści integracji technicznej najczęściej występują w połączeniach między dostawcami a odbiorcami. Trudność dopasowania parametrów surowców oferowanych przez dostawców do parametrów maszyn i urządzeń odbiorcy skutkuje wysokimi kosztami, które mogą być pomniejszone przez połączenie dostawcy oraz odbiorcy w nowe przedsiębiorstwo.

W drugim typie synergii, czyli synergii finansowej wzrost zyskowności jest spowodowany obniżeniem kosztów kapitału. Po fuzji lub przejęciu firmy mogą transferować dochody tam gdzie ponoszone są większe koszty lub opodatkowanie jest niższe, co umożliwia obniżenie płaconych podatków.

Następną grupą motywów są motywy **finansowe**, które wiążą się z polepszeniem sytuacji finansowej nabywcy. W tej grupie motywów wyróżnia się wykorzystanie nadmiernych funduszy, zwiększenie zdolności do zadłużenia, obniżenie kosztu kapitału, przejęcie gotówki, zdobycie korzyści podatkowych, nabycie firmy o niedoszacowanej wartości oraz chęć pozyskania efektu synergii finansowej opisanego powyżej. Motywy finansowe mogą być wystarczające nawet przy braku innych motywów do fuzji lub przejęcia.

Wykorzystanie nadmiernych funduszy wiąże się z ograniczonymi możliwościami inwestycyjnymi we własnej branży. Niewykorzystane zyski można przeznaczyć na zwiększenie dywidend lub na nabycie innego przedsiębiorstwa w ramach realizacji wzrostu zewnętrznego.

Zwiększenie zdolności zadłużenia dokonuje się poprzez zwiększenie rozmiarów przedsiębiorstwa drogą fuzji lub przejęć i tym samym zmniejszenia ryzyka pożyczkodawców lub połączenie się z firmą, która nie wykorzystwała do końca swoich możliwości finansowania ze źródeł zewnętrznych.

Obniżenie kosztu kapitału wiąże się bezpośrednio ze zwiększeniem zdolności zadłużenia. Ze względu na zmniejszenie ryzyka pożyczkodawców koszt pozyskania kredytu lub pożyczki może być znacznie mniejszy niż dla tych samych firm działających osobno. Czynnikiem obniżającym ryzyko mogą być dywersyfikacja działalności oraz możliwość gwarantowania długu drugiego przedsiębiorstwa.

Przejęcie gotówki, w wyniku połączenia się z firmą o wysokiej płynności, może stanowić dodatkowe źródło finansowania dla nabywcy. Przejęcie gotówki jest też motywem nabycia dla firm, które chcą zainwestować ją efektywniej niż firma nabywana i osiągnąć z tego dodatkowe korzyści.

Korzyści podatkowe wiążą się głównie ze zmniejszeniem podatku dochodowego. Po pierwsze straty spółki nabywanej mogą zmniejszyć zysk przed opodatkowaniem i tym samym zmniejszyć wielkość podatku dochodowego do zapłacenia. Po drugie, wielkość podatku dochodowego do zapłacenia można zmniejszyć amortyzując wartość firmy nabytej.

Nabycie przedsiębiorstwa w cenie wyższej od wartości godziwej jego aktywów netto oznacza, że w cenie została uwzględniona premia. Jest ona uwzględniana w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym w aktywach w pozycji „wartość firmy” i może być amortyzowana. Niedoszacowanie wartości nabywanej firmy może wynikać z niedoszacowania wartości firmy przez rynek kapitałowy lub z doskonalszej wyceny przez nabywcę. Niedoszacowanie przez rynek kapitałowy wywodzi się z faktu, że rynek kapitałowy nie jest w pełni doskonały, a jego wycena nie zawsze jest właściwa. Przy niskich cenach akcji firmy nabywanej, nabycie może być tańsze niż zakup nowych aktywów. Decyzję o nabyciu podejmuje jednak nabywca. W efekcie wyceny dokonanej przez nabywcę wartość nabywanego przedsiębiorstwa może okazać się wyższa niż jego obecna wartość rynkowa, ze względu na dodatkowe korzyści dostępne tylko dla niego.

Kolejną grupą motywów są motywy **menedżerskie**. Są to motywy odzwierciedlające zainteresowanie kadry kierowniczej, która w większości przypadków jest inicjatorem procesów fuzji i przejęć. Sukces kadry kierowniczej najczęściej zależy od sukcesu przedsiębiorstwa. Jednak, w odróżnieniu od akcjonariuszy, oprócz zysku przedsiębiorstwa menedżerowie zwracają uwagę na takie czynniki jak wzrost wynagrodzenia, prestiżu i władzy, swobodę działania, bezpieczeństwo zatrudnienia oraz zmniejszenie ryzyka zarządzania.

Wzrost wynagrodzeń kierownictwa jest związany ze wzrostem zysku przedsiębiorstwa po przejęciu. Kierownictwo ma więc nadzieję, że w wyniku udanej fuzji lub przejęcia ich starania zostaną dostrzeżone i wraz ze wzrostem zysków wzrosną ich wynagrodzenia.

Wzrost prestiżu i władzy wiąże się z wielkością przedsiębiorstwa. Powiększenie przedsiębiorstwa poprzez połączenie się z inną firmą może być sposobem na zdobycie dodatkowych korzyści w postaci, nowego biura, samochodów czy dysponowaniem większym budżetem.

Zwiększenie swobody działania wiąże się bezpośrednio ze zwiększeniem wielkości przedsiębiorstwa i dostępnego dla kierownictwa budżetu oraz rozproszeniem własności. W wyniku fuzji lub przejęcia rośnie liczba akcjonariuszy (udziałowców), przez co kierownictwo najwyższego szczebla jest mniej ograniczona przez znaczących akcjonariuszy (udziałowców).

Zmniejszenie ryzyka zarządzania można rozumieć jako zwiększenie bezpieczeństwa zatrudnienia. Dzięki dywersyfikacji działalności oraz przychodów firmy zatrudnienie staje się bardziej stabilne. Natomiast zwiększenie wielkości przedsiębiorstwa chroni przed nabyciem, co również zmniejsza ryzyko utraty pracy przez kierownictwo.

Oprócz najczęściej spotykanego podziału motywów nabywcy do fuzji i przejęć na motywy rynkowe i marketingowe, techniczne i operacyjne, finansowe oraz menedżerskie stosuje się także wiele różnorodnych klasyfikacji.

Kozłowska²⁰ dokonała dodatkowego podziału motywów połączeń związanych z efektami synergii na motywy ofensywne i defensywne. Motywy ofensywne związane są z lepszym wykorzystaniem istniejącego potencjału firmy, np. ekspansja na inne rynki, zwiększenie rentowności, wzmocnienie pozycji rynkowej. Motywy defensywne natomiast związane są z utrzymaniem dotychczasowej pozycji na rynku przy rosnącej konkurencji. W ramach tych motywów wyróżniamy przejęcie konkurencji w celu zmniejszenia konkurencji na rynku, fuzję lub przejęcie w celu uniknięcia przejęcia przez inną firmę oraz ekspansję na inne rynki w przypadku rosnącej konkurencji w rynku lokalnym.

Szczepankowski²¹ zastosował odmienny podział motywów na defensywne i ofensywne w ramach których wyróżnił cztery grupy motywów. Motywy ofensywne związane są z chęcią zmniejszenia kosztów produkcji oraz powiększania rynków sprzedaży. Motywy defensywne związane są z obroną pozycji rynkowej firmy przy narastającej konkurencji. W ramach motywów ofensywnych wyróżnił motywy inwestycyjne, w których najistotniejszy jest zysk, oraz motywy oparte na łańcuchu wartości, w których zysk nie stanowi najważniejszego kryterium. W ramach motywów defensywnych wyróżnił motywy rynkowe, w których

²⁰ Kozłowska-Makós D. dz. cyt., str. 22

²¹ Szczepankowski P. dz. cyt., s. 111

najistotniejsze są zysk oraz umocnienie pozycji rynkowej, oraz motywy oparte na zwiększeniu mocy wytwórczych wiążące się z restrukturyzacją firmy nabywanej.

Ze względu na mnogość oraz różnorodność motywów skłaniających do fuzji i przejęć trudno jest przyjąć tylko jedną klasyfikację. Efektem jest występowanie różnych podziałów motywów, lub przedstawianie ich bez żadnego podziału. Oczywisty jest również brak możliwości wyodrębnienia jednego motywu, który przesądza o dokonaniu transakcji. W rzeczywistości motywy te występują razem i bardzo często się uzupełniają, co dopiero przekonuje o słuszności podjęcia decyzji.

ROZDZIAŁ II

Analiza wskaźnikowa w ocenie fuzji i przejęć

2.1. Konsekwencje fuzji i przejęć dla sprawozdań finansowych

Celem analizy sprawozdania finansowego przeprowadzonej w tym rozdziale, jest sprawdzenie jak na skutek fuzji lub przejęcia zmieniły się dane pozycje w bilansie oraz rachunku zysków i strat jednostki nabywającej w okresie bezpośrednio po transakcji w porównaniu do wartości osiągniętych w latach poprzednich. Ze względu na mnogość typów fuzji i przejęć, występują różnorodne skutki dla sprawozdań finansowych. W niniejszym rozdziale zostały zebrane oraz omówione możliwe efekty fuzji i przejęć dla sprawozdań finansowych bez względu na typ czy rodzaj transakcji. W ramach sprawozdania finansowego zostaną omówione dwa obligatoryjne elementy, czyli **bilans** oraz **rachunek zysków i strat** dla jednostek innych niż banki, zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji.

Pierwszym elementem, który zostanie poddany analizie jest **bilans**. Ze względu na budowę bilansu jako pierwsze zostaną omówione aktywa trwałe. W ramach aktywów trwałych wyróżniamy wartości niematerialne i prawne, rzeczowe aktywa trwałe, należności długoterminowe oraz inwestycje długoterminowe.

Zgodnie z Ustawą o Rachunkowości²² do wartości niematerialnych i prawnych zalicza się prawa majątkowe, a w szczególności know-how, licencje, koncesje, prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz zdobniczych. Jeżeli jednostka nabywana posiada takie aktywa, to suma wartości niematerialnych i prawnych nabywcy ulega zwiększeniu. Zmiana sumy wartości niematerialnych i prawnych może nastąpić także na skutek zmiany w pozycji *wartość firmy*. Składnik ten przedstawia wartość firmy nabywanej i przyjmuje wartość różnicy między ceną nabycia jednostki a wartości godziwej jej aktywów netto w przypadku, kiedy cena nabycia jest wyższa od wartości godziwej aktywów netto.

W ramach rzeczowych aktywów trwałych wyróżnia się środki trwałe, środki trwałe w budowie oraz zaliczki na środki trwałe w budowie. Zmiana sumy rzeczowych aktywów trwałych może nastąpić poprzez przejęcie środków trwałych, np. biur, magazynów, linii

²² Art. 3 ust. 1 pkt. 14 UoR

produkcyjnych, środków transportu, lub pozbycie się niepotrzebnych aktywów trwałych jednostki przejmującej w ramach restrukturyzacji.

W wyniku fuzji lub przejęcia zmianie może ulec także wartość należności długoterminowych. Jeżeli jednostka przejmowana wykazuje należności długoterminowe, to jednostka przejmująca wykazuje je w wartości bieżącej kwot wymagających zapłaty, czyli wartości wyznaczonej przy uwzględnieniu odpowiednich bieżących stóp procentowych, odpisów na należności zagrożone i nieściągalne oraz koszty windykacji.²³ Jeżeli jednostki mają wzajemne należności to ich wartość podlega wyłączeniu przez co suma należności długoterminowych może ulec zmniejszeniu.

Suma inwestycji długoterminowych może ulec zwiększeniu w przypadku przejęcia, np. nieruchomości inwestycyjnych lub papierów wartościowych. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe mogą ulec zmianie po uwzględnieniu zmian wartości podatkowej i księgowej aktywów netto spółki przejmowanej lub spółki nowo powstałej.

Do aktywów obrotowych zalicza się zapasy, należności krótkoterminowe, inwestycje krótkoterminowe, oraz krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe. Zmiana sumy zapasów może nastąpić na skutek zmiany wartości materiałów, półproduktów i produktów w toku, produktów gotowych, towarów oraz zaliczek na dostawy i usługi. Wzrost zapasów występuje w przypadku przejęcia zapasów jednostki przejmowanej. Wzrost zapasów występuje najczęściej w przypadku przejęć poziomych. Natomiast, spadek sumy zapasów występuje najczęściej w przypadku połączeń pionowych, gdzie przedsiębiorstwa łączące się reprezentują kolejne fazy procesu wytwarzania finalnego produktu lub usługi. W przypadku przejęcia dostawcy przez odbiorcę przestaje występować potrzeba posiadania dużej ilości zapasów, i tym samym ilość zapasów zostaje zmniejszona.

Suma należności krótkoterminowych może ulec zmniejszeniu lub zwiększeniu. Zwiększenie może nastąpić w wyniku przejęcia należności krótkoterminowych jednostki nabywanej. Uwzględniane są one w sprawozdaniu w wartości zdyskontowanej lub w wartości kwot wymagających zapłaty, jeżeli różnica między nią a wartością zdyskontowaną nie jest istotna. Zmniejszenie sumy należności krótkoterminowych, tak jak w przypadku należności długoterminowych, może być dokonane poprzez wyłączenie wzajemnych należności krótkoterminowych.

Zmiany sumy inwestycji krótkoterminowych mogą być spowodowane wieloma czynnikami. Wzrost wartości inwestycji krótkoterminowych może wynikać przede wszystkim

²³ Art. 44b ust. 4 pkt. 3 UoR

ze wzrostu wartości udziałów lub akcji w jednostkach powiązanych, czyli w jednostce nabywanej. Wzrost wartości inwestycji krótkoterminowych może być również wynikiem przejęcia jednostki o wysokiej płynności, a przez to przejęcia jej krótkoterminowych aktywów finansowych, np. gotówki. Spadek sumy inwestycji krótkoterminowych może być natomiast spowodowany finansowaniem przejęcia gotówką.

W grupie pasywów wyróżnia się kapitał (fundusz) własny kapitał obcy, w skład którego wchodzi zobowiązania i rezerwy na zobowiązania. Na kapitał (fundusz) własny składają się: kapitał (fundusz) podstawowy, kapitał (fundusz) zapasowy, kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny, pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe, zysk lub strata z lat ubiegłych, zysk lub strata netto oraz odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego.

Kapitał (fundusz) własny nie ulega zwiększeniu poprzez przejęcie kapitału (funduszu) własnego spółki przejmowanej. Zgodnie z Ustawą o Rachunkowości „Kapitał (fundusz) własny spółki przejętej (...) podlega wyłączeniu”²⁴. Kapitał (fundusz) własny może natomiast ulec zmianie poprzez zwiększenie lub zmniejszenie kapitału (funduszu) podstawowego nowo utworzonego przedsiębiorstwa w porównaniu do kapitałów (funduszy) podstawowych jednostek przed fuzją.

Kapitał (fundusz) zapasowy może ulec zwiększeniu w przypadku osiągnięcia nadwyżki wartości sprzedaży nad wartością nominalną udziałów (akcji) nabywcy lub nowo utworzonego przedsiębiorstwa. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe mogą ulec zmniejszeniu jeżeli został utworzony specjalny fundusz w celu sfinansowania przejęcia. Tym samym sposobem mogą zostać obniżone zyski z lat ubiegłych. Zysk netto może zostać zwiększony lub zmniejszony, jednak przyczyny tych zmian zostaną omówione w ramach rachunku zysków i strat.

Do zobowiązań i rezerw na zobowiązania zalicza się rezerwy na zobowiązania, zobowiązania długoterminowe, zobowiązania krótkoterminowe oraz rozliczenia międzyokresowe. Rezerwy na zobowiązania mogą ulec zwiększeniu poprzez przejęcie zobowiązań jednostki przejmowanej i jednoczesnym obowiązku przejęcia rezerw.

Zobowiązania długoterminowe mogą ulec zwiększeniu poprzez przejęcie zobowiązań długoterminowych jednostki przejmowanej lub zaciągnięcia kredytu w celu sfinansowania nabycia, lub zmniejszeniu ze względu na obowiązek wyłączenia wzajemnych zobowiązań nabywcy i jednostki nabywanej.

²⁴ Art. 44b ust. 3 UoR

Zobowiązania krótkoterminowe mogą ulec zmianie na takiej samej zasadzie jak zobowiązania długoterminowe. W wyniku przejęcia lub fuzji może dojść do zwolnienia części personelu lub zatrudnienia nowych pracowników, co może skutkować zmniejszeniem lub zwiększeniem zobowiązań z tytułu wynagrodzeń, ubezpieczeń społecznych oraz zdrowotnych. Rozliczenia międzyokresowe mogą zostać zwiększone w przypadku wystąpienia ujemnej wartości firmy nabywanej. Ujemna wartość firmy oznacza, że cena nabycia jednostki była niższa od wartości godziwej jej aktywów netto.

Omówione efekty fuzji i przejęć na bilans przedsiębiorstwa nabywającego zostały zebrane i przedstawione w postaci przykładowego bilansu w Tabeli 1. Plus oznacza wzrost wartości pozycji, minus oznacza spadek wartości pozycji, natomiast kropka- brak informacji na temat zmiany.

Tabela 1. Zmiany w bilansie nabywcy na skutek fuzji lub przejęcia

Aktywa		Pasywa	
A. Aktywa trwałe	+ –	A. Kapitał (fundusz) własny	+ –
I. Wartości niematerialne i prawne	+	I. Kapitał (fundusz) podstawowy	+ –
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych	.	II. Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym:	+
2. Wartość firmy	+	– nadwyżka wartości sprzedaży (wartości emisyjnej) nad wartością nominalną udziałów (akcji)	+
3. Inne wartości niematerialne i prawne	+	III. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	.
4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	.	IV. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	–
II. Rzeczowe aktywa trwałe	+ –	V. Zysk (strata) z lat ubiegłych	–
1. Środki trwałe	+ –	VI. Zysk (strata) netto	+ –
2. Środki trwałe w budowie	+	VII. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	.
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	.	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	+ –
III. Należności długoterminowe	+ –	I. Rezerwy na zobowiązania	+
IV. Inwestycje długoterminowe	+	II. Zobowiązania długoterminowe	+ –
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	+ –	1. Zobowiązania wobec jednostek powiązanych	+ –
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	+ –	2. Zobowiązania wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	+ –

2. Inne rozliczenia międzyokresowe	.	3. Zobowiązania wobec pozostałych jednostek	+
B. Aktywa obrotowe	+ -	III. Zobowiązania krótkoterminowe	+ -
I. Zapasy	+ -	1. Zobowiązania wobec jednostek powiązanych	+ -
1. Materiały	+ -	2. Zobowiązania wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	+ -
2. Półprodukty i produkty w toku	+ -	3. Zobowiązania wobec pozostałych jednostek	+ -
3. Produkty gotowe	+ -	a) kredyty i pożyczki	+
4. Towary	+ -	b) z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	+
5. Zaliczki na dostawy i usługi	+ -	c) inne zobowiązania finansowe	+
II. Należności krótkoterminowe	+ -	d) z tytułu dostaw i usług	+
III. Inwestycje krótkoterminowe	+ -	e) zaliczki otrzymane na dostawy i usługi	+
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	+ -	f) zobowiązania wekslowe	+
a) w jednostkach powiązanych	+	g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	+ -
b) w pozostałych jednostkach	+	h) z tytułu wynagrodzeń	+ -
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	+ -	i) inne	+
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	+	4. Fundusze specjalne	+
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	.	IV. Rozliczenia międzyokresowe	+
C. Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	.	1. Ujemna wartość firmy	+
D. Udziały (akcje) własne	.	2. Inne rozliczenia międzyokresowe	.
Aktywa razem	+ -	Pasywa razem	+ -

Źródło: Opracowanie własne

Drugim obligatoryjnym elementem sprawozdania finansowego jest **rachunek zysków i strat**. Ze względu na częstsze wykorzystywanie, został omówiony wariant kalkulacyjny rachunku zysków i strat.

Pozycją rozpoczynającą rachunek zysków i strat jednostki są przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Po dokonanej transakcji fuzji lub przejęcia oczekuje się wzrostu przychodów ze sprzedaży zarówno produktów, jak i towarów i materiałów. Zwiększenie przychodów może być wynikiem zwiększenia produkcji oraz sprzedaży. Większa sprzedaż może być skutkiem zwiększenia dywersyfikacji produkcji czy wejścia na nowy rynek.

Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów mogą ulec optymalizacji poprzez redukcję jednostkowego kosztu produkcji. Redukcję jednostkowego kosztu produkcji można zaobserwować przy fuzjach i przejęciach poziomych, w których udział biorą przedsiębiorstwa produkujące te same lub podobne dobra lub usługi. Wykorzystując korzyści skali przedsiębiorstwo może znacząco zmniejszyć wartość materiałów zużytych do produkcji. Wynikiem połączenia przedsiębiorstw może być przejęcie bardziej zaawansowanego parku technologicznego, który umożliwia zmniejszenie kosztów produkcji. Dodatkowo, na skutek ewentualnych zwolnień pracowników produkcyjnych zmniejszeniu ulegają płace bezpośrednie oraz świadczenia z nimi związane.

Ze względu na zwiększenie przychodów netto ze sprzedaży oraz optymalizację kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów zysk brutto ze sprzedaży ulega zwiększeniu.

Następna pozycja rachunku zysków i strat, czyli koszty sprzedaży, może zostać zmniejszona dzięki optymalizacji kosztów transportu, magazynowania, a także reklamy. W połączenia pionowych, czyli połączeniach przedsiębiorstw reprezentujących kolejne etapy łańcucha produkcyjnego, można zaobserwować oszczędności w ramach kosztów pośrednictwa, transportu, dystrybucji, magazynowania oraz logistyce. Obserwuje się też optymalizację kosztów transakcyjnych, szczególnie w przypadku połączeń pionowych w górę, czyli przy nabyciu dostawców przedsiębiorstwa, zapewnia się tańsze dostawy materiałów.

Koszty ogólnego zarządu mogą ulec zarówno zmniejszeniu, jak i zwiększeniu. W wyniku fuzji lub przejęcia przejmując się także środki trwałe jednostki nabywanej, np. magazyny lub biuro. Oznacza to zwiększenie kosztów utrzymania obiektów zapewniających funkcjonowanie jednostki. Dodatkowo, w wyniku przejęcia lepiej wykwalifikowanej kadry zwiększeniu mogą ulec koszty związane z ich wynagrodzeniami. Koszty ogólnego zarządu mogą wzrosnąć ze względu na podwyżki dla kadry kierowniczej za przeprowadzenie efektywnej transakcji fuzji lub przejęcia. Z drugiej strony, koszty ogólnego zarządu mogą zostać zmniejszone poprzez pozbycie się nieefektywnej kadry kierowniczej lub likwidację podwójnych stanowisk połączonych przedsiębiorstw. Ewentualny wzrost kosztów ogólnego zarządu nie może być jednak na tyle duży aby istotnie pomniejszyć zysk ze sprzedaży.

Pozostałe przychody operacyjne mogą ulec zwiększeniu w przypadku sprzedania niepotrzebnych aktywów trwałych, aktualizacji wartości oraz przejęcia inwestycji w aktywów niefinansowych. Pozostałe koszty operacyjne mogą zostać zwiększone w przypadku zbycia niepotrzebnych aktywów trwałych, lub dokonania odpisu amortyzacyjnego od dodatniej wartości firmy.

Tabela 2. Zmiany w rachunku zysków i strat nabywcy na skutek fuzji lub przejęcia

A. Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	+
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	+
II. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	+
B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	–
I. Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	–
II. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	–
C. Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (A–B)	+
D. Koszty sprzedaży	–
E. Koszty ogólnego zarządu	+ –
F. Zysk (strata) ze sprzedaży (C–D–E)	+
G. Pozostałe przychody operacyjne	+
I. Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	+
II. Dotacje	.
III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	+
IV. Inne przychody operacyjne	+
H. Pozostałe koszty operacyjne	+
I. Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	+
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	+
III. Inne koszty operacyjne	+
I. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G–H)	+ –
J. Przychody finansowe	+
I. Dywidendy i udziały w zyskach	+
II. Odsetki	+
III. Zysk z tytułu rozchodu aktywów finansowych	.
IV. Aktualizacja wartości aktywów finansowych	+
V. Inne	.
K. Koszty finansowe	+
I. Odsetki	+
II. Strata z tytułu rozchodu aktywów finansowych	.
III. Aktualizacja wartości aktywów finansowych	.
IV. Inne	.
L. Zysk (strata) brutto (I + J–K)	+ –
M. Podatek dochodowy	+ –
N. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	.
O. Zysk (strata) netto (L–M–N)	+ –

Źródło: Opracowanie własne

Ze względu na wzrost zysku ze sprzedaży, wzrost pozostałych przychodów operacyjnych i pozostałych kosztów operacyjnych zysk z działalności operacyjnej może zostać zwiększony lub zmniejszony.

Przychody finansowe mogą ulec zwiększeniu dzięki przejęciu należności oraz inwestycji zarówno długoterminowych, jak i krótkoterminowych w aktywa finansowe. Koszty finansowe mogą zostać zwiększone poprzez przejęcie zobowiązań jednostki nabywanej, przez co zwiększa się suma odsetek.

Ze względu na możliwość zwiększenia lub zmniejszenia zysku z działalności operacyjnej, a także zwiększenia przychodów i kosztów finansowych, zysk brutto może ulec zwiększeniu lub zmniejszeniu. Jeżeli zysk brutto ulegnie zwiększeniu, to zwiększeniu też ulegnie wartość podatku dochodowego. Natomiast jeżeli zysk brutto ulegnie zmniejszeniu to podatek dochodowy również może ulec zmniejszeniu. W wyniku przedstawionych zmian zysk netto również może ulec zwiększeniu lub zmniejszeniu.

Omówione efekty fuzji i przejęć na rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa nabywającego zostały zebrane i przedstawione w postaci przykładowego rachunku zysków i strat w Tabeli 2. Plus oznacza wzrost wartości pozycji, minus oznacza spadek wartości pozycji, natomiast kropka- brak informacji na temat zmiany.

2.2. Wskaźniki analizy finansowej w kontekście oceny fuzji i przejęć

Wskaźniki finansowe wyrażają relację odpowiednich wielkości zawartych w sprawozdaniu finansowym. Na podstawie analizy wskaźników finansowych można rozpoznać występowanie nieprawidłowości i zagrożeń w funkcjonowaniu jednostki. Aby przeprowadzić prawidłową analizę wskaźników należy porównać je w czasie, przestrzeni, z wielkościami wzorcowymi dla danej branży oraz z wielkościami planowanymi. Analiza wskaźnikowa w kontekście fuzji i przejęć może pomóc w ocenie opłacalności transakcji, poprzez sprawdzenie czy wskaźniki finansowe nabywcy uległy poprawie. W niniejszym rozdziale zostały przedstawione efekty zmian pozycji w bilansie oraz rachunku zysków i strat nabywcy po przeprowadzeniu transakcji fuzji i przejęć na wskaźniki finansowe.

Kusak i Kowalczyk²⁵ dzielą wskaźniki finansowe na cztery grupy: **rentowności**, **zadłużenia**, **aktywności** oraz **płynności**. Wskaźniki **rentowności**, lub inaczej zyskowności, przedstawiają relację wyniku finansowego do poszczególnych kategorii finansowych wynikających z bilansu oraz rachunku zysków i strat. Wśród wskaźników rentowności wyróżnia się: wskaźnik marży brutto, wskaźnik zyskowności operacyjnej, wskaźnik zyskowności brutto, wskaźnik zyskowności netto, wskaźnik zyskowności aktywów (ROA), wskaźnik zwrotu kapitału własnego (ROE).

Wskaźnik marży brutto to stosunek wyniku brutto ze sprzedaży i przychodów ze sprzedaży. Biorąc pod uwagę oczekiwane zmiany w rachunku zysków i start jednostki nabywającej, wzrost wskaźnika może nastąpić w wyniku szybszego wzrostu zysku brutto ze sprzedaży w porównaniu do wzrostu przychodów ze sprzedaży. Spadek wskaźnika może natomiast wystąpić w przypadku wolniejszego tempa wzrostu zysku brutto ze sprzedaży w porównaniu do szybszego wzrostu przychodów ze sprzedaży. Wskaźnik można uszczegółowić i obliczyć go osobno dla sprzedaży produktów, towarów i materiałów, wykorzystując w mianowniku przychody ze sprzedaży produktów oraz towarów i materiałów. Pozwala to na ocenę rentowności zarówno działalności produkcyjnej, jak i handlowej²⁶. Stosuje się także inną konstrukcję wskaźnika, w której w liczniku uwzględnia się różnicę przychodów ze sprzedaży i kosztu wytworzenia sprzedanych wyrobów. Uwzględnia on wtedy wyłącznie koszty związane z realizowaną produkcją. Jeżeli zatem koszt wytworzenia sprzedanych wyrobów ulegnie planowanemu zmniejszeniu, a przychody ze sprzedaży zwiększeniu to wskaźnik marży brutto ulegnie zwiększeniu. Zwiększenie wartości wskaźnika można interpretować pozytywnie. Wzrost wskaźnika może oznaczać słuszność podjęcia decyzji o wykorzystaniu korzyści skali, przejścia zaawansowanego parku technologicznego lub ewentualnych zwolnień pracowników bezpośrednio powiązanych z produkcją.

$$\text{wskaźnik marży brutto} = \frac{\text{wynik brutto ze sprzedaży}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$$

Wskaźnik zyskowności operacyjnej wyraża się relacją wyniku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży. Jeżeli wynik (zysk) operacyjny ulegnie zwiększeniu o więcej procent niż przychody ze sprzedaży, to wskaźnik również ulegnie zwiększeniu. Natomiast,

²⁵ Kowalczyk J., Kusak A., *Decyzje finansowe firmy. Metody analizy*, Wydawnictwo C.H.BECK, Warszawa 2006, s. 4

²⁶ Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2017, s. 217

jeżeli tempo wzrostu zysku operacyjnego będzie mniejsze od tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży to wskaźnik ulegnie zmniejszeniu. Jeżeli zysk operacyjny ulegnie zmniejszeniu a przychody ze sprzedaży zwiększeniu, to wskaźnik ponownie może ulec zmniejszeniu. Należy pamiętać, że zmniejszenie zysku operacyjnego może być efektem zwiększenia pozostałych kosztów operacyjnych poprzez amortyzację wartości firmy lub zwiększenia kosztów ogólnego zarządu poprzez przejęcie aktywów trwałych jednostki przejmowanej. Aby ocenić pozytywny lub negatywny charakter zmiany tego wskaźnika należy więc porównać go z wielkościami wzorcowymi, otrzymywanymi w danej branży oraz z wielkościami planowanymi.

$$\text{wskaźnik zyskowności operacyjnej} = \frac{\text{wynik operacyjny}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$$

Wskaźnik zyskowności brutto stanowi stosunek zysku brutto do przychodów ze sprzedaży. Zmiana wskaźnika zyskowności brutto wygląda tak samo jak zmiana wskaźnika zyskowności operacyjnej. Oznacza to, że zwiększenie wskaźnika może nastąpić poprzez zwiększenie zysku brutto w większym tempie niż zwiększenie przychodów ze sprzedaży. Zmniejszenie wskaźnika może nastąpić poprzez zwiększenie zysku brutto w niższym tempie niż zwiększenie przychodów ze sprzedaży lub poprzez zmniejszenie zysku brutto przy jednoczesnym wzroście przychodów ze sprzedaży. Na tempo wzrostu zysku brutto bezpośredni wpływ ma zmiana zysku z działalności operacyjnej. Natomiast spadek lub zmniejszenie tempa wzrostu zysku brutto wynika głównie ze wzrostu kosztów finansowych, czyli wzrostu odsetek. Spadek wskaźnika zyskowności brutto należy ocenić raczej negatywnie.

$$\text{wskaźnik zyskowności brutto} = \frac{\text{zysk brutto}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$$

Zmiana wskaźnika zyskowności netto opiera się na tej samej zasadzie, co zmiana wskaźnika zyskowności operacyjnej oraz brutto, przy czym w liczniku wzoru wskaźnika znajduje się zysk netto, a w mianowniku dalej pozostają przychody ze sprzedaży. Zmiana zysku netto jest bezpośrednio powiązana ze zmianą podatku dochodowego. Należy pamiętać, że jednym z motywów fuzji i przejęć jest optymalizacja podatkowa. Z tego względu wzrost wskaźnika zyskowności netto będzie oceniany raczej pozytywnie, a spadek raczej negatywnie.

$$\text{wskaźnik zyskowności netto} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$$

Wskaźnik zyskowności aktywów wyraża się relacją wyniku finansowego (zysku) netto do aktywów ogółem. Wzrost wskaźnika może być spowodowany szybszym tempem wzrostu zysku netto niż aktywów ogółem, wzrostem zysku netto i jednoczesnym spadkiem sumy aktywów ogółem lub spadkiem zysku netto w wolniejszym tempie od spadku sumy aktywów ogółem. Natomiast zmniejszenie wartości wskaźnika może być spowodowane wolniejszym tempem wzrostu zysku netto w stosunku do tempa wzrostu aktywów ogółem, spadkiem zysku netto i wzrostem aktywów ogółem, lub szybszym tempem spadku zysku netto w stosunku do tempa spadku aktywów ogółem. Wskaźnik ROA odzwierciedla efektywność majątku firmy i informuje o zwrocie z inwestycji. Oznacza to, że wzrost wskaźnika będzie interpretowany pozytywnie, natomiast spadek negatywnie.

$$\text{wskaźnik zyskowności aktywów} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}}$$

Zmiana wskaźnika zwrotu kapitału własnego może przebiegać w ten sam sposób co zmiana wskaźnika zyskowności aktywów, przy czym w mianowniku zamiast aktywów ogółem znajduje się kapitał własny. Wzrost wskaźnika może być spowodowany szybszym wzrostem zysku netto niż kapitału własnego, wzrostem zysku netto i jednoczesnym spadkiem kapitału własnego lub wolniejszym tempem spadku zysku netto niż tempo spadku kapitału własnego. Natomiast zmniejszenie wartości wskaźnika może być spowodowane wolniejszym tempem wzrostu zysku netto w stosunku do tempa wzrostu kapitałów własnych, spadkiem zysku netto i wzrostem kapitałów własnych lub szybszym tempem spadku zysku netto w stosunku do tempa spadku kapitałów własnych. Wskaźnik przedstawia stopę zwrotu od wkładu kapitałowego wniesionego przez właścicieli nowego przedsiębiorstwa. Jednak nie każdy wzrost wskaźnika można interpretować pozytywnie, ze względu na uwzględnienie obciążeń podatkowych w wyniku netto.

$$\text{wskaźnik zwrotu kapitału własnego} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}}$$

Wskaźniki **zadłużenia** pokazują w jakim stopniu przedsiębiorstwo finansowane jest z kapitałów obcych, a także w jakim stopniu jest zdolne do ich spłaty oraz bieżącej obsługi. Wśród wskaźników zadłużenia wyróżnia się wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia, wskaźnik zadłużenia kapitału własnego, wskaźnik zadłużenia długoterminowego oraz wskaźnik pokrycia odsetek.

Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia, inaczej zadłużenia aktywów, wyraża się relacją sumy zobowiązań krótko i długoterminowych przedsiębiorstwa do sumy aktywów trwałych i obrotowych. Wskaźnik może ulec zarówno zmniejszeniu, jak i zwiększeniu. Wzrost wartości wskaźnika może być spowodowany wzrostem poziomu zobowiązań i spadkiem sumy aktywów, wolniejszym tempem spadku zobowiązań w stosunku do tempa spadku aktywów ogółem lub szybszym tempem wzrostu zobowiązań w stosunku do wzrostu wartości sumy aktywów. Spadek wskaźnika może być natomiast efektem spadku zobowiązań i wzrostu sumy aktywów, wolniejszego tempa wzrostu zobowiązań od tempa wzrostu aktywów ogółem lub szybszego tempa spadku zobowiązań od tempa spadku sumy aktywów. Za wysoki poziom wskaźnika może podważać wiarygodność finansową firmy, natomiast za niski świadczyć o niepełnym wykorzystaniu potencjału firmy.²⁷ Wskaźnik należy zatem porównać z wielkościami wzorcowymi. Dopuszczalny poziom tego wskaźnika wynosi od 57% do 67%. Oznacza to, że zarówno wzrost, jak i spadek wartości wskaźnika może być odczytany pozytywnie o ile nie przekroczy 67% lub nie spadnie poniżej 57%.

$$\text{wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia} = \frac{\text{zobowiązania}}{\text{aktywa ogółem}}$$

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego wyraża się relacją sumy zobowiązań do kapitału własnego. Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego podlega takim samym zmianom jak wskaźnik zadłużenia aktywów i jest z nim ściśle związany. Jeżeli wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia jest wysoki, to wskaźnik zadłużenia kapitału własnego również będzie przyjmował wysoką wartość. Przedział, który uważa się za bezpieczny dla tego wskaźnika to od 1,33 do 2,0. W związku z tym, zarówno wzrost, jak i spadek wartości wskaźnika mogą być interpretowane pozytywnie, o ile wskaźnik będzie przyjmował wartości z przedziału od 1,33 do 2,0.

²⁷ Kowalczyk J., Kusak A. dz. cyt., s. 6

$$\text{wskaźnik zadłużenia kapitału własnego} = \frac{\text{zobowiązania}}{\text{kapitał własny}}$$

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego podlega takim samym zmianom jak wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia oraz wskaźnik zadłużenia kapitału własnego. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego wyraża się relacją zobowiązań długoterminowych do kapitału własnego. Wzrost wartości wskaźnika może być spowodowany wzrostem poziomu zobowiązań długoterminowych i spadkiem kapitału własnego, wolniejszym tempem spadku zobowiązań długoterminowych w stosunku do tempa spadku kapitału własnego lub szybszym tempem wzrostu zobowiązań długoterminowych w stosunku do wzrostu wartości kapitału własnego. Spadek wskaźnika może być natomiast efektem spadku zobowiązań długoterminowych i wzrostu kapitału własnego, wolniejszego tempa wzrostu zobowiązań długoterminowych od tempa wzrostu kapitału własnego lub szybszego tempa spadku zobowiązań długoterminowych od tempa spadku kapitału własnego. Wzrost wskaźnika powyżej jedności może budzić niechęć wśród pożyczkodawców, przez co trudniej może być otrzymać kredyt. Z drugiej strony, wysoki poziom wskaźnika zadłużenia długoterminowego może być powiązany z wykorzystywaniem efektu dźwigni finansowej.

$$\text{wskaźnik zadłużenia długoterminowego} = \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{kapitał własny}}$$

Wskaźnik pokrycia odsetek wyraża się relacją zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem, czyli EBIT do odsetek. Wskaźnik może ulec zwiększeniu na skutek szybszego wzrostu zysku z działalności operacyjnej względem wzrostu odsetek. Zmniejszenie się wskaźnika może wystąpić ze względu na szybszy wzrost odsetek względem wzrostu zysku z działalności operacyjnej lub spadek zysku z działalności operacyjnej i wzroście odsetek. Im wyższy wskaźnik pokrycia odsetek tym większa jest pewność pokrycia odsetek. Wskaźnik powinien przyjmować wartości większe od 1. Jednak przedziałem uznawanym przez wierzycieli za bezpieczny jest przedział od 2 do 2,5. Oznacza to, że każdy wzrost wskaźnika będzie interpretowany pozytywnie.

$$\text{wskaźnik pokrycia odsetek} = \frac{EBIT}{\text{odsetki}}$$

Wskaźniki **aktywności gospodarczej**, inaczej sprawności, informują o zdolności przedsiębiorstwa do wykorzystania aktywów do generowania przychodów ze sprzedaży. W grupie wskaźników sprawności wyróżnia się wskaźnik obrotu zapasów, wskaźnik rotacji należności i należności krótkoterminowych w dniach, wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach, wskaźnik obrotu aktywów trwałych oraz wskaźnik obrotu aktywów ogółem.

Wskaźnik obrotu zapasów wyraża się relacją przychodów ze sprzedaży do średniego stanu zapasów. Zwiększenie wskaźnika może być spowodowane szybszym tempem wzrostu przychodów ze sprzedaży od tempa wzrostu zapasów lub zwiększeniem przychodów ze sprzedaży i jednocześnie zmniejszeniem stanu zapasów. Wskaźnik może ulec zmniejszeniu na skutek wolniejszego tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży niż wzrost zapasów. Pozytywnie ocenia się wyższy poziom wskaźnika, ponieważ informuje on o krótkim cyklu obrotu zapasami, czyli o wysokiej sprawności zarządzania nimi. Z uwagi na to, wzrost wskaźnika będzie oceniany raczej pozytywnie.

$$\text{wskaźnik obrotu zapasów} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{średni stan zapasów}}$$

Wskaźnik rotacji należności w dniach wyraża się relacją średniego stanu należności do przychodów ze sprzedaży podzielonych przez 365. Wskaźnik może ulec zwiększeniu na skutek wzrostu należności w szybszym tempie niż przychodów ze sprzedaży. Zmniejszenie wskaźnika może być skutkiem spadku należności i wzrostu przychodów ze sprzedaży lub wzrostu przychodów ze sprzedaży w szybszym tempie niż należności. Wysoki poziom wskaźnika oznacza długi cykl spływu należności lub występowanie należności trudno ściągalnych. Nie jest to sytuacja pożądana, dlatego spadek wskaźnika będzie interpretowany raczej pozytywnie. Wysokość wskaźnika zależy również od branży, dlatego w celu prawidłowej oceny wartości wskaźnika, należy porównać go w przestrzeni z innymi firmami z branży. W celu uszczegółowienia wskaźnika należy zastosować należności krótkoterminowe zamiast ogólnego stanu należności. Wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach podlega takim samym zmianom jak wskaźnik rotacji należności w dniach. Im niższa jego wartość tym skuteczniej przedsiębiorstwo ściąga swoje należności. Za wysoki wskaźnik oznacza zbyt duże zamrożenie środków pieniężnych, głównie w należnościach handlowych.

$$\text{wskaźnik rotacji należności w dniach} = \frac{\text{średni stan należności}}{\text{przychody ze sprzedaży}/365}$$

Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach wyraża się relacją średniego stanu zobowiązań krótkoterminowych do przychodów ze sprzedaży podzielonych przez 365. Wskaźnik może ulec zwiększeniu na skutek wzrostu zobowiązań krótkoterminowych w szybszym tempie niż przychodów ze sprzedaży. Zmniejszenie wskaźnika może być skutkiem spadku zobowiązań krótkoterminowych i wzrostu przychodów ze sprzedaży lub wzrostu przychodów ze sprzedaży w szybszym tempie niż zobowiązań krótkoterminowych. Korzystną sytuacją jest przyjmowanie wyższych wartości przez wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach niż wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach. W celu uszczegółowienia wskaźnika należy przyjąć w liczniku zobowiązania krótkoterminowe. Wzrost wartości wskaźnika będzie interpretowany raczej pozytywnie, ze względu na dłuższe wykorzystywanie nieoprocentowanych źródeł finansowania, takich jak kredyt kupiecki. Należy jednak zwrócić uwagę na terminowość płatności zobowiązań. Wzrost wskaźnika przy nieterminowym spłacaniu zobowiązań może oznaczać problemy z płynnością, dlatego wskaźnik należy interpretować z wykorzystaniem wskaźników płynności.

$$\begin{aligned} \text{wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach} &= \\ &= \frac{\text{średni stan zobowiązań krótkoterminowych}}{\text{przychody ze sprzedaży}/365} \end{aligned}$$

Wskaźnik obrotu aktywów trwałych wyraża się relacją przychodów ze sprzedaży do sumy aktywów trwałych. Wzrost wskaźnika może być spowodowany wzrostem przychodów ze sprzedaży przy jednoczesnym spadku sumy aktywów trwałych lub szybszym tempem wzrostu przychodów ze sprzedaży w porównaniu do tempa wzrostu aktywów trwałych. Zmniejszenie poziomu wskaźnika może nastąpić poprzez szybszy wzrost aktywów trwałych względem wzrostu przychodów ze sprzedaży. Wskaźnik informuje o tym, jakie przychody ze sprzedaży uzyskiwane są z jednostki pieniądza zaangażowanego w aktywa trwałe, zatem wysokie wartości wskaźnika będą interpretowane pozytywnie. Należy zachować jednak ostrożność w ocenie wskaźnika, ze względu na to, że jego poziom może ulec wzrostowi tylko ze względu na spadek poziomu aktywów trwałych.

$$\text{wskaźnik obrotu aktywów trwałych} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{aktywa trwałe}}$$

Wskaźnik obrotu aktywów ogółem wyraża się relacją przychodów ze sprzedaży do sumy aktywów ogółem i podlega takim samym zmianom jak wskaźnik obrotu aktywów trwałych. Tak samo jak w przypadku wskaźnika obrotu aktywów trwałych wzrost wskaźnika i jego wysoki poziom będą interpretowane pozytywnie, jednak należy zachować ostrożność w ocenie ze względu na możliwy spadek aktywów ogółem.

$$\text{wskaźnik obrotu aktywów ogółem} = \frac{\text{przychody ze sprzedaży}}{\text{aktywa ogółem}}$$

Wskaźniki **płynności** pozwalają ocenić zdolność jednostki do regulowania zobowiązań krótkoterminowych. Wśród wskaźników płynności można wyróżnić wskaźnik gotówkowej płynności, wskaźnik wysokiej płynności, wskaźnik bieżącej płynności, kapitał obrotowy oraz poziom kapitału obrotowego.

Wskaźnik gotówkowej płynności wyraża się relacją sumy gotówki i pozostałych krótkoterminowych aktywów finansowych do zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźnik może ulec zwiększeniu na skutek wzrostu krótkoterminowych aktywów finansowych w szybszym tempie niż zobowiązań krótkoterminowych, wzrostu krótkoterminowych aktywów finansowych i spadku zobowiązań krótkoterminowych lub spadku krótkoterminowych aktywów finansowych w wolniejszym tempie niż zobowiązań krótkoterminowych. Spadek wartości wskaźnika może nastąpić poprzez wzrost krótkoterminowych aktywów finansowych w wolniejszym tempie niż zobowiązań krótkoterminowych, spadek krótkoterminowych aktywów finansowych i wzrost zobowiązań krótkoterminowych lub zmniejszenie krótkoterminowych aktywów finansowych w wolniejszym tempie niż zmniejszenie zobowiązań krótkoterminowych. Im wyższy poziom wskaźnika tym pewniejsza jest spłata zobowiązań krótkoterminowych. Jednak wysoki poziom wskaźnika może oznaczać niewykorzystanie dużej ilości gotówki. Oznacza to, że zarówno spadek jak i wzrost wskaźnika mogą być interpretowane pozytywnie lub negatywnie.

$$\text{wskaźnik gotówkowej płynności} = \frac{\text{inwestycje krótkoterminowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

Wskaźnik wysokiej płynności wyraża się relacją różnicy aktywów obrotowych i zapasów do zobowiązań krótkoterminowych. Różnica między sumą aktywów obrotowych i zapasów jest tym samym co suma inwestycji oraz należności krótkoterminowych. Wskaźnik podlega za tym takim samym zmianom jak wskaźnik płynności I stopnia, czyli wskaźnik gotówkowej płynności, ze względu na to, że należności krótkoterminowe także podlegają wzrostowi lub spadkowi. Wskaźnik powinien przyjmować wartość około 1, zatem każdy wzrost lub spadek wskaźnika, które przybliżają go do jedności mogą być interpretowane pozytywnie. Należy jednak pamiętać, że na wartość wskaźnika wpływają okresy regulowania zobowiązań i należności krótkoterminowych. Jeżeli okres spłaty należności jest zdecydowanie krótszy niż okres spłaty zobowiązań, to wskaźnik będzie ulegał zmniejszeniu, w odwrotnym wypadku – zwiększeniu. Wskaźnik należy zatem interpretować wraz z wykorzystaniem wskaźników cyklu spływu należności oraz zobowiązań.

$$\text{wskaźnik wysokiej płynności} = \frac{\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

Wskaźnik bieżącej płynności wyraża się relacją aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźnik może ulec zwiększeniu poprzez wzrost aktywów obrotowych w szybszym tempie niż zobowiązań krótkoterminowych, wzrost aktywów obrotowych i spadek zobowiązań krótkoterminowych lub spadek aktywów obrotowych w wolniejszym tempie niż zobowiązań krótkoterminowych. Spadek wskaźnika może być skutkiem wzrostu aktywów obrotowych w wolniejszym tempie niż zobowiązań krótkoterminowych, spadku aktywów obrotowych i wzrostu zobowiązań krótkoterminowych lub spadku aktywów obrotowych w szybszym tempie niż zobowiązań krótkoterminowych. Przyjmuje się wzorcowe wartości wskaźnika od 1,2 do 2,0²⁸. Wskaźnik bieżącej płynności należy jednak analizować wraz z wykorzystaniem wskaźnika wysokiej płynności oraz okresów regulowania należności oraz zobowiązań krótkoterminowych. Jeżeli różnica pomiędzy wskaźnikiem wysokiej a bieżącej płynności pogłębia się, oznacza to wzrost zapasów jako źródła pokrycia zobowiązań krótkoterminowych. Taka sytuacja będzie oceniana raczej negatywnie.

$$\text{wskaźnik bieżącej płynności} = \frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

²⁸ Tamże, s. 12

Wielkość kapitału obrotowego wyraża się różnicą między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami krótkoterminowymi. Wielkość kapitału obrotowego może zostać zwiększona poprzez wzrost aktywów obrotowych, większy wzrost aktywów obrotowych w stosunku do wzrostu zobowiązań krótkoterminowych lub spadek zobowiązań krótkoterminowych. Spadek kapitału obrotowego może być następstwem spadku aktywów obrotowych, większym wzrostem zobowiązań niż aktywów obrotowych lub wzrostem zobowiązań krótkoterminowych. Wysoki poziom kapitału obrotowego oznacza korzystną sytuację płatniczą jednostki. Każdy wzrost wskaźnika będzie interpretowany pozytywnie.

$$\text{kapitał obrotowy} = \text{aktywa obrotowe} - \text{zobowiązania krótkoterminowe}$$

Dla zachowania porównywalności wielkości kapitału obrotowego między przedsiębiorstwami wprowadzono wskaźnik poziomu kapitału obrotowego. Wyraża się on relacją kapitału obrotowego do aktywów ogółem lub do aktywów obrotowych. Wskaźnik ten będzie ulegał zwiększeniu wraz ze zwiększeniem kapitału obrotowego i zmniejszeniem aktywów obrotowych lub aktywów ogółem, wolniejszym tempem spadku kapitału obrotowego niż aktywów ogółem lub aktywów obrotowych oraz wzrostem kapitału obrotowego w szybszym tempie niż aktywów ogółem lub aktywów obrotowych. Zmniejszenie wskaźnika może nastąpić poprzez słabszy wzrost kapitału obrotowego względem aktywów ogółem lub aktywów obrotowych, zmniejszeniem kapitału obrotowego i zwiększeniem aktywów ogółem lub aktywów obrotowych oraz spadkiem kapitału obrotowego w szybszym tempie niż aktywów ogółem lub aktywów obrotowych. Należy zwrócić uwagę, że w przypadku wskaźnika poziomu kapitału obrotowego z użyciem aktywów ogółem, wielkość wskaźnika będzie zależała od wielkości oraz zużycia aktywów trwałych. Ze względu na to, należy zachować ostrożność w porównywaniu wskaźników między przedsiębiorstwami. Dla wskaźnika wykorzystującego aktywa obrotowe uznaje się, że im wyższa jest jego wartość tym korzystniej dla firmy.

$$\text{wskaźnik poziomu kapitału obrotowego} = \frac{\text{kapitał obrotowy}}{\text{aktywa ogółem}}$$

ROZDZIAŁ III

Opis obiektu badanego oraz jego otoczenia

Do badania wpływu fuzji i przejęć na kondycję finansową podmiotu przejmującego została wybrana spółka CCC S.A. ze względu na dostępność danych oraz profil działalności, czyli handel detaliczny obuwia. Przejęcie eobuwie.pl S.A. zostało wybrane ze względu na to, że było to pierwsze przejęcie spółki CCC S.A., a następne przejęcia nastąpiły dopiero w 2018 r. , przez co na wybrane wskaźniki analizy finansowej w latach 2013-2017 nie miały wpływu inne przejęcie przeprowadzone przez Grupę CCC. W 2018 r. Grupa CCC dokonała dwóch przejęć, które miały wpływ na kondycję finansową CCC S.A.. Zgodnie z zagadnieniami teoretycznymi przedstawionymi w rozdziale pierwszym przejęcie spółki eobuwie.pl S.A. jest przejęciem poziomym, a transfer kontroli został dokonany poprzez zakup kontrolnego pakietu akcji.

3.1. Opis spółki CCC S.A.

Spółka CCC S.A. zajmuje się handlem hurtowym oraz detalicznym obuwia na terenie Polski oraz innych krajów. Nazwa spółki to skrót od „Cena Czyni Cuda”. Siedziba oraz fabryka CCC S.A. znajduje się w Polkowicach. Jako spółka akcyjna występuje od 2004 r.. Prezesem Zarządu spółki od 2017r. jest Marcin Czyczerski. Dariusz Miłek, który był Prezesem Zarządu spółki od 2004 r. do 2017 r. obecnie zajmuje stanowisko Przewodniczącego Rady Nadzorczej.

Grupa CCC istnieje na rynku od 22 lat. Jej początki sięgają 1993 r., kiedy Dariusz Miłek założył Firmę Handlową „Miłek”. Następnie, w 1996 r. powstały pierwsze franczyzowe sklepy działające pod nazwą „Żółta stopa”. W 1999 r. zarejestrowano spółkę CCC Sp. z o.o., która w 2004 r. została przekształcona w CCC S.A.. Przekształcenie formy organizacyjno-prawnej spółki wiązało się z wyemitowaniem i wprowadzeniem akcji na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Akcje CCC S.A. zostały wprowadzone 2 grudnia 2004 r. po cenie 9,95 zł. Od tego momentu Grupa CCC rozpoczęła aktywną działalność zagraniczną otwierając liczne spółki zależne m.in. CCC Czech s.r.o., CCC Slovakia s.r.o., CCC Hungary Shoes Kft.. Przedmiotem działalności spółek jest dystrybucja towarów na danych rynkach zagranicznych. Obecnie towary Grupy CCC oferowane są w 29 krajach. Od 2016 r. spółka CCC S.A. zaczęła brać aktywny udział w transakcjach fuzji i przejęć rozpoczynając od zakupu 75%

udziałów w spółce eobuwie.pl. W 2018 r. nastąpiło przejęcie szwajcarskiej firmy Voegele Shoes. W tym samym roku CCC S.A. nabyło pakiet większościowy DeeZee Sp. z o.o.. Najnowszym przejęciem spółki CCC S.A. jest objęcie 100% akcji GINO ROSSI S.A..

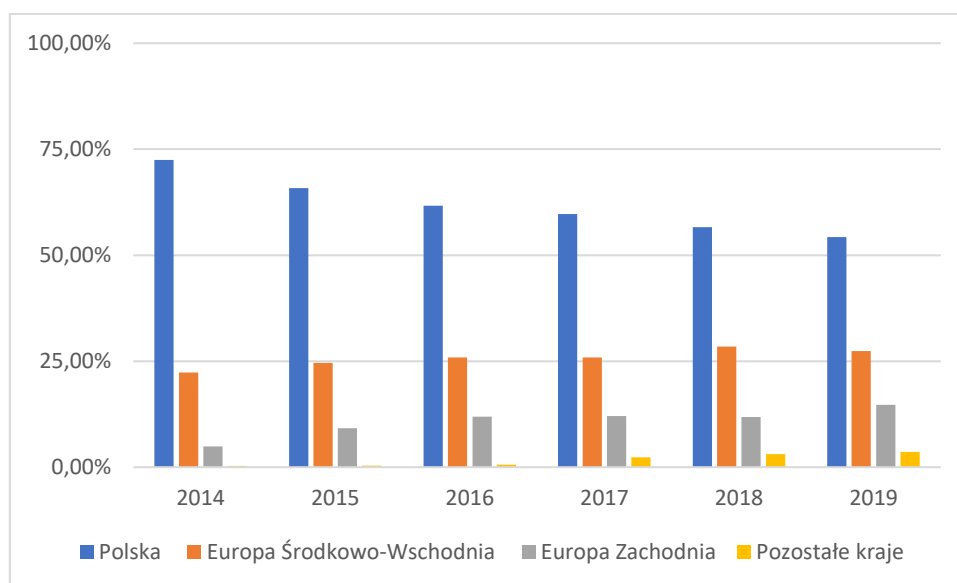
Głównym towarem Grupy CCC jest obuwie damskie, męskie oraz dziecięce, jednak w ofercie znajdują się także torby oraz kosmetyki, biżuteria, galanteria i akcesoria kolarskie, które w dalszej części pracy będą zawarte w grupie „pozostałe”. W ramach obuwia damskiego oferowane są: baleriny, botki, klapki, obuwie sportowe, półbuty, sandały, szpilki i trampki takich marek jak: Lasocki, Gino Rossi, DeeZee, Jenny Fairy, Sprandi, Sketchers, Adidas, Reebok, Puma, New Balance. Obuwie męskie obejmuje: botki, sandały, obuwie sportowe, trampki oraz półbuty takich marek jak: Lasocki, Gino Rossi, Sprandi, rieber, Sketchers, Cesare CCave, Vapiano, Ottimo, Adidas, Puma, New Balance, Reebok oraz Crocs. W ramach obuwia dziecięcego oferowane jest obuwie dla chłopców oraz dziewczynek na każdą porę roku, takich marek jak: Lasocki Kids, Lasocki Young, Adidas, Nelli Blu, Crocs, Reebok, Sprandi, Puma, Magic Lady, Ottimo oraz Spiderman. Torby oferowane przez CCC S.A. mogą być wykonane zarówno z materiałów syntetycznych, jak i skór naturalnych takich marek jak: Lasocki, Gino Rossi, DeeZee, Jenny Fairy, Adidas, Linetti, Sprandi oraz Nylon Red. Udział przychodów ze sprzedaży obuwia w ogólnych przychodach ze sprzedaży detalicznej na przestrzeni lat 2014-2019 nieznacznie zmalał i w 2019 r. wyniósł 89%, w tym obuwie damskie stanowiło 53% przychodów ze sprzedaży, obuwie męskie- 23%, a obuwie dziecięce- 12%.

Markami kluczowymi wyróżnionymi przez CCC w rocznym skonsolidowanym sprawozdaniu z działalności za rok 2019²⁹ są Lasocki, Gino Rossi oraz DeeZee. Marka Lasocki jest fundamentem portfolio CCC. Markę charakteryzuje klasyka oraz uniwersalne wzornictwo. Została przeznaczona dla kobiet w wieku ok. 20-55 lat oraz mężczyzn w wieku ok. 25-75 lat uzyskujących średnie oraz wysokie dochody. Klienci marki Lasocki najczęściej zwracają uwagę na stosunek jakości produktów do ich ceny. Marka Gino Rossi skierowana jest do kobiet w wieku ok. 20-55 lat oraz mężczyzn w wieku ok. 25-75 lat uzyskujących średnie i wyższe dochody. Gino Rossi to marka premium. Charakteryzuje ją najwyższa jakość, styl i elegancja, a dla jej klientów jakość ma pierwszorzędne znaczenie. Marka DeeZee skierowana jest do kobiet w wieku do 30 lat osiągających niższe i średnie dochody. Markę charakteryzuje moda i szyk oraz unikatowa kolorystyka i wzornictwo. Oferowane produkty są zgodne z najnowszymi trendami. Klientki DeeZee cenią indywidualność oraz wyjątkowość, jednak cena ma dla nich istotne znaczenie.

²⁹ Roczne skonsolidowane sprawozdanie z działalności grupy kapitałowej CCC S.A. za rok 2019, s. 32

Towary Grupy CCC dostępne są w 29 krajach w sklepach własnych CCC, franczyzowych oraz poprzez sprzedaż internetową. Kraje, w których obecna jest Grupa CCC zostały pogrupowane na cztery regiony: Polska, Europa Środkowo-Wschodnia, Europa Zachodnia oraz pozostałe kraje. Udział przychodów uzyskiwanych w poszczególnych regionach w ogólnych przychodach ze sprzedaży na przestrzeni lat 2014-2019 został przedstawionych na Wykresie 1.

Wykres 1. Udział przychodów z poszczególnych regionów w przychodach ze sprzedaży



Źródło: Opracowanie własne

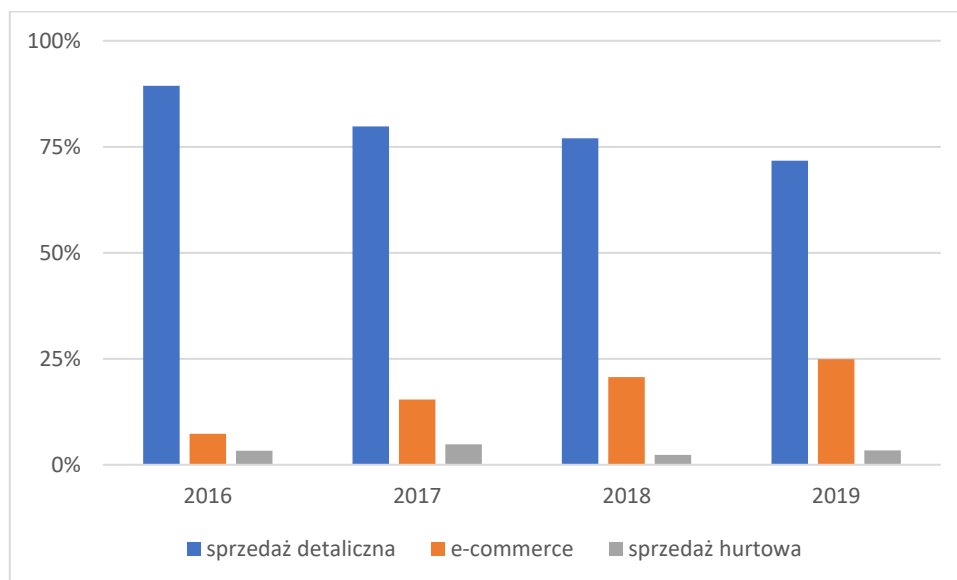
Towary Grupy CCC dostarczane są przez spółkę CCC.eu Sp. z o.o. oraz Gino Rossi S.A.. CCC.eu Sp. z o.o. pozyskuje towary od dostawców krajowych, zagranicznych oraz z własnej fabryki CCC Factory Sp. z o.o.. Struktura dostaw obuwia za 2019 r. przedstawiona na stronie internetowej CCC³⁰ pokazuje, że import obuwia z krajów azjatyckich stanowi 59,4% wartości całych zakupów obuwia, import z pozostałych krajów stanowi 15%, zakupy u dostawców krajowych stanowią 13,7%, natomiast produkcja własna 11,9%. Pozostałe towary oferowane przez grupę CCC w całości pochodzą od dostawców zewnętrznych z Azji oraz Europy.

Towary CCC S.A. oferowane są w sprzedaży detalicznej, hurtowej oraz internetowej (e-commerce). Grupa CCC weszła na rynek e-commerce sprzedaży obuwia dzięki przejęciu spółki eobuwie.pl w 2016 r. Od tego momentu udział przychodów ze sprzedaży internetowej rośnie i

³⁰ <https://corporate.ccc.eu/profil-dzialalnosci>

jego udział w przychodach ze sprzedaży w 2019 r. wynosił 25%. Udział poszczególnych rodzajów sprzedaży w przychodach ze sprzedaży w latach 2016-2019 został przedstawiony na Wykresie 2.

Wykres 2. Udział poszczególnych rodzajów sprzedaży w przychodach ze sprzedaży



Źródło: Opracowanie własne

15 stycznia 2016 r. spółka CCC S.A. nabyła 74,99% akcji spółki eobuwie.pl S.A. z opcją odkupu pozostałych 25,01% akcji po zatwierdzeniu sprawozdania finansowego za rok 2018. Ze względu na pozytywną ocenę współpracy, 21 sierpnia 2017 r. spółki zawarły aneks do umowy inwestycyjnej o przesunięciu terminu realizacji odkupu pozostałych 25% akcji do dnia 28 lutego 2023 r. na bazie wyników za 2021 r.. Celem nabycia było pozyskanie kompetencji w zakresie e-commerce, zwiększenie posiadanych udziałów w rynku obuwia oraz poszerzenie oferty produktowej.³¹ Cena za 74,99% akcji wyniosła 230 660 541 zł. Cena bazowa wynosiła 129 982 000 zł, do czego zostało doliczone 74,99% z różnicy dwunastokrotności EBITDA za rok 2015 skorygowanej o zdarzenia jednorazowe i zysku za 2015 r. wypłaconego dotychczasowym akcjonariuszom.

Główną grupą odbiorców towarów CCC S.A. jest środkowy segment konsumencki, jednak dzięki eobuwie.pl oraz należącej do eobuwie.pl platformy odzieżowej MODIVO,

³¹ Roczne sprawozdanie z działalności Grupy Kapitałowej CCC za rok 2015, s. 100

towary Grupy CCC są oferowane zarówno w wyższym segmencie cenowym, jak i w segmencie premium. Dzięki przejęciu eobuwie.pl S.A., w 2018 r. CCC S.A. wprowadziło innowacyjną na skalę światową usługę esize.me projektu eobuwie.pl. Usługa opiera się na technologii skanowania stopy i tworzenia jej trójwymiarowego modelu. Trójwymiarowy model stopy ułatwia zakupy internetowe i dobór właściwego rozmiaru obuwia bez konieczności jego przymierzania. Skanery umożliwiające wykonanie skanu 3D stopy dostępne są w 213 sklepach stacjonarnych CCC i salonach eobuwie.pl w Polsce i do 2020 r. skorzystało z nich ponad milion klientów.

Dzięki ciągłemu rozwojowi firmy udział Grupy CCC w rynku sprzedaży detalicznej obuwia w Polsce szacowany jest na około 30%, natomiast w Europie Środkowo-Wschodniej na około 20%³². Grupa CCC dysponuje w sumie 1242 sklepami stacjonarnymi, z czego 1190 to salony własne, a 52 to sklepy franczyzowe. W ramach salonów własnych wyróżnia się 942 salonów CCC, 179 salonów Vogelego, 50 salonów Gino Rossi oraz 19 salonów eobuwie.pl. Sklepy stacjonarne znajdują się w dużych centrach handlowych, ważnych ciągach komunikacyjnych oraz prestiżowych lokalizacjach miejskich. Pod względem liczby sklepów w Polsce, CCC ponad dwukrotnie przewyższa swojego największego konkurenta, czyli firmę Deichmann.

Ze względu na stałe poszerzanie oferty grupy CCC, w 2011 r. zakończono budowę Centrum Logistycznego położonego w Legnickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej w Polkowicach. Do tej pory inwestycja jest uważana za największą inwestycję w dziejach CCC S.A.. W skład Centrum logistycznego wchodzi magazyn, którego pojemność szacuje się na minimum 5 milionów par obuwia. Jest to największy tego typu obiekt w Europie Środkowej. Obecnie trwa rozbudowa jednego z magazynów w celu zwiększenia jego pojemności do 10 milionów par butów.

³² Raport niefinansowy Grupy CCC za rok 2019, s.11

3.2. Opis rynku obuwia

Zgodnie z definicją przedstawioną w raporcie PKO Banku Polskiego³³ „rynek obuwia obejmuje wszystkie rodzaje obuwia produkowanego dla prywatnych klientów końcowych (...) z wyłączeniem obuwia roboczego i ochronnego”.

Ze względu na mnogość grup konsumenckich, rodzajów obuwia oraz materiałów używanych do ich produkcji, rynek obuwia jest bardzo zróżnicowany. Duże zróżnicowanie skutkuje istnieniem wielu przedsiębiorstw, a także podziałów wewnątrz sektora. Zgodnie z danymi przedstawionymi przez European Confederation of the Footwear Industry³⁴ w 2018 r. na rynku obuwniczym działało 19 856 przedsiębiorstw zatrudniających 260 309 pracowników.

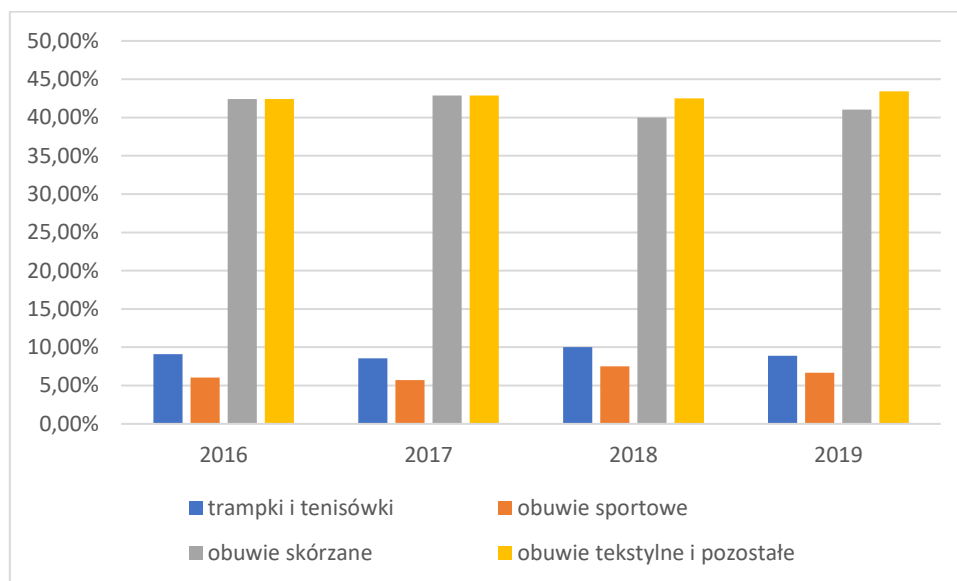
Rynek obuwia rozwija się bardzo dynamicznie. Przychody branży obuwniczej na rynku europejskim osiągnęły 109,4 mld euro, co stanowi drugie największe przychody zaraz po przychodach na rynku azjatyckim z wynikiem 118 mld euro. Jednak krajem zajmującym pierwsze miejsce pod względem przychodów z branży obuwniczej jest USA z wynikiem 80,8 mld euro w 2019 r., co oznacza że jest to największy rynek branży obuwniczej na świecie. W 2019 r. przeciętne wydatki na osobę na obuwiu na świecie wyniosły 51,4 euro, natomiast w Europie 129,2 euro. Struktura sprzedaży obuwia w 2019 r. na świecie przedstawia udział sprzedaży w sklepach stacjonarnych w wysokości 79,8%, natomiast w sklepach online 20,2%. Udział sprzedaży w sklepach online w Europie jest niższy i wynosi 16,1%, natomiast w sklepach stacjonarnych 83,9%. Na przestrzeni lat można zaobserwować trend wzrostu znaczenia sklepów internetowych w branży obuwniczej. Ze względu na ciągle zmieniające się nawyki zakupowe konsumentów, udział sklepów stacjonarnych w ogólnej strukturze sprzedażowej stale maleje na rzecz rynku e-commerce.

Polski rynek obuwia również rozwija się bardzo dynamicznie. W 2019 r. wygenerował przychody na poziomie 4,5 mld euro, a średnie roczne wydatki mieszkańca Polski na obuwiu wyniosły 117,6 euro i prognozowany jest dalszy wzrost. Oznacza to, że mieszkaniec Polski w 2019 r. wydał średnio ponad dwa razy więcej na obuwiu niż wynosi średnia światowa oraz prawie tyle samo ile mieszkaniec Europy. Największy udział w przychodach miało obuwie tekstylne i pozostałe, z których wartość przychodów wyniosła 1,9 mld euro. Udział różnych segmentów obuwia w rynku na przestrzeni lat 2016-2019 został przedstawiony na Wykresie 3.

³³ Biuro Strategii i Analiz Międzynarodowych, *Wpływ światowej pandemii koronawirusa na branżę obuwniczą*, 2020, s.3

³⁴ *Key Facts and Figures*, <http://cec-footwearindustry.eu/sector/key-facts-and-figures/>

Wykres 3. Udział segmentów obuwia w rynku obuwia w Polsce



Źródło: Opracowanie własne

Zgodnie z danymi przedstawionymi w raporcie PKO Banku Polskiego³⁵ 78% zakupów obuwia zostało dokonane w sklepach stacjonarnych, a pozostałe 22% w sklepach online. Udział sprzedaży na polskim rynku e-commerce jest wyższy niż na rynku europejskim i mniejszy niż na rynku światowym, jednak stale rośnie i wzrost jego udziału w sprzedaży obuwia w Polsce w 2023 r. szacowany jest na 24,4%.

Polska jest ważnym eksporterem obuwia zarówno na rynku światowym, jak i europejskim. W 2019 r. zajęła trzynaste miejsce na świecie pod względem eksportu obuwia oraz siódme w Europie³⁶. Jednak analizując eksport i import obuwia w Polsce na przestrzeni lat 2016-2019 można zauważyć, że import stale przewyższa eksport. Udział eksportu i importu w ogólnej wymianie handlowej pozostaje stały, jednak ich wartości stale rosną. W 2019 r. wartość eksportu wyniosła prawie 2,2 mld euro co w porównaniu do 2016 r. stanowi wzrost o 99,18%, natomiast wartość importu wyniosła ponad 2,7 mld euro co w porównaniu do 2016 r. stanowi wzrost o 92,59%. Głównymi odbiorcami polskiej branży obuwniczej są kraje europejskie, z czego największym z nich są Niemcy. W 2019 r. do Niemiec trafiło 39% polskiego eksportu branży obuwniczej, co stanowiło 850 mln euro. Kolejnymi odbiorcami są

³⁵ Biuro Strategii i Analiz Międzynarodowych dz. cyt., s. 10

³⁶ PIPS prognozuje średnioroczny wzrost rynku obuwia w Polsce na 4,6% w 2018-2021, <https://www.money.pl/gielda/pips-prognozuje-srednioroczny-wzrost-rynku-obuwia-w-polsce-na-4-6-w-2018-2021-6475390665873537a.html>

Czechy, Rumunia i Włochy których udział wynosi odpowiednio 6,7%, 5,7%, 4,7%. Na przestrzeni lat 2015-2019 można zaobserwować stały wzrost wartości polskiego eksportu do głównych odbiorców, za wyjątkiem Rosji do której eksport zmalał o 7,1%. Największy wzrost polskiego eksportu branży obuwniczej odnotowano w Rumunii z wynikiem 327%.

Głównym czynnikiem wpływającym na proporcję sprzedaży na rynku obuwniczym jest sezonowość i warunki pogodowe. Ze względu na pogodę oraz częstotliwość nabywania obuwia szczytami popytu są wiosna i jesień. W 47% przypadków obuwiu nabywane jest raz na kwartał, a w 31% przypadków- raz na pół roku. Obserwuje się jednak zachodzenie zmian klimatycznych, które skutkują stopniowym wypłaszczaniem cykli pogodowych. To z kolei może skutkować odłożeniem decyzji zakupowych, obniżeniem popytu na obuwiu zimowe lub skróceniem sezonu najwyższego popytu.

Ze względu na ciągły rozwój rynku obuwia, CCC S.A.³⁷ wyróżniło kilka kształtujących zmiany czynników i trendów. Pierwszym czynnikiem jest wielokanałowe dotarcie do klienta, które opiera się na przenikaniu się kanałów dystrybucji towarów oraz dostosowanie do dużej mobilności klientów. Drugim czynnikiem są zmieniające się funkcje sklepów, które powinny jak najbardziej angażować klienta. Kolejnym czynnikiem jest zachowanie lub stworzenie bezpośredniej relacji z klientem. Klient powinien otrzymywać jak najbardziej spersonalizowany przekaz oraz mieć możliwość ciągłej wymiany informacji. Czynnikiem kształtującym rynek obuwia jest także wzrastająca konkurencja, która dzięki rozwojowi rynku e-commerce ma obniżone bariery wejścia. Ważnym czynnikiem jest dostęp i popularyzacja mody, dzięki czemu rola aspektu modowego stale rośnie. Związany z tym jest kolejny czynnik, czyli rozwój segmentu obuwia sportowego. Na rynek obuwia znaczący wpływ mają zmiany klimatyczne, które zostały omówione w poprzednim akapicie. Ostatnim czynnikiem wyróżnionym przez CCC S.A. jest rosnąca świadomość branży odzieży i obuwia oraz związane z tym trendy dotyczące ograniczenia konsumpcji.

³⁷ Roczne skonsolidowane sprawozdanie z działalności grupy kapitałowej CCC S.A. za rok 2019, s. 16

ROZDZIAŁ IV

Analiza wyników finansowych spółki CCC S.A. przed i po przejęciu

4.1. Analiza wskaźnikowa spółki CCC S.A. przed przejęciem

Analiza wskaźnikowa jest jednym z etapów analizy finansowej przedsiębiorstwa. Dzięki obliczeniu i porównaniu wskaźników spółki przejmującej przed oraz po transakcji kupna przedsiębiorstwa, można ocenić czy uległy one poprawie czy też nie, a tym samym czy sytuacja finansowa nabywcy uległa poprawie czy też nie. Na tej podstawie można wstępnie ocenić czy transakcja fuzji lub przejęcia przyniosła oczekiwane skutki.

Przejęcie eobuwie.pl przez CCC S.A. miało miejsce w styczniu 2016 r.. Za okres przed przejęciem zostały przyjęte lata 2013-2015. Wybrane wskaźniki objęte analizą zostały obliczone na podstawie wzorów opisanych w rozdziale 2.2., a ich wartości dla spółki CCC S.A. zostały przedstawione w odpowiednich tabelach.

Tabela 3. Wybrane wskaźniki rentowności CCC S.A. w latach 2013-2015

Wskaźniki rentowności				Odchylenie	
	2013	2014	2015	2014-2013	2015-2014
Wskaźnik marży brutto	50,92%	55,06%	54,87%	4,14%	-0,19%
Wskaźnik zyskowności operacyjnej	10,19%	12,10%	11,13%	1,91%	-0,97%
Wskaźnik zyskowności brutto	9,21%	11,20%	10,10%	2,00%	-1,10%
Wskaźnik zyskowności netto	7,62%	20,92%	11,24%	13,30%	-9,68%
wskaźnik zyskowności aktywów	11,18%	23,43%	12,52%	12,25%	-10,91%
wskaźnik zyskowności kapitałów własnych	21,16%	44,15%	23,09%	22,99%	-21,06%

Źródło: Opracowanie własne

Analizując **wskaźniki rentowności** przedstawione w Tabeli 3 dla spółki CCC S.A. w latach 2013-2015 można zauważyć, że wszystkie wykazują dodanie wartości, co świadczy o rentowności spółki. Należy zauważyć zdecydowany wzrost wszystkich wskaźników

rentowności w 2014 r., a następnie ich wyraźny spadek w 2015 r.. Pomimo spadku wskaźników, wykazują one większe wartości w 2015 r. niż w 2013 r. co należy odczytać pozytywnie.

Wskaźnik marży brutto został obliczony za pomocą jego pierwszej formuły opisanej w rozdziale 2.2., czyli ilorazu wyniku brutto ze sprzedaży i przychodów ze sprzedaży. W 2013 r. złotówka przychodów ze sprzedaży generowała niecałe 51 groszy zysku brutto ze sprzedaży. W 2014r. wskaźnik uległ zdecydowanemu wzrostowi o 4,14 p.p., czyli złotówka przychodów ze sprzedaży generowała ponad 55 groszy zysku brutto ze sprzedaży. W 2015r. wskaźnik uległ nieznacznemu pogorszeniu i spadł o 0,19 p.p. do poziomu 54,87%.

Wskaźnik zyskowności operacyjnej w 2013 r. wyniósł 10,19% co oznaczało otrzymanie ponad 10 groszy zysku z działalności operacyjnej ze złotówki przychodów ze sprzedaży. W 2014 r. wskaźnik uległ polepszeniu o 1,91 p.p. i wyniósł 12,10%, natomiast w 2015 r. spadł o 0,97 p.p. i wyniósł 11,13%. Należy zwrócić uwagę na rosnące różnice między wskaźnikiem marży brutto a wskaźnikiem zyskowności operacyjnej, co może świadczyć o wzroście kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży. Pomimo wzrostu wskaźnika w 2014 r., nie zostały osiągnięte wielkości planowane zgodnie ze strategią spółki CCC S.A. na lata 2013-2015, czyli marża na działalności operacyjnej na poziomie 15-16%³⁸.

Wskaźnik zyskowności brutto w 2013 r. wyniósł 9,21%, czyli złotówka przychodów ze sprzedaży generowała ponad 9 groszy zysku brutto. W 2014 r. wskaźnik uległ poprawie o 2 p.p. i wyniósł 11,20%, natomiast w 2015 r. wskaźnik spadł o 1,10 p.p. i wyniósł 10,10%. Spadek wskaźnika w 2015 r. należy ocenić raczej negatywnie, jednak przyjęcie wartości większej niż w 2013 r. pozytywnie.

Wskaźnik zyskowności netto wykazywał duże wahania na przestrzeni lat 2013-2015. W 2013 r. wskaźnik wyniósł 7,62%, co oznaczało wygenerowanie ponad 7 groszy zysku netto przez złotówkę przychodów ze sprzedaży. W 2014 r. wskaźnik uległ dużej poprawie o 13,30 p.p. i wyniósł 20,92%, natomiast w 2015 r. drastycznie spadł o 9,68 p.p. i wyniósł 11,24%. Duże wahania wskaźnika wynikały z rozpoznania aktywa na podatek odroczony w 2014 r. i przez to zmniejszenie podatku dochodowego, przez co duży spadek wskaźnika w 2015 r. nie powinien budzić niepokoju. Dodatkowo, pozytywnie należy ocenić fakt osiągnięcia poziomu wskaźnika w 2015 r. w planowanych granicach 10-13%, zgodnie ze strategią spółki CCC S.A. na lata 2013-2015³⁹.

³⁸ *Roczne sprawozdanie z działalności Grupy Kapitałowej CCC za rok 2015*, s. 54

³⁹ Tamże, s. 54

Wskaźnik zyskowności aktywów (ROA) w 2013 r. wyniósł 11,18%, co oznaczało wygenerowanie ponad 11 groszy zysku netto z każdej złotówki zaangażowanej w aktywa. W 2014 r. wskaźnik uległ znacznej poprawie o 12,25 p.p. i wyniósł 23,43%, natomiast w 2015 r. spadł o 10,91 p.p. i wyniósł 12,52%. Duży spadek wskaźnika w 2015 r. nie powinien być interpretowany negatywnie, ze względu na zwiększenie zysku netto poprzez pomniejszenie podatku dochodowego opisanego powyżej. Na pozytywną ocenę zasługuje zwiększenie wskaźnika w stosunku do 2013 r..

Wskaźnik zyskowności kapitałów własnych (ROE) w 2013 r. wyniósł 21,16%, co oznaczało wygenerowanie ponad 21 groszy zysku netto z każdej złotówki zaangażowanej w kapitał własny. W 2014 r. wskaźnik uległ wyraźnej poprawie i wyniósł 44,15%, natomiast w 2015 r. spadł o ponad 21 p.p. i wyniósł 23,09%. Tak samo jak w przypadku wskaźnika ROA duży spadek wskaźnika w 2015 r. nie powinien być interpretowany negatywnie. Na pozytywną ocenę zasługuje natomiast poprawa wskaźnika z 2015 r. w stosunku do 2013 r. oraz osiągnięcie planowanych wielkości, czyli przekroczenie progu 20% rentowności kapitałów własnych, w każdym z trzech lat.

Tabela 4. Wybrane wskaźniki zadłużenia CCC S.A. w latach 2013-2015

Wskaźniki zadłużenia				Odchylenie	
	2013	2014	2015	2014-2013	2015-2014
Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia	29,28%	32,21%	34,69%	2,93%	2,48%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	55,39%	60,70%	63,97%	5,31%	3,27%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	32,66%	26,98%	29,81%	-5,68%	2,84%
Wskaźnik pokrycia odsetek	1348,88%	1292,86%	1475,29%	-56,02%	182,43%

Źródło: Opracowanie własne

Analizując **wskaźniki zadłużenia** przedstawione w Tabeli 4 dla spółki CCC S.A. na przestrzeni lat 2013-2015 zadłużenie można ocenić raczej pozytywnie. Spółka wykazuje się niskim poziomem zadłużenia i wysoką zdolnością do obsługi długu. Można jednak zauważyć wzrost ogólnego poziomu zadłużenia w 2015 r. w porównaniu do 2013 r. i spadek zadłużenia długoterminowego, co oznacza zwiększenie zadłużenia krótkoterminowego.

Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia w 2013 r. wyniósł 29,28%, co oznacza że aktywa są w ponad 29% finansowane z kapitałów obcych. W 2014 r. wskaźnik wzrósł o 2,93 p.p. i wyniósł 32,21%, natomiast w 2015 r. wyniósł 34,69%. Pomimo wzrostu wskaźnika na przestrzeni lat, nadal przyjmuje wartość poniżej wzorcowego przedziału 57-67%.

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego w 2013 r. wyniósł 55,39%, co oznacza że na złotówkę kapitałów własnych przypada 55 groszy kapitałów obcych. W 2014 r. wskaźnik wzrósł o 5,31 p.p. do poziomu 60,70%, natomiast w 2015 r. wskaźnik wzrósł o kolejne 3,27 p.p. i wyniósł 63,97%. Pomimo stałego wzrostu wskaźnika przyjmuje on wartości zdecydowanie poniżej przedziału wzorcowego 1,33-2,0 lub 133%-200%.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego w 2013 r. wyniósł 32,66%, co oznacza że na złotówkę kapitałów własnych przypada prawie 33 groszy zobowiązań długoterminowych. W 2014 r. wskaźnik spadł o 5,68 p.p. do poziomu 26,98%, natomiast w 2015 r. wzrósł do 29,81%. W 2014 r. spółka CCC S.A. wyemitowała obligacje o wartości 210 mln zł, co przyczyniło się do zwiększenia zadłużenia długoterminowego, jednak w tym samym roku kapitał własny uległ zwiększeniu poprzez zwiększenie zysków zatrzymanych o 420 mln, co w efekcie obniżyło wskaźnik zadłużenia długoterminowego. Pomimo wzrostu wskaźnika w 2015 r. względem 2014 r., wskaźnik nadal przyjmuje niskie wartości, zdecydowanie niższe od jedności.

Wskaźnik pokrycia odsetek w 2013 r. wyniósł 1348,88%, czyli zysk z działalności operacyjnej ponad 13-krotnie przewyższał odsetki od zobowiązań. W 2014 r. wskaźnik nieznacznie zmalał do poziomu 1292,86%, natomiast w 2015 r. wzrósł o 182,43 p.p. i wyniósł 1475,29%. Na przestrzeni lat 2013-2015 wskaźnik utrzymywał się na bardzo wysokim poziomie, znacznie przewyższającym wartości zalecane. Zarówno poziom jak i wzrost wskaźnika w 2015 r. należy ocenić pozytywnie.

Analizując **wskaźniki sprawności** przedstawione w Tabeli 5 spółki CCC S.A. w latach 2013-2015, sprawność spółki należy ocenić raczej negatywnie. Można zauważyć pogorszenie wszystkich wskaźników oprócz wskaźnika rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach, który jako jedyny uległ poprawie. Pogorszenie wskaźników obrotu zapasów i należności sugeruje pogorszenie sprawności działania przedsiębiorstwa oraz większe zamrożenie środków, co może przyczynić się do pogorszenia płynności.

Wskaźnik obrotu zapasów w 2013 r. wynosił 3,55, co oznacza że w 2013 r. zapasy zostały odtworzone ponad 3-krotnie. W 2014 r. wskaźnik spadł o 0,84 i wyniósł 2,71, natomiast w 2015 r. wskaźnik wzrósł do poziomu 3,39. Ze względu na pożądanie wysokich wartości wskaźnika, negatywnie należy ocenić duży spadek jego wartości w 2014 r. oraz niższą wartość w 2015 r.

w stosunku do 2013 r.. Pozytywnie należy jednak odczytać wzrost wartości wskaźnika w 2015 r. względem 2014 r..

Tabela 5. Wybrane wskaźniki sprawności CCC S.A. w latach 2013-2015

Wskaźniki sprawności				Odchylenie	
	2013	2014	2015	2014-2013	2015-2014
wskaźnik obrotu zapasów	3,55	2,71	3,39	-0,84	0,68
wskaźnik rotacji należności w dniach	18,44	16,99	21,17	-1,45	4,18
wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach	18,39	14,26	19,59	-4,13	5,33
wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach	74,32	106,29	97,05	31,97	-9,24
wskaźnik obrotu aktywów trwałych	3,82	2,47	2,51	-1,35	0,04
wskaźnik obrotu aktywów ogółem	1,47	1,12	1,11	-0,35	-0,01

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźnik rotacji należności w dniach w 2013 r. wyniósł 18,44, co informuje o inkasie należności w około 19 dni. W 2013 r. wskaźnik spadł do 16,99, natomiast w 2015 r. wzrósł o 4,18 do poziomu 21,17. W 2014 r. wskaźnik uległ poprawie, natomiast w 2015 r. znaczącemu pogorszeniu, zarówno względem 2014 r. jak i 2013 r. Z uwagi na to zmiany wskaźnika powinny zostać ocenione negatywnie.

Wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach w 2013 r. wyniósł 18,39 co informuje o inkasie należności krótkoterminowych w około 19 dni. W 2013 r. wskaźnik uległ poprawie i zmalał o 4,13 do poziomu 14,26, natomiast w 2015r. uległ pogorszeniu i wzrósł do poziomu 19,59. Wzrost wskaźnika nie jest pożądany, dlatego jego wzrost w 2015 r. względem zarówno 2014 r., jak i 2013 r. należy ocenić negatywnie. Na pozytywną ocenę zasługuje względnie niski poziom wskaźnika, nawet po wzroście w 2015 r..

Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach w 2013 r. wyniósł 74,32, co oznacza spłatę zobowiązań krótkoterminowych w około 75 dni. W 2014 r. wskaźnik znacząco wzrósł do poziomu 106,29, natomiast w 2015 r. zmalał o 9,24 i wyniósł 97,05. Na pozytywną

ocenę zasługuje przyjmowanie wyższych wartości przez wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach w stosunku do wskaźnika rotacji należności krótkoterminowych w dniach. Pożądane jest przyjmowanie wyższych wartości przez wskaźnik ze względu na zwiększenie finansowania z nieoprocentowanych źródeł, jednak jego ocenę należy powiązać z analizą płynności spółki. Negatywnie należy ocenić zmiany wskaźnika rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach w 2014r., ze względu na jego wzrost przy jednoczesnym pogorszeniu wskaźników płynności. Pozytywnie jednak należy ocenić wskaźnik w 2015 r., ponieważ wzrósł względem 2013 r. przy jednoczesnej poprawie większości wskaźników płynności.

Wskaźnik obrotu aktywów trwałych w 2013 r. przyjął wartość 3,82, co oznaczało generowanie 3,82zł przychodu z jednej złotówki aktywów trwałych. W 2014 r. wskaźnik uległ pogorszeniu i spadł o 1,35 przyjmując wartość 2,47. W 2015 r. wskaźnik uległ nieznacznej poprawie i wyniósł 2,51. Ze względu na istotne pogorszenie wskaźnika w 2014 r. oraz minimalną poprawę w 2015 r., wskaźnik należy ocenić negatywnie.

Wskaźnik obrotu aktywów ogółem w 2013 r. wyniósł 1,47, co oznacza wygenerowanie 1,47 zł z każdej złotówki aktywów trwałych. W 2014 r. wskaźnik spadł o 0,35 do poziomu 1,12, a następnie spadł o kolejne 0,01 w 2015 r. przyjmując wartość 1,11. Należy negatywnie ocenić zmiany wskaźnika ze względu na duży spadek w 2014 r. oraz brak poprawy w 2015 r..

Tabela 6. Wybrane wskaźniki płynności CCC S.A. w latach 2013-2015

Wskaźniki płynności				Odchylenie	
	2013	2014	2015	2014-2013	2015-2014
Wskaźnik gotówkowej płynności	0,43	0,28	0,56	-0,15	0,28
Wskaźnik wysokiej płynności	0,68	0,41	0,77	-0,27	0,36
Wskaźnik bieżącej płynności	2,06	1,68	1,88	-0,38	0,20
Kapitał obrotowy w tys. zł	354951	396600	538300	41649,00	141700,00
Wskaźnik poziom kapitału obrotowego	31,70%	22,10%	25,98%	-0,10	0,04

Źródło: Opracowanie własne

Analizując **wskaźniki płynności** przedstawione w Tabeli 6 dla spółki CCC S.A. w latach 2013-2015 można zauważyć duże pogorszenie wskaźników w 2014 r., a następnie ich poprawę

w 2015 r.. Pomimo poprawy wszystkich wskaźników względem 2014 r., nie wszystkie uległy poprawie względem 2013 r.. W 2015 r. płynność spółki można ocenić pozytywnie.

Wskaźnik gotówkowej płynności w 2013 r. przyjął wartość 0,43 co oznacza, że na złotówkę zobowiązań krótkoterminowych przypada 43 groszy środków pieniężnych. W 2014 r. wskaźnik uległ stanowczemu pogorszeniu do poziomu 0,28, natomiast w 2015 r. wzrósł o 0,28 i wyniósł 0,56. Negatywnie należy ocenić zmiany w 2014 r., także biorą pod uwagę wcześniej przeprowadzoną analizę wskaźników rotacji należności i zobowiązań. Pozytywnie należy ocenić wzrost wskaźnika w 2015 r. zarówno względem 2014 r., jak i 2013 r..

Wskaźnik wysokiej płynności w 2013 r. wyniósł 0,68, co oznacza, że na złotówkę zobowiązań krótkoterminowych przypada 68 groszy płynnych aktywów obrotowych. W 2014 r. wskaźnik zmalał o 0,27 wynosząc 0,41, natomiast w 2015 r. wzrósł do poziomu 0,77. Negatywnie należy ocenić duże pogorszenie wskaźnika w 2014 r.. Na pozytywną ocenę zasługuje poprawa wskaźnika w 2015 r. zarówno względem 2014 r., jak i 2013 r.. Jednak pomimo wzrostu w 2015 r. wskaźnik nadal nie jest blisko jedności.

Wskaźnik bieżącej płynności w 2013 r. wyniósł 2,06, co informuje o pokryciu każdej złotówki zobowiązań krótkoterminowych 2,06 zł aktywów obrotowych. W 2014 r. wskaźnik uległ spadkowi do 1,68, natomiast w 2015 r. wzrósł o 0,20 do poziomu 1,88. Pomimo spadku wartości wskaźnika w 2014 r., a następnie wzrostu w 2015 r., wskaźnik oscyluje w wartościach wzorcowych od 1,5 do 2,0, dlatego wskaźnik należy ocenić pozytywnie. Duża różnica między wskaźnikiem bieżącej a wysokiej płynności sugeruje duży udział zapasów w aktywach obrotowych, co jest charakterystyczne dla przedsiębiorstw handlu detalicznego.

Kapitał obrotowy w 2013 r. wyniósł 354 951 000 zł, co oznacza różnicę między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami krótkoterminowymi. W 2014 r. kapitał obrotowy wzrósł do 396 600 000 zł, natomiast w 2015 r. do 538 300 000 zł. Pozytywnie należy ocenić tendencję wzrostową kapitału obrotowego, jednak ocenę należy uzupełnić o wskaźnik poziomu kapitału obrotowego. Wskaźnik ten w 2013 r. wyniósł 31,70%, w 2014 r. spadł o 9,60 p.p. do 22,10%, natomiast w 2015 r. wzrósł o 3,88 p.p. do 25,98%. Negatywnie należy ocenić spadek wskaźnika w 2014 r. Jednak ze względu na brak wzorcowych wielkości wskaźnika, pozytywnie należy ocenić jego wzrost w 2015 r..

4.2. Analiza wskaźnikowa spółki CCC S.A. po przejęciu

Przejęcie eobuwie.pl przez CCC S.A. miało miejsce w styczniu 2016 r.. Za okres po przejęciu zostały przyjęte lata 2016-2018. Wybrane wskaźniki objęte analizą zostały obliczone na podstawie wzorów opisanych w rozdziale 2.2., a ich wartości dla spółki CCC S.A. zostały przedstawione w odpowiednich tabelach.

Analizując **wskaźniki rentowności** przedstawione w Tabeli 7 dla spółki CCC S.A. na przestrzeni lat 2016-2018 można zauważyć, że wszystkie wykazują dodanie wartości, co można ocenić pozytywnie. Jednak ze względu na spadek prawie wszystkich wskaźników rentowności spółki należy ocenić raczej negatywnie. Należy także zauważyć wzrost wskaźników opierających się na zysku netto w 2017 r.. Wskaźnik zyskowności netto, ROA i ROE istotnie wzrosły w 2017 r. względem 2016 r. ze względu na ujęcie różnicy przejściowej dla znaków towarowych i wartości firmy w kwocie 217 900 000 zł wpływającej na zysk w 2016 r.. W 2018 r. obniżenie zysku netto wynikało z uwzględnienia działalności zaniechanej CCC Germany w kwocie 166 800 000 zł.

Tabela 7. Wybrane wskaźniki CCC S.A. w latach 2016-2018 wraz z odchyleniami

Wskaźniki rentowności				Odchylenie		
	2016	2017	2018	2016-2015	2017-2016	2018-2017
Wskaźnik marży brutto	52,75%	51,26%	50,14%	-2,12%	-1,49%	-1,12%
Wskaźnik zyskowności operacyjnej	11,72%	9,64%	7,87%	0,59%	-2,08%	-1,77%
Wskaźnik zyskowności brutto	10,86%	8,13%	5,42%	0,76%	-2,74%	-2,71%
Wskaźnik zyskowności netto	1,87%	7,21%	1,19%	-9,37%	5,34%	-6,02%
wskaźnik zyskowności aktywów	2,49%	8,97%	0,83%	-10,03%	6,48%	-8,14%
wskaźnik zyskowności kapitałów własnych	6,15%	25,88%	4,40%	-16,94%	19,73%	-21,48%

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźnik marży brutto został obliczony za pomocą jego pierwszej formuły opisanej w rozdziale 2.2., czyli ilorazu wyniku brutto ze sprzedaży i przychodów ze sprzedaży. W 2016 r. złotówka przychodów ze sprzedaży generowała niecałe 53 grosze zysku brutto ze sprzedaży. W 2017r. wskaźnik uległ pogorszeniu i zmalał o 1,49 p.p., czyli złotówka przychodów ze sprzedaży generowała ponad 51 groszy zysku brutto ze sprzedaży. W 2018 r. wskaźnik ponownie uległ pogorszeniu i wyniósł 50,14 %. Spadające wartości wskaźnika należy ocenić negatywnie.

Wskaźnik zyskowności operacyjnej w 2016 r. wyniósł 11,72% co oznaczało otrzymanie ponad 11 groszy zysku z działalności operacyjnej ze złotówki przychodów ze sprzedaży. W 2017 r. wskaźnik uległ pogorszeniu o 2,08 p.p. i wyniósł 9,64%, w 2018 r. spadł o kolejne 1,77 p.p. i wyniósł 7,87%. Należy zwrócić uwagę na rosnące różnice między wskaźnikiem marży brutto a wskaźnikiem zyskowności operacyjnej, co może świadczyć o wzroście kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży. Należy negatywnie ocenić trend spadkowy wskaźnika w latach 2016-2018.

Wskaźnik zyskowności brutto w 2016 r. wyniósł 10,86%, czyli złotówka przychodów ze sprzedaży generowała prawie 11 groszy zysku brutto, co stanowi wzrost w stosunku do 2015 r. o 0,76 p.p.. W 2017 r. wskaźnik uległ pogorszeniu o 2,74 p.p. i wyniósł 8,13%, natomiast w 2018 r. wskaźnik spadł o 2,71 p.p. i wyniósł 5,42%. Spadek wskaźnika należy ocenić negatywnie.

Wskaźnik zyskowności netto wykazywał duże wahania na przestrzeni lat 2016-2018, ze względu na zmiany zysku netto opisane wcześniej. W 2016 r. wskaźnik spadł o 9,37 p.p. względem 2015 r. i wyniósł 1,87%, co oznaczało wygenerowanie niecałych 2 groszy zysku netto przez złotówkę przychodów ze sprzedaży. W 2017 r. wskaźnik uległ dużej poprawie o 5,34 p.p. i wyniósł 7,21%, natomiast w 2018 r. drastycznie spadł o 6,02 p.p. i wyniósł 1,19%. Duże wahania wskaźnika wynikały z przyczyn o charakterze jednorazowym, jednak bardzo niskie wartości wskaźnika także w 2017 r. powinny zostać ocenione negatywnie.

Wskaźnik zyskowności aktywów (ROA) w 2016 r. wyniósł 2,49%, co oznaczało wygenerowanie niecałych 2,5 grosza zysku netto z każdej złotówki zaangażowanej w aktywa. W 2017 r. wskaźnik uległ znacznej poprawie o 6,48 p.p. i wyniósł 8,97%, natomiast w 2018 r. spadł o 8,14 p.p. i wyniósł 0,83%. Pomimo wydarzeń wpływających na spadek zysku netto w 2016 r. i 2018 r., wskaźnik przyjął w 2017 r. znacznie niższe wartości niż w latach 2013-2015. O ile duże spadki nie powinny być interpretowane negatywnie, to bardzo niskie wartości wskaźnika, zarówno w 2017 r. należy ocenić negatywnie.

Wskaźnik zyskowności kapitałów własnych (ROE) w 2016 r. wyniósł 6,15%, co oznaczało wygenerowanie ponad 6 groszy zysku netto z każdej złotówki zaangażowanej w kapitał własny. W 2017 r. wskaźnik uległ wyraźnej poprawie i wyniósł 25,88%, natomiast w 2018 r. spadł o ponad 21 p.p. i wyniósł 4,40%. Tak samo jak w przypadku wskaźnika ROA duże wahania wskaźnika nie powinny być interpretowane negatywnie. Na pozytywną ocenę zasługuje utrzymanie wartości wskaźnika w 2017 r. na wyższym poziomie niż w 2015 r.

Analizując **wskaźniki zadłużenia** przedstawione w Tabeli 8 dla spółki CCC S.A. na przestrzeni lat 2016-2018 zadłużenie należy ocenić raczej negatywnie. Zdecydowanie wzrosło zadłużenie spółki i spadła jego zdolność do obsługi długu. Na zadłużenie spółki i znaczne pogorszenie wskaźników zadłużenia w 2018 r. wpłynęły zmiany w standardach, szczególnie wprowadzenie MSSF 16 „Leasing”, który zastąpił dotychczasowe MSR 17 Leasing. Z względu na zmianę standardów zobowiązania z tytułu leasingu przedstawione w zobowiązaniach krótko- i długoterminowych powiększyły ich sumę w łącznej kwocie około 2 mld zł.

Tabela 8. Wybrane wskaźniki zadłużenia CCC S.A. w latach 2016-2018

Wskaźniki zadłużenia				Odchylenie		
	2016	2017	2018	2016-2015	2017-2016	2018-2017
Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia	33,31%	27,21%	21,39%	-1,38%	-6,10%	-5,82%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	81,92%	78,50%	113,20%	17,95%	-3,42%	34,70%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	68,01%	109,37%	208,17%	38,19%	41,37%	98,80%
Wskaźnik pokrycia odsetek	1778,10%	1357,38%	598,07%	302,81%	-420,71%	-759,31%

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia w 2016 r. wyniósł 33,31%, co oznacza że aktywa są w ponad 33% finansowane z kapitałów obcych. W 2017 r. wskaźnik zmalał o 6,10 p.p. i wyniósł 27,21%, natomiast w 2018 r. wzrósł i wyniósł 43,42%. Pomimo wzrostu wskaźnika na przestrzeni lat, nadal przyjmuje wartość poniżej wzorcowego przedziału 57-67%.

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego w 2016 r. wyniósł 81,92%, co oznacza że na złotówkę kapitałów własnych przypada prawie 82 groszy kapitałów obcych. W 2017 r.

wskaźnik zmalał o 3,42 p.p. do poziomu 78,50%, natomiast w 2018 r. wskaźnik drastycznie wzrósł o 151,27 p.p. i wyniósł 229,77%. Na wzrost wskaźnika w 2018 r. miało wpływ pomniejszenie kapitału własnego przez zobowiązanie finansowe z tytułu opcji put w kwocie 74 mln zł. Zobowiązanie dotyczy wykupu pakietu mniejszościowego akcji (30 %) Karl Voegelé AG. Duży wzrost wskaźnika spowodował przekroczenie przedziału wzorcowego 1,33-2,0 lub 133%-200%, co należy ocenić negatywnie.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego w 2016 r. wyniósł 68,01%, co oznacza że na złotówkę kapitałów własnych przypada 68 groszy zobowiązań długoterminowych. W 2017 r. wskaźnik wzrósł o 41,37 p.p. do poziomu 109,37%, po czym w 2018 r. wzrósł do 208,17%. Wzrost wskaźnika wynika głównie ze zmian w zobowiązaniach opisanych wcześniej. Nie mniej jednak wskaźnik przyjmuje bardzo wysokie wartości, zdecydowanie większe od jedności, co należy ocenić negatywnie. Należy również zwrócić uwagę na zdecydowany wzrost zadłużenia długoterminowego w 2016 r. i 2017 r., do którego nie przyczyniły się zmiany w standardach rachunkowości.

Wskaźnik pokrycia odsetek w 2016 r. wyniósł 1778,10%, czyli zysk z działalności operacyjnej ponad 17-krotnie przewyższał odsetki od zobowiązań. W 2016 r. wskaźnik zmalał do poziomu 1357,38%, po czym ponownie zmalał w 2018 r. o 759,31 p.p. i wyniósł 598,07%. Na przestrzeni lat 2016-2018 wskaźnik zdecydowanie zmalał, jednak nadal znacznie przewyższał wartości zalecane. Choć jego wysokie wartości można ocenić pozytywnie, to jednak tendencja spadkowa, jak i jego duży spadek w 2018 r. należy ocenić negatywnie.

Analizując **wskaźniki sprawności** przedstawione w Tabeli 9 dla spółki CCC S.A. w latach 2016-2018, sprawność spółki należy ocenić raczej negatywnie. Można zauważyć pogorszenie wszystkich wskaźników, szczególnie w 2018 r.. Pogorszenie wskaźników obrotu zapasów i należności sugeruje pogorszenie sprawności działania przedsiębiorstwa oraz większe zamrożenie środków, co może przyczynić się do pogorszenia płynności.

Wskaźnik obrotu zapasów w 2016 r. wynosił 3,12, co oznacza że w 2016 r. zapasy zostały odtworzone ponad 3-krotnie. W 2017 r. wskaźnik spadł o 0,17 i wyniósł 2,96, po czym w 2018 r. wskaźnik ponownie spadł do poziomu 2,62. Ze względu na pożądanie wysokich wartości wskaźnika, negatywnie należy ocenić zarówno tendencję spadkową wskaźnika jak i osiągnięcie w 2018 r. najniższej wartości na przestrzeni lat 2013-2018.

Wskaźnik rotacji należności w dniach w 2016 r. wyniósł 22,76, co informuje o inkasie należności w około 23 dni. W 2017 r. wskaźnik spadł do 22,64, natomiast w 2018 r. wzrósł aż o 14,77 do poziomu 37,42. W 2017 r. wskaźnik uległ nieznacznej poprawie, natomiast w 2018

r. znaczącemu pogorszeniu, zarówno względem 2017 r. jak i 2016 r.. Ze względu na niepożądaną tendencję wzrostową oraz wysokie wartości wskaźnika należy ocenić go negatywnie.

Tabela 9. Wybrane wskaźniki sprawności CCC S.A. w latach 2016-2018

Wskaźniki sprawności				Odchylenie		
	2016	2017	2018	2016-2015	2017-2016	2018-2017
wskaźnik obrotu zapasów	3,12	2,96	2,62	-0,27	-0,17	-0,34
wskaźnik rotacji należności w dniach	22,76	22,64	37,42	1,59	-0,11	14,77
wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach	22,76	22,64	36,62	3,17	-0,11	13,97
wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach	88,53	80,40	226,90	-8,52	-8,13	146,51
wskaźnik obrotu aktywów trwałych	3,1	3,63	1,32	0,59	0,53	-2,31
wskaźnik obrotu aktywów ogółem	1,33	1,24	0,7	0,22	-0,09	-0,54

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach w 2016 r. wyniósł 22,76 co informuje o inkasie należności krótkoterminowych w około 23 dni. W 2017 r. wskaźnik uległ nieznacznej poprawie i zmalał o 0,11 do poziomu 22,64, natomiast w 2018r. uległ pogorszeniu i wzrósł do poziomu 36,62. Tak samo jak w przypadku wskaźnika rotacji należności w dniach, występowanie tendencji wzrostowej oraz osiągnięcie przez wskaźnik w 2018 r. najwyższych wartości na przestrzeni lat 2013-2018, należy ocenić negatywnie.

Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach w 2016 r. wyniósł 88,53, co oznacza spłatę zobowiązań krótkoterminowych w około 89 dni. W 2017 r. wskaźnik spadł do poziomu 80,40, natomiast w 2018 r. wzrósł o 146,51 i wyniósł 226,90. Na pozytywną ocenę zasługuje przyjmowanie wyższych wartości przez wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach w stosunku do wskaźnika rotacji należności krótkoterminowych w dniach. Pożądane jest przyjmowanie wyższych wartości przez wskaźnik ze względu na

zwiększenie finansowania z nieoprocentowanych źródeł, jednak jego ocenę należy powiązać z analizą płynności spółki. Negatywnie należy ocenić zmiany wskaźnika rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach w 2018 r., ze względu na jego wzrost przy jednoczesnym pogorszeniu wskaźników płynności.

Wskaźnik obrotu aktywów trwałych w 2016 r. przyjął wartość 3,1, co oznaczało generowanie 3,1zł przychodu z jednej złotówki aktywów trwałych. W 2017 r. wskaźnik uległ poprawie i wzrósł o 0,53 przyjmując wartość 3,63. W 2018 r. wskaźnik uległ pogorszeniu o 2,31 i wyniósł 1,32. Znaczna zmiana wskaźnika w 2018 r. wynika z wdrożenia standardu MSSF 16, przez co w aktywach została wykazana pozycja „aktywa z tytułu prawa do użytkowania” zwiększająca sumę aktywów trwałych o prawie 1,8 mld zł. Jednak ze względu na istotne pogorszenie wskaźnika w 2018 r. wskaźnik należy ocenić negatywnie.

Wskaźnik obrotu aktywów ogółem w 2016 r. wyniósł 1,33, co oznacza wygenerowanie 1,33 zł z każdej złotówki aktywów trwałych. W 2017 r. wskaźnik spadł o 0,09 do poziomu 1,24, a następnie spadł o kolejne 0,54 w 2018 r. przyjmując wartość 0,7. Wskaźnik należy ocenić negatywnie ze względu na tendencję spadkową oraz przyjęcie bardzo niskiej wartości w 2018 r..

Tabela 10. Wybrane wskaźniki płynności CCC S.A. w latach 2016-2018

Wskaźniki płynności				Odchylenie		
	2016	2017	2018	2016-2015	2017-2016	2018-2017
Wskaźnik gotówkowej płynności	0,19	0,55	0,11	-0,37	0,36	-0,44
Wskaźnik wysokiej płynności	0,46	0,86	0,54	-0,31	0,40	-0,32
Wskaźnik bieżącej płynności	1,79	2,4	1,06	-0,09	0,61	-1,34
Kapitał obrotowy w tys. zł	604400	1292000	209000	66100,00	687600,00	-1083000,00
Wskaźnik poziom kapitału obrotowego	25,17%	38,34%	3,10%	-0,81%	13,17%	-35,24%

Źródło: Opracowanie własne

Analizując **wskaźniki płynności** przedstawione w Tabeli 10 dla spółki CCC S.A. w latach 2016-2018 można zauważyć duże pogorszenie wskaźników w 2016 r., poprawę w 2017

r., a następnie ponowne pogorszenie w 2018r.. Pogorszenie wskaźników w 2016 r. wynikało głównie z finansowania przejęcia spółki eobuwie.pl S.A. gotówką, natomiast pogorszenie wskaźników w 2018 r. ze zmiany standardów na MSSF 16 oraz finansowania przejęcia Karl Voegele AG oraz Deeze sp. z o.o. gotówką. Na pozytywną ocenę zasługuje poprawa wskaźników w 2017r., jednak spadek oraz bardzo niskie wartości wskaźników w 2018 r. należy ocenić negatywnie.

Wskaźnik gotówkowej płynności w 2016 r. przyjął wartość 0,19 co oznacza, że na złotówkę zobowiązań krótkoterminowych przypada 19 groszy środków pieniężnych. W 2017 r. wskaźnik uległ znaczącej poprawie o 0,36 do poziomu 0,55, natomiast w 2018 r. spadł o 0,44 i wyniósł 0,11. Pozytywnie należy ocenić zmiany w 2017 r., jednak ze względu na przyjęcie bardzo niskiej wartości w 2018 r. wskaźnik należy ocenić negatywnie. Duży spadek wskaźnika wynikał z finansowania przejęcia Karl Voegele AG oraz Deeze sp. z o.o. gotówką w łącznej kwocie 48 mln zł.

Wskaźnik wysokiej płynności w 2016 r. wyniósł 0,46, co oznacza, że na złotówkę zobowiązań krótkoterminowych przypada 46 groszy płynnych aktywów obrotowych. W 2017 r. wskaźnik wzrósł o 0,40 wynosząc 0,86, natomiast w 2018 r. zmalał do poziomu 0,54. Trend wzrostowy różnicy między wskaźnikiem gotówkowej a wysokiej płynności świadczy o wzroście należności krótkoterminowych, których inkaso w 2018 r. uległo pogorszeniu. Biorąc to pod uwagę zarówno spadek jak i wzrost różnicy między wskaźnikami należy ocenić raczej negatywnie. Pozytywnie można ocenić jedynie poprawę wskaźnika w 2017 r., szczególnie po uwzględnieniu poprawy wskaźnika obrotu należności krótkoterminowych w dniach w 2017 r. względem 2016 r..

Wskaźnik bieżącej płynności w 2016 r. wyniósł 1,79, co informuje o pokryciu każdej złotówki zobowiązań krótkoterminowych 1,79 zł aktywów obrotowych. W 2017 r. wskaźnik uległ poprawie do poziomu 2,40, natomiast w 2018 r. spadł o 1,34 do poziomu 1,06. Ze względu na duży spadek w 2018 r. wskaźnik przyjmuje wartości znacznie poniżej wartości wzorcowych od 1,5 do 2,0. Zmniejszająca się różnica między wskaźnikiem bieżącej a wysokiej płynności sugeruje spadek udziału zapasów w aktywach obrotowych. Wskaźnik należy ocenić negatywnie, zarówno ze względu na duży spadek w 2018 r. jak i przyjęcie wartości poniżej przedziału wzorcowego.

Kapitał obrotowy w 2016 r. wyniósł 604 400 000 zł, co oznacza różnicę między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami krótkoterminowymi. W 2017 r. kapitał obrotowy wzrósł do 1 292 000 000 zł, natomiast w 2018 r. spadł do 209 000 000 zł. Pozytywnie należy ocenić wzrost kapitału obrotowego w 2017 r., natomiast negatywnie duży spadek w 2018 r..

Ocenę należy jednak uzupełnić o wskaźnik poziomu kapitału obrotowego. Wskaźnik ten w 2016 r. wyniósł 25,17%, w 2017 r. wzrósł do 38,34%, natomiast w 2018 r. spadł o 35,24 p.p. do 3,10%. Pozytywnie można ocenić duży wzrost i wielkość kapitału obrotowego oraz wskaźnika poziomu kapitału obrotowego w 2017 r., jednak negatywnie należy ocenić bardzo duży spadek wskaźnika w 2018 r. oraz bardzo niską wartość wskaźnika.

4.3. Porównanie wyników finansowych spółki CCC S.A. przed i po przejęciu

Po przeprowadzeniu analizy wskaźnikowej na bazie wybranych wskaźników dla lat 2013-2015 oraz 2016-2018, czyli okresów przed i po przejęciu należy porównać wyniki obu okresów. Porównanie to może pozwolić na ocenę wpływu przejęcia spółki eobuwie.pl przez CCC S.A. na kondycję finansową spółki, rozumianą jako wyniki wybranych wskaźników finansowych.

Oprócz dokonania porównań analiz dla okresu przed i po przejęciu zostanie dokonane dokładne porównanie wskaźników pomiędzy 2016 r. a 2015 r. ze względu na zmiany w rachunku zysków i strat i bilansie, które zaszły na skutek przejęcia spółki eobuwie.pl. Wyniki wskaźników dla lat 2013-2018 zostaną przedstawione w odpowiednich tabelach.

Tabela 11. Wskaźniki rentowności w latach 2013-2018 dla CCC S.A.

Wskaźniki rentowności						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Wskaźnik marży brutto	50,92%	55,06%	54,87%	52,75%	51,26%	50,14%
Wskaźnik zyskowności operacyjnej	10,19%	12,10%	11,13%	11,72%	9,64%	7,87%
Wskaźnik zyskowności brutto	9,21%	11,20%	10,10%	10,86%	8,13%	5,42%
Wskaźnik zyskowności netto	7,62%	20,92%	11,24%	1,87%	7,21%	1,19%
wskaźnik zyskowności aktywów	11,18%	23,43%	12,52%	2,49%	8,97%	0,83%
wskaźnik zyskowności kapitałów własnych	21,16%	44,15%	23,09%	6,15%	25,88%	4,40%

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźniki rentowności dla spółki CCC S.A. w latach 2013-2018 zostały przedstawione w Tabeli 11. Wskaźniki rentowności w latach 2013-2015 zostały ocenione raczej pozytywnie

ze względu na dodatnie wartości oraz poprawę ich wartości w 2015 r. względem 2013 r.. Wskaźniki rentowności w latach 2016-2018 zostały ocenione raczej negatywnie ze względu na ich tendencje spadkowe oraz bardzo niskie wartości w 2018 r.. Takie interpretacje wskaźników pozwalają stwierdzić pogorszenie wskaźników rentowności w okresie po przejęciu względem okresu przed przejęciem.

Wskaźnik marży brutto w 2016 r. spadł względem 2015 r. ani 2014 r., co oznacza wolniejszy wzrost zysku brutto ze sprzedaży względem wzrostu przychodów ze sprzedaży.

Wskaźnik zyskowności operacyjnej uległ nieznacznej poprawie w 2016 r. względem 2015 r. co oznacza szybszy wzrost zysku operacyjnego niż wzrost przychodów ze sprzedaży. Wzrost wskaźnika zyskowności operacyjnej przy jednoczesnym wzroście wskaźnika marży brutto w 2016 r. świadczy o mniejszym wzroście lub spadku kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu względem kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów.

Wskaźnik zyskowności brutto także uległ nieznacznej poprawie w 2016 r. względem 2015 r., co oznacza zwiększenie zysku brutto w szybszym tempie niż wzrost przychodów ze sprzedaży.

Wskaźnik zyskowności netto uległ znacznemu pogorszeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Wpływ na tak duże pogorszenie wskaźnika miało ujęcie różnicy przejściowej dla znaków towarowych i wartości firmy, która przyczyniła się do obniżenia zysku netto spółki CCC S.A. z 315,5 mln zł do 59,7 mln zł. Chcąc pominąć zdarzenie jednorazowe i biorąc pod uwagę zysk netto w kwocie 315,5 mln wskaźnik zyskowności netto przyjąłby wartość 9,90%. Oznacza to, że wskaźnik i tak uległby pogorszeniu względem 2015 r..

Wskaźnik zyskowności aktywów również uległ dużemu pogorszeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Spadek wskaźnika wynika ze zmniejszenia zysku netto oraz zwiększenia sumy aktywów poprzez przejęcie eobuwie.pl S.A. w 2016 r..

Wskaźnik zyskowności kapitałów własnych w 2016 r. uległ znacznemu pogorszeniu względem 2015 r.. Pogorszenie wynikało ze zmniejszenia zysku netto oraz zwiększenia kapitałów własnych o ponad 100 mln zł, w czym zawierały się udziały niedające kontroli przejęte razem z eobuwie.pl S.A..

Wskaźniki zadłużenia dla spółki CCC S.A. w latach 2013-2018 zostały przedstawione w Tabeli 12. Wskaźniki zadłużenia w latach 2013-2015 zostały ocenione raczej pozytywnie ze względu na niski poziom zadłużenia oraz wysoką zdolność do obsługi długu. Wskaźniki zadłużenia w latach 2016-2018 zostały ocenione raczej negatywnie ze względu na znaczny wzrost zadłużenia oraz spadek zdolności do obsługi długu. Porównując wyniki wskaźników w

2016 r. i 2015 r. można zauważyć poprawę dwóch z nich oraz pogorszenie dwóch z nich ale nie na tyle, by przekraczać przedziały wzorcowe. Oznacza to, że w krótkim okresie można uznać poprawę wskaźników zadłużenia CCC S.A., jednak interpretacje długookresowe wskaźników pozwalają stwierdzić pogorszenie wskaźników zadłużenia w okresie po przejęciu względem okresu przed przejęciem.

Tabela 12. Wskaźniki zadłużenia w latach 2013-2018 dla CCC S.A.

Wskaźniki zadłużenia						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia	29,28%	32,21%	34,69%	33,31%	27,21%	43,42%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	55,39%	60,70%	63,97%	81,92%	78,50%	229,77%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	32,66%	26,98%	29,81%	68,01%	109,37%	208,17%
Wskaźnik pokrycia odsetek	1348,88 %	1292,86 %	1475,29 %	1778,10 %	1357,38 %	598,07%

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźnik ogólnego zadłużenia w 2016 r. nieznacznie spadł względem 2015 r. ze względu na szybszy wzrost sumy aktywów w porównaniu do wzrostu zadłużenia. Zmiana wskaźnika w 2016 r. zasługuje więc na pozytywną ocenę.

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego wzrósł w 2016 r. względem 2015 r.. Zmiana nie wpłynęła jednak na przekroczenie przedziału wzorcowego. Zmiana wskaźnika nie wiąże się też w dużym stopniu z przejęciem spółki eobuwie.pl S.A., ze względu na niską wartość przejętych zobowiązań. Na wielkość wskaźnika wpłynęło jednak pojawienie się w bilansie spółki CCC S.A. pozycji „Zobowiązania z tytułu obowiązku udziałów mniejszościowych” w kwocie około 230 mln w wyniku przejęcia spółki eobuwie.pl S.A..

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego także uległ dużemu wzrostowi w 2016 r. względem 2015 r.. Wzrost wskaźnika również wiąże się z pojawieniem się w bilansie spółki CCC S.A. pozycji „Zobowiązania z tytułu obowiązku udziałów mniejszościowych” w kwocie około 230 mln w wyniku przejęcia spółki eobuwie.pl S.A. wykazywanej w zobowiązaniach długoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek uległ poprawie w 2016 r. względem 2015 r.. Na zmianę wskaźnika miał wpływ znaczne poprawienie się zysku EBIT oraz nieznaczne zwiększenie odsetek.

Wskaźniki sprawności dla spółki CCC S.A. w latach 2013-2018 zostały przedstawione w Tabeli 13. Wskaźniki sprawności w latach 2013-2015 zostały ocenione raczej negatywnie ze względu pogorszenie się prawie wszystkich wskaźników. Wskaźniki sprawności w latach 2016-2018 zostały ocenione raczej negatywnie ze względu dalsze pogorszenie wskaźników, szczególnie w 2018 r.. Takie interpretacje wskaźników pozwalają stwierdzić pogorszenie wskaźników zadłużenia w okresie po przejęciu względem okresu przed przejęciem.

Tabela 13. Wskaźniki sprawności w latach 2013-2018 dla CCC S.A.

Wskaźniki sprawności						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
wskaźnik obrotu zapasów	3,55	2,71	3,39	3,12	2,96	2,62
wskaźnik rotacji należności w dniach	18,44	16,99	21,17	22,76	22,64	37,42
wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach	18,39	14,26	19,59	22,76	22,64	36,62
wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach	74,32	106,29	97,05	88,53	80,40	226,90
wskaźnik obrotu aktywów trwałych	3,82	2,47	2,51	3,1	3,63	1,32
wskaźnik obrotu aktywów ogółem	1,47	1,12	1,11	1,33	1,24	0,7

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźnik obrotu zapasów w 2016 r. uległ nieznacznemu pogorszeniu względem 2015 r.. Pogorszenie wskaźnika wynikało z wzrostu zapasów w szybszym tempie niż przychodów ze sprzedaży. Na pogorszenie wskaźnika miało wpływ m.in. przejęcie zapasów spółki eobuwie.pl S.A. w kwocie ponad 111 mln zł w wyniku przejęcia spółki.

Wskaźnik rotacji należności w dniach także uległ pogorszeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Nieznacznemu pogorszeniu ze względu na większą dynamikę wzrostu należności niż przychodów ze sprzedaży.

Wskaźnik rotacji należności krótkoterminowych w dniach uległ pogorszeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Brak różnicy między wskaźnikiem rotacji należności w dniach a

wskaźnikiem rotacji należności krótkoterminowych w dniach wynika z wyłączenia jedynej pożyczki długoterminowej, która została udzielona spółce eobuwie.pl S.A.. Wyłączenie pozycji z bilansu wynika z przejęcia spółki.

Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach uległ pogorszeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Spadek wskaźnika wiąże się z szybszym tempem wzrostu przychodów ze sprzedaży w porównaniu do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik obrotu aktywów trwałych uległ poprawie w 2016 r. względem 2015 r.. Wzrost należy ocenić tym bardziej pozytywnie, że nie był on spowodowany spadkiem sumy aktywów trwałych, a szybszym tempem wzrostu przychodów ze sprzedaży względem tempa wzrostu aktywów trwałych.

Wskaźnik obrotu aktywów ogółem także uległ poprawie w 2016 r. względem 2015 r.. Tak samo jak w przypadku poprzedniego wskaźnika należy zauważyć, że wzrost wskaźnika był spowodowany szybszym tempem wzrostu przychodów ze sprzedaży w porównaniu do tempa wzrostu aktywów ogółem, co zdecydowanie zasługuje na pozytywną ocenę.

Wskaźniki płynności dla spółki CCC S.A. w latach 2013-2018 zostały przedstawione w Tabeli 14. Wskaźniki płynności w latach 2013-2015 zostały ocenione pozytywnie ze względu na poprawę większości wskaźników w 2015 r.. Wskaźniki płynności w latach 2016-2018 zostały ocenione raczej negatywnie ze względu na tendencję spadkową wskaźników oraz ich bardzo niskie wartości w 2018 r.. Takie interpretacje wskaźników pozwalają stwierdzić pogorszenie wskaźników zadłużenia w okresie po przejęciu względem okresu przed przejęciem.

Tabela 14. Wskaźniki płynności w latach 2013-2018 dla CCC S.A.

Wskaźniki płynności						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Wskaźnik gotówkowej płynności	0,43	0,28	0,56	0,19	0,55	0,11
Wskaźnik wysokiej płynności	0,68	0,41	0,77	0,46	0,86	0,54
Wskaźnik bieżącej płynności	2,06	1,68	1,88	1,79	2,4	1,06
Kapitał obrotowy w tys. zł	354951	396600	538300	604400	1292000	209000
Wskaźnik poziom kapitału obrotowego	31,70%	22,10%	25,98%	25,17%	38,34%	3,10%

Źródło: Opracowanie własne

Wskaźnik gotówkowej płynności uległ stanowczemu pogorszeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Pogorszenie wskaźnika wynikało ze sfinansowania przejęcia spółki eobuwie.pl S.A. gotówką, a przez to obniżenie środków pieniężnych i ich ekwiwalentów o prawie 200 mln zł.

Wskaźnik wysokiej płynności także uległ pogorszeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Pogorszenie wskaźnika wynikało ze wzrostu zobowiązań krótkoterminowych w szybszym tempie niż aktywów obrotowych bez zapasów.

Wskaźnik bieżącej płynności uległ nieznacznemu pogorszeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Zmiana nie była jednak tak duża jak w przypadku wskaźnika wysokiej płynności ze względu na zwiększenie zapasów, m.in. poprzez przejęcie zapasów spółki eobuwie.pl S.A..

Kapitał obrotowy uległ zwiększeniu w 2016 r. względem 2015 r.. Do wzrostu kapitału przyczyniło się nieznaczne zwiększenie zobowiązań krótkoterminowych w porównaniu do zwiększenia aktywów obrotowych, szczególnie ze względu na przejęte zapasy. Pomimo wzrostu kapitału obrotowego wskaźnik poziomu kapitału obrotowego uległ spadkowi. Przyczyną było powiększenie sumy aktywów, szczególnie ze względu na przejęcie wartości niematerialnych i prawnych oraz wartości firmy.

Reasumując, przejęcie spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A. nie wpłynęło pozytywnie na wybrane wskaźniki analizy finansowej, czyli jej kondycję finansową. Tylko nieliczne wskaźniki uległy poprawie w 2016 r. lub 2017 r., reszta wykazywała stałe tendencje spadkowe. W 2018 r.. wszystkie wskaźniki uległy stanowczemu pogorszeniu. Należy jednak pamiętać, że na zmiany wskaźników miały wpływ nie tylko zdarzenia związane z przejęciem spółki eobuwie.pl S.A. ale także związane z wydarzeniami rynkowymi, np. zmiana standardów na MSSF 16 „Leasing”, innymi spółkami zależnymi, np. zaniechanie działalności CCC Germany, nowymi przejęciami Karl Voegelé AG oraz spółki DeeZee sp. z o.o., czy innymi zdarzeniami jednorazowymi.

Zakończenie

Transakcje fuzji i przejęć stanowią jeden ze sposobów rozwoju przedsiębiorstw. Ich celem jest przyniesienie zarówno korzyści finansowych, jak i niefinansowych głównie dla podmiotu przejmującego. W niniejszej pracy licencjackiej postawiono tezę, iż transakcje fuzji i przejęć mają wpływ na kondycję finansową podmiotu przejmującego. Celem pracy była ocena wpływu przejęcia na kondycję finansową podmiotu przejmującego. W celu weryfikacji tezy oraz oceny wpływu przejęcia na kondycję finansową podmiotu przejmującego przeprowadzono badanie na przykładzie przejęcia spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A.. Przez kondycję finansową, w niniejszej pracy, rozumie się wybrane wskaźniki analizy finansowej.

W teoretycznej części pracy przedstawiono wybrane zagadnienia teoretyczne dotyczące fuzji i przejęć, tj. nazewnictwo, podział oraz motywy kierujące jednostkami nabywającymi. Na tej podstawie można było rozpoznać, że przejęcie spółki eobuwie.pl S.A. przez spółkę CCC S.A. było przejęciem poziomym z transferem kontroli dokonany poprzez zakup kontrolnego pakietu akcji. W części teoretycznej pracy zostały także omówione konsekwencje transakcji fuzji i przejęć dla sprawozdań finansowych jednostki przejmującej. W ramach sprawozdania finansowego zostały omówione bilans oraz rachunek zysków i strat w wariantach kalkulacyjnym. Ustalono, że część pozycji ulegnie zwiększeniu, część zmniejszeniu, a niektóre mogą ulec zarówno zmniejszeniu, jak i zwiększeniu. Pojawiły się także pozycje, dla których brakowało informacji na temat ewentualnej zmiany w wyniku dokonanej transakcji fuzji i przejęć. Wynikiem rozważań nad zmianami pozycji bilansowych oraz zawartych w rachunku zysków i strat po dokonanej transakcji fuzji i przejęć, były dwie tabele (Tabela 1 i 2) przedstawiające oczekiwane zmiany w sprawozdaniu finansowym. Na podstawie omówionych zmian w sprawozdaniu finansowym jednostki przejmującej opisano zmiany w wybranych wskaźnikach analizy finansowej, czyli jak transakcje fuzji i przejęć mogą wpłynąć na kondycję finansową podmiotu przejmującego. Wybrane wskaźniki analizy finansowej podzielono na grupy wskaźników rentowności, zadłużenia, aktywności oraz płynności oraz ustalono charakter ewentualnych zmian wskaźników.

Empiryczną część pracy rozpoczyna opis badanej jednostki, czyli spółki CCC S.A., a następnie branży rynku obuwia, w której funkcjonuje badane przedsiębiorstwo. W opisie jednostki oprócz informacji na temat historii przedsiębiorstwa, oferowanych produktów i marek

oraz udziału poszczególnych rynków i regionów w ogólnej sprzedaży, przedstawiono także niefinansowe korzyści przejęcia spółki eobuwie.pl S.A., takie jak: wejście na rynek e-commerce, wprowadzenie innowacyjnej usługi esize.me, rozszerzenie grupy odbiorców. W dalszej części empirycznej przeprowadzono badanie polegające na obliczeniu oraz ocenie wartości oraz zmian wybranych wskaźników analizy finansowej spółki CCC S.A. przed i po przejęciu spółki eobuwie.pl S.A.. Ocenę wskaźników oparto na porównaniu w czasie, a także z wartościami wzorcowymi i planowanymi jeśli były dostępne. Najpierw dokonano oceny wskaźników podmiotu przejmującego osobno dla okresów przed i po przejęciu, a następnie porównano wyniki obu okresów ze szczególnym uwzględnieniem 2015 r. i 2016 r.. Ocena kondycji finansowej podmiotu przed przejęciem nie była obciążona skutkami zdarzeń jednorazowych, jednak ocena bezpośredniego wpływu przejęcia na kondycję finansową CCC S.A. w latach 2016-2018 była znacznie utrudniona ze względu na występowanie, takich zdarzeń jak: zmiana przepisów dotyczących wykazywania leasingu, zaniechanie działalności spółki zależnej, kolejne przejęcia dokonane przez spółkę CCC S.A.. Biorąc pod uwagę wyniki badania, jak i skutki zdarzeń o charakterze jednorazowym, stwierdzono że przejęcie spółki eobuwie.pl S.A. nie przyczyniło się do poprawy kondycji finansowej spółki CCC S.A..

Podsumowując, zarówno rozważania w części teoretycznej, jak i przeprowadzone badanie udowodniły, że transakcje fuzji i przejęć mają wpływ na kondycję finansową podmiotu przejmującego. Ocena tego wpływu jest jednak niejednokrotnie utrudniona, ze względu na występowanie innych zjawisk oraz zdarzeń w otoczeniu podmiotu, wpływających na wybrane wskaźniki. Odnosząc analizowany problem do przyszłości, można stwierdzić że w celu dokładniejszej oceny wpływu przejęcia na kondycję finansową podmiotu przejmującego należy posłużyć się porównaniem wybranych wskaźników w przestrzeni, czyli z jednostkami porównywalnymi.

Bibliografia

Książki i prace zbiorowe:

1. Alvarez F., Fridson M., *Financial statement analysis: a practitioner's guide*, John Wiley & Sons, Inc., Nowy Jork 2002
2. Cieślik R., Postuła M. (red), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa- teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2020
3. Frąckowiak W. Red., *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009
4. Grzenkiewicz N., Kowalczyk J., Kusak A., Podgórski Z., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2007
5. Kalwasińska E., Maciejowska D., *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa. Według polskiego prawa bilansowego*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2016
6. Kowalczyk J., Kusak A., *Decyzje finansowe firmy. Metody analizy*, Wydawnictwo C.H.BECK, Warszawa 2006
7. Majchrzak J., Mendel T., *Metodyka pisania prac magisterskich i dyplomowych. Poradnik pisania prac promocyjnych oraz innych opracowań naukowych wraz z przygotowaniem ich do obrony lub publikacji*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1999
8. Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2017
9. Szczepankowski P., *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000

Artykuły:

1. Gąsior A., *Ocena procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2010, nr 20
2. Gąsior A., *Motywy i bariery procesów fuzji i przejęć w polskiej gospodarce rynkowej*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 7
3. Gupta A. K., *Economic aspects of mergers and acquisitions*, „The International Journal of Business & Management” 2015, nr 10
4. Kozłowska-Makós D., *Efekt synergii w procesie łączenia się kapitału (wybrane problemy)*, *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość* 3, 2015, nr 2
5. Maćkowiak E., *Fuzje i przejęcia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2012, nr 56

6. Moskowicz A., *Mergers and Acquisitions: A complete and Updated Overview*, „The International Journal of Business & Management” 2018, nr 9
7. Perepeczko A., *Ocena efektów finansowych łączenia spółek*, „Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2010, nr 20
8. Puzio E., *Uwarunkowania fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, Współczesne Problemy Ekonomiczne, 2018, nr 2

Akty prawne:

1. Ustawa z dnia 29 września 1994r. o rachunkowości (Dz. U. z 2019r. poz. 351)

Materiały internetowe:

1. *Branża obuwnicza wzrost znaczenia polskich producentów na świecie*, https://wspieramyeksport.pl/api/public/files/1368/PKO_OBUWNICZA_FINAL.pdf, dostęp z dnia 15.11.2020
2. CCC w liczbach, <https://corporate.ccc.eu/ccc-w-liczbach>, dostęp z dnia 10.03.2021
3. *Footwear industry in Europe- Statistics and Facts*, <https://www.statista.com/topics/3835/footwear-industry-in-europe/>, dostęp z dnia 24.03.2021
4. *Historia CCC*, <https://corporate.ccc.eu/historia-ccc>, dostęp z dnia 10.03.2021
5. *Key Facts and Figures*, <http://cec-footwearindustry.eu/sector/key-facts-and-figures/>, dostęp z dnia 24.03.2021
6. *Profil działalności*, <https://corporate.ccc.eu/profil-dzialalnosci>, dostęp z dnia 10.03.2021
7. *Raport niefinansowy Grupy CCC za rok 2019*, <https://corporate.ccc.eu/download/pobierz-zalacznik/raport-niefinansowy-grupy-ccc-1>, dostęp z dnia 14.03.2021
8. *Rynek obuwia*, <https://analizarynku.eu/rynek-obuwia>, dostęp z dnia 16.11.2020
9. *Wpływ światowej pandemii koronawirusa na branżę obuwniczą*, https://wspieramyeksport.pl/api/public/files/1953/Obuwie_lipiec_2020.pdf, dostęp z dnia 23.03.2021 r.

Zestawienie spisów

Tabela 1. Zmiany w bilansie nabywcy na skutek fuzji lub przejęcia.....	21
Tabela 2. Zmiany w rachunku zysków i strat nabywcy na skutek fuzji lub przejęcia	24
Tabela 3. Wybrane wskaźniki rentowności CCC S.A. w latach 2013-2015.....	44
Tabela 4. Wybrane wskaźniki zadłużenia CCC S.A. w latach 2013-2015	46
Tabela 5. Wybrane wskaźniki sprawności CCC S.A. w latach 2013-2015	48
Tabela 6. Wybrane wskaźniki płynności CCC S.A. w latach 2013-2015.....	49
Tabela 7. Wybrane wskaźniki CCC S.A. w latach 2016-2018 wraz z odchyleniami.....	51
Tabela 8. Wybrane wskaźniki zadłużenia CCC S.A. w latach 2016-2018	53
Tabela 9. Wybrane wskaźniki sprawności CCC S.A. w latach 2016-2018	55
Tabela 10. Wybrane wskaźniki płynności CCC S.A. w latach 2016-2018.....	56
Tabela 11. Wskaźniki rentowności w latach 2013-2018 dla CCC S.A.....	58
Tabela 12. Wskaźniki zadłużenia w latach 2013-2018 dla CCC S.A.	60
Tabela 13. Wskaźniki sprawności w latach 2013-2018 dla CCC S.A.	61
Tabela 14. Wskaźniki płynności w latach 2013-2018 dla CCC S.A.....	62
Wykres 1. Udział przychodów z poszczególnych regionów w przychodach ze sprzedaży	38
Wykres 2. Udział poszczególnych rodzajów sprzedaży w przychodach ze sprzedaży	39
Wykres 3. Udział segmentów obuwia w rynku obuwia w Polsce	42