

# Kondycja finansowa kluczowych przedsiębiorstw sektora mleczarskiego Podlasia w latach 2015-2021.

## Analiza porównawcza – Część II

**Maciej S. Wiatr**

Wschodnioeuropejska Akademia Nauk Stosowanych w Białymstoku

e-mail: maciej.wiatr@wsfiz.edu.pl; mwiatr@sgh.waw.pl

**Jolanta Łuczaj**

Wschodnioeuropejska Akademia Nauk Stosowanych w Białymstoku

e-mail: jolanta.luczaj@wsfiz.edu.pl

DOI: 10.24427/az-2023-0001

### **Streszczenie**

Opracowanie stanowi drugą część wcześniej podjętych badań nad kondycją finansową trzech najważniejszych korporacji działających w sektorze mleczarskim a wywodzących się z Podlasia. Chodziło o uzyskanie wiedzy i ocenę pozycji tych firm w sektorze gospodarczym o kodzie PKD 10.51. (przetwórstwo mleka i wyrób serów). Badania dotyczyły okresu lat 2015-2019 a ich rezultaty opublikowano w 2022 r. w monografii pt. „Przedsiębiorstwa w procesie zmian”, red. nauk. J. Paszkowski, wyd. Politechniki Białostockiej. Wybuch ogólnosiwiatowego kryzysu pandemicznego wywołał wiele dotychczas nienotowanych perturbacji w gospodarce. Ich wpływ oraz znaczenie dla sytuacji finansowej wspomnianych podmiotów gospodarczych w okresie lat 2020-2021, zwłaszcza na tle poprzednich „normalnych” uwarunkowań, wydaje się interesującym polem badań oraz porównań tych dwóch bardzo różnych perspektyw czasowych. Badania porównawcze zostały oparte nie tylko o analizę trendów danych statystycznych, ale przede wszystkim na przyjęciu jako benchmarków: właściwego dla tych firm sektora gospodarczego oraz segmentu wg skali działalności, rozkładu decylowego wskaźników finansowych, poziomów średniej arytmetycznej oraz mediany. Możliwość tak rozszerzonej analizy stwarzała baza danych statystycznych profesjonalnej firmy PONT – Info Gospodarka. W rezultacie wskazano na konsekwencje zmiany warunków gospodarowania w ostatnim okresie oraz ustalono ich skalę oddziaływania w obszarach rentowności oraz wypłacalności w krótkim i długim okresie. Wydaje się, iż ten aplikacyjny aspekt opracowania może mieć także walor naukowo-poznawczy w teorii zarządzania finansami przedsiębiorstwa.

## Słowa kluczowe

analiza wskaźnikowa, benchmark, sektor mleczarski

## Wstęp

Artykuł jest kontynuacją publikacji zamieszczonej w monografii pod red. J. Paszkowskiego („Przedsiębiorstwa w procesie zmian”, Wyd. Politechniki Białostockiej, Białystok 2022). O ile wcześniejsze badania dotyczyły okresu sprzed pandemii Covid-19, to w tym opracowaniu dokonano próby porównań sytuacji także z lat następnymi 2020-2021. Chodzi o ustalenie trendów rozwojowych i stanu kondycji finansowej trzech największych graczy na rynku mleczarskim, wywodzących się z Podlasia: Mlekovity, MlekoPolu i Piątnicy. Aby nie przytaczać powtórnie poczynionych i opublikowanych wcześniej szczegółowych założeń wyjściowych do przeprowadzonych badań, dociekliwych czytelników odsyłamy do wspomnianej pozycji. W celu ułatwienia lektury opracowania i jego przejrzystości dokonano jednak skrótowego zarysu metodyki i obszaru badań.

Dla oceny sytuacji finansowej wybranych trzech przedsiębiorstw sektora mlecznego Podlasia wykorzystano następujące cztery zbiory wskaźników finansowych: rentowności (1), płynności finansowej (2), sprawności zarządzania (rotacji 3) oraz zadłużenia i stopnia pokrycia (4). Tłem porównań w interpretacji wartościującej i analizie finansowej były wyniki adekwatnego do profilu działalności tych firm sektora gospodarczego o kodzie PKD 10.51. Nie korzystamy tu jednak z najczęściej przyjmowanego podejścia w takich porównaniach, tj. do średnich poziomów wskaźników. W razie bardzo często spotykanego nienormalnego (niesymetrycznego) rozkładu danych statystycznych średnia arytmetyczna jako punkt odniesienia jest myląca. Lepszą płaszczyzną porównań są bardziej szczegółowe badania w rozkładzie decylowym. W opracowaniu podstawą do oceny danych ilościowych jest baza informacyjna firmy PONT – Info Gospodarka. Stanowi ona zbiór danych statystycznych z GUS, odpowiednio przetworzonych i opisujących stan i rozwój sytuacji ekonomiczno – finansowej w gospodarce w różnych przekrojach (por. Sektor Średnich i Dużych Przedsiębiorstw – [www.pontinfo.com.pl](http://www.pontinfo.com.pl)). Dla celów opracowania przyjęto następujące przekroje porównawcze: zakres czasowy (lata 2015-2021), wszystkie formy własności – jednostki łącznie, rozmiary działalności – wg rocznych obrotów (powyżej 140 mln zł), poziom wskaźnika finansowego (średnia arytmetyczna, mediana, decyle) oraz jego zróżnicowanie (rozkład statystyczny).

W konsekwencji do badań przyjęto, co prawda klasyczny arsenał narzędziowy – analizę wskaźnikową, ale bez odwoływania się do stricte teoretycznych standardów odniesienia (tzw. normatywnych wielkości). Zastosowano właściwszy benchmark (bazę porównawczą), jaką jest adekwatny sektor gospodarki, tj. sektor PKD 10.51. (przetwórstwo mleka i wyrób serów). Badane grupy wskaźników finansowych odniesiono do statystycznych danych według: średniej arytmetycznej, mediany oraz poszczególnych decyli. W ten sposób uzyskano informacje co do stanu i zmian klasyfikacji (rangowania) firm w każdej z grup wskaźników. Chodziło o pozyskanie wartościowej wiedzy, co do przewag i słabości badanych firm w sferze ich gospodarki, nie tylko finansowej.

Jak już podkreślano, oceny opierają się m.in. na przekrojach decylowych - podzielonych w 10 procentowe grupy (decyle) jednostek występujących w sektorze. Porównania te, zwłaszcza w odniesieniu do 5 decyla - mediany, pozwalają na czytelniejsze i poprawniejsze wartościowanie poszczególnych wskaźników. Chodzi bowiem o dokładne umiejscowienie przedsiębiorstwa w całym zbiorze uszeregowanym według rosnącej wielkości konkretnego wskaźnika charakteryzującego adekwatny sektor gospodarczy.

## **1. Zakres badań**

Podlasie jako region geograficzny, a zarazem ważny obszar gospodarki kraju jest od dawna potentatem w sferze produkcji i przerobu mleka. Dwaj najwięksi gracze – Mlekovita i Mlekpól osiągały ostatnio (2021 r.) obroty roczne odpowiednio: ponad 1,4 mld. Euro (Mlekovita) i 1,1 mld. Euro (Mlekpól), zaś trzeci – Piątница ok. 0,4 mld. Euro. Wstępne dane dotyczące 2022 roku wskazują na dalsze wzrosty skali obrotów o ok. 10-15%.

Mlekovita to największa grupa mleczarska w Polsce oraz największy eksporter przetworów przemysłu mleczarskiego. Posiada 13 zakładów produkcyjnych i 23 własne centra dystrybucyjne. Wytwarza ponad 400 markowych produktów, w tym: mleko, sery twarde dojrzewające, sery miękkie solankowe, masło i mleko smakowe.

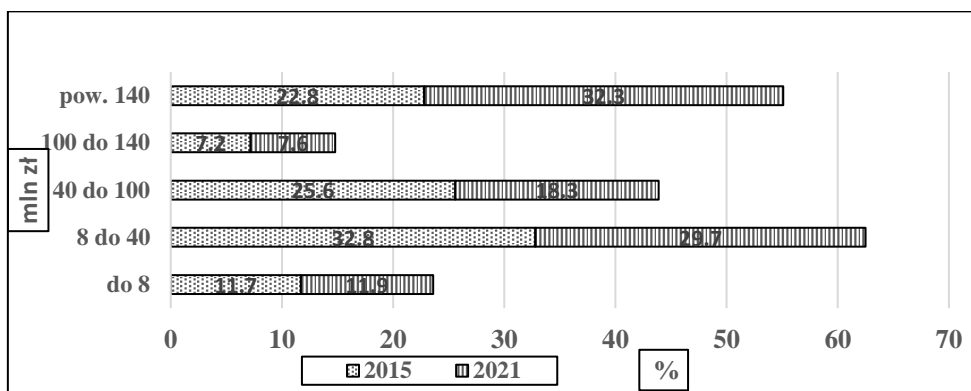
Mlekpól to spółdzielnia, w której skład wchodzi 9 zakładów produkcyjnych. Jest liderem w produkcji mleka UHT, producentem serów żółtych, topionych, homogenizowanych oraz mleka w proszku.

Piątница posiada 2 zakłady, produkując: serki wiejskie i twarożki, mleko, śmietanę, masło, serki do smarowania, jogurty i jogurty pitne, koktajle odżywcze, twarogi i mascarpone.

Po wejściu Polski w struktury Unii Europejskiej i dynamicznych trendach rozwojowych, następują naturalne przesunięcia wśród podstawowych producentów

sektora. Badanie potencjału oraz ocena perspektyw rozwoju firm tego sektora wywodzących się z Podlasia jest głównym celem opracowania, przy czym ta część naszych analiz została rozszerzona o ocenę specyficznego okresu pandemii COVID-19, tzn. lat 2020 i 2021. Ciekawe mogą być zwłaszcza obserwacje z okresu kryzysu, niemającego przecież bezpośredniego związku ze zwykłymi perturbacjami koniunkturalnymi w gospodarce.

Jak już zaznaczano, ocena wskaźnikowa konkretnego przedsiębiorstwa opiera się na porównaniach bezwzględnych wielkości jego wskaźników oraz statystycznych pozycji decylowych w sektorze gospodarczym w tych samych przedziałach. Statystyczny materiał porównawczy stanowi sektor PKD 10.51. (przetwórstwo mleka i wyrób serów), ale zasadniczo duże firmy (41 jednostek w 2015 r. i 51 w 2021 r.) o wartościach obrotów rocznych powyżej 140 mln zł. Dane o badanych podmiotach na tle ogółu funkcjonujących podmiotów zamieszczono na rysunku 1.



**Rys. 1.** Liczebność (w %) grup przedsiębiorstw sektora mleczarskiego wg rozmiarów rocznych obrotów (mln zł) w 2015 i 2021 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PONT-Info Gospodarka.

W strukturze ilościowej (mierząc udziałem poszczególnych grup jednostek sektora uporządkowanych wg skali rocznych obrotów) w badanym okresie zaszły następujące zmiany:

Po pierwsze, spadła ogólna liczba działających przedsiębiorstw sektora, na skutek głównie procesów fuzji i przejęć mniejszych podmiotów przez większe, bardziej dynamiczne - ze 180 jednostek w 2015 roku do 158 w ostatnim z badanych lat, tj. o ok. 12%.

Po drugie, udział najmniejszych z badanych jednostek o skali rocznych obrotów do 8 mln zł (ok. 20 przedsiębiorstw) w analizowanym okresie nie przekraczał 12% całej

populacji, zaś udział dużych podmiotów (obroty powyżej 100 mln zł) wzrósł o 10 p.p. – z ok. 30% w 2015 r. do prawie 40% w 2021 r.

Po trzecie, liczba największych firm sektora 10.51. (obroty powyżej 140 mln zł) zwiększyła się o 25% – jest to nasz główny punkt odniesienia i porównań statystycznych dla trzech wymienionych podmiotów gospodarczych z Podlasia.

Po czwarte, w wyrażeniu wartościowym opisany trend wzrostu znaczenia największych jednostek w generowaniu przychodów sektora jest jeszcze wyraźniejszy, o czym przekonują dane statystyczne (trendy wzrostowe przychodów ze sprzedaży) z trzech największych firm, których siedziby zlokalizowano na Podlasiu. Świadczy to o stopniowej koncentracji działalności jednostek sektora.

Jednocześnie, bazując jedynie na informacjach dotyczących skali nierentowności (o ujemnym wyniku finansowym netto) wśród badanych jednostek, można zauważyć pewne zmiany. O ile w 2015 r. udział nierentownych jednostek w całej populacji, bez rozróżnienia ich wielkości według skali obrotów, wynosił ok 1/3, zaś w grupie największych potentatów sektora (obroty powyżej 140 mln zł) ok. 1/5, to w końcowym roku badanego okresu miała miejsce istotna redukcja tych relacji. W całej zbiorowości (158 jednostek) nierentownych jednostek było ok. 20%, a zaś wśród największych (51 firm) jedynie 6% wykazywało stratę netto. Widoczny jest wyraźny trend do względnej poprawy działalności w zakresie generowania czystej nadwyżki finansowej – wyniku finansowego netto. Dotyczy to zwłaszcza dużych podmiotów branży, słabsze rezultaty czy też problemy mają w tym względzie jednostki mniejsze (poniżej 100 mln zł rocznych przychodów).

## 2. Porównawcza ocena wskaźnikowa

### 2.1. Ocena rentowności

Przedmiotem badań są wskaźniki rentowności [Skibilski, 2013]:

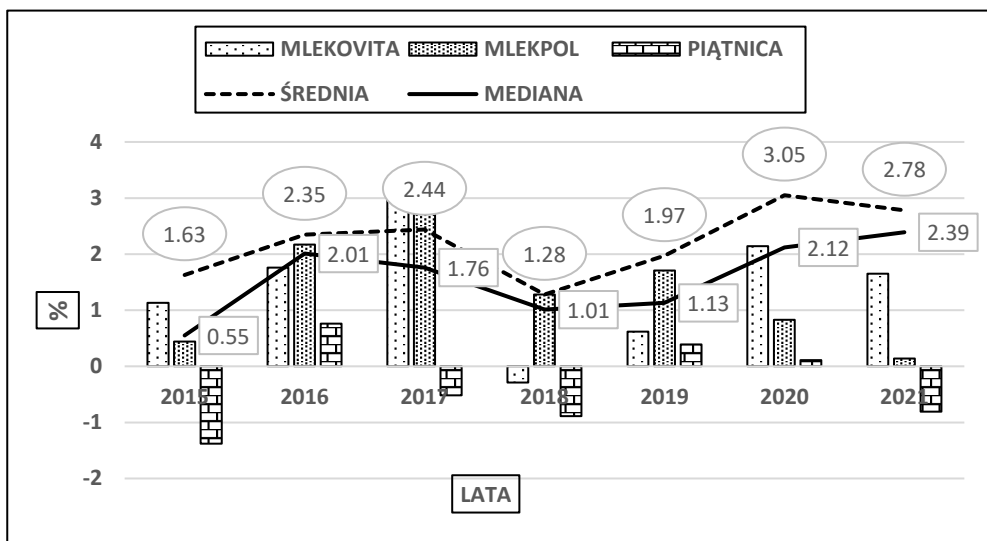
- a) Sprzedaży (ROS – Return on Sales =  
= wynik finansowy z działalności operacyjnej: sprzedaż netto),
- b) Aktywów (ROA – Return on Assets = wynik finansowy netto: aktywa),
- c) Kapitału (ROE – Return on Equity = wynik finansowy netto: kapitał własny).

Chodzi o określenie rentowności na podstawowej działalności firmy na tle stóp zwrotu z całego majątku oraz zwrotu dla właścicieli. Przedstawiono je w tabeli 1 oraz na rysunkach 2-4.

**Tab. 1.** Wskaźniki rentowności SM Mlekpol, SM Mlekovita, SM Piątnica w latach 2015-2021 (w %)

Lata	Wskaźnik rentowności sprzedaży ROS			Wskaźnik rentowności aktywów ROA			Wskaźnik rentowności kapitałów ROE		
	Mlekovita	Mlekpól	Piątnica	Mlekovita	Mlekpól	Piątnica	Mlekovita	Mlekpól	Piątnica
2015	1,13	4,48	-1,38	4,48	0,88	1,31	7,14	1,28	2,00
2016	1,76	4,90	0,76	4,90	1,66	0,95	8,42	2,44	1,39
2017	3,03	5,70	-0,52	5,70	2,29	1,91	10,63	3,55	2,81
2018	-0,29	0,75	-0,89	0,75	1,14	0,83	1,39	1,72	1,26
2019	0,62	2,32	0,39	2,32	0,45	2,30	4,37	0,69	3,38
2020	2,14	4,93	0,11	4,93	1,30	1,93	8,78	2,45	2,87
2021	1,65	4,53	-0,81	4,53	1,55	0,95	8,15	2,91	1,43

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm.

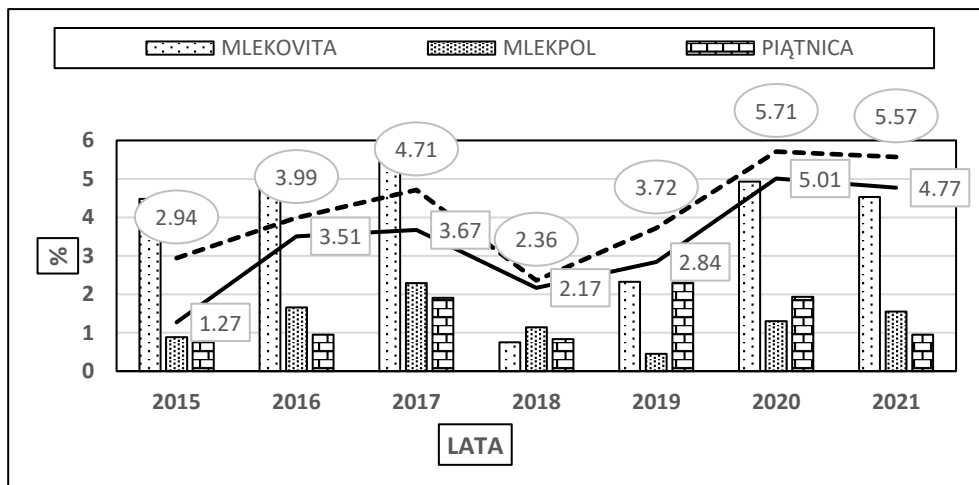


Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

W latach przed pandemią liderem w zakresie zwrotu z działalności operacyjnej (ROS) był Mlekpól – osiągał zwykle poziom powyżej mediany, należąc do grupy ok. 40% najlepszych przedsiębiorstw, zaś Mlekovita notowała podobne wyniki tylko dwukrotnie (w 2015 i 2017 r.). Od tych trendów odbiegała Piątnica (poniosła straty operacyjne w trzech latach) zaliczając się do najsłabszej ok. 10-20% grupy badanych

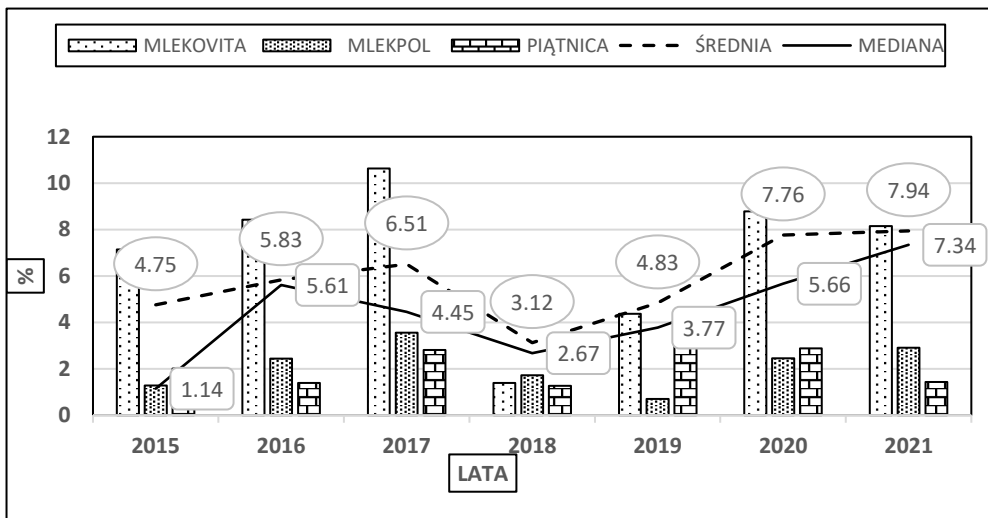
przedsiębiorstw. O ile w okresie przed pandemią miał miejsce generalnie trend pogorszenia rentowności sprzedaży w sektorze – w obrębie największych firm spadek mediany z 2,01% w 2016 r. do 1,13% w 2019 r. – to w ostatnich z badanych lat rentowność sprzedaży na poziomie mediany poprawiła się znacząco (prawie o połowę – przeciętnie o 1 grosz – do 2,12 gr z 1. zł sprzedaży w 2020 r. i 2,39 gr w 2021 r.). W krytycznym okresie lat pandemii zwrot na sprzedaży pogorszył się w Mlekpole i Piątncy (strata w 2021 r.), zaś poprawił w Mlekovicie, dając jej miejsce wśród ok 40% najlepszych firm sektora. Dwie pierwsze jednostki zaliczały się do najsłabszych w branży (zakres 1. decyla, tj. pięć firm o najniższym ROS). Można sądzić, iż częściowy wpływ na te niekorzystne trendy, poza samym kryzysem pandemicznym, miał odmienny model prowadzenia biznesu w badanych jednostkach. Mlekpól i Piątncica są rzeczywiście spółdzielniami, gdzie interes właścicieli / spółdzielców spleta się z oczekiwaniami dostawców surowca do produkcji; są to w większości te same osoby. Wywierają one presję na sukcesywny wzrost ceny skupu mleka, mniej zabiegając o wygospodarowanie i podział czystej nadwyżki finansowej. Tego typu nastawienie nie ma raczej miejsca w biznesie Mlekovity.

Obserwacje te potwierdzają wskaźniki rentowności aktywów (ROA) i kapitału (ROE). Lata 2020-2021 to istotna poprawa w sytuacji branży i jej największych jednostek: wzrost mediany i średniej ROA po ok. 2 grosze, zaś w zakresie ROE aż 3 grosze. Ten korzystny trend w sektorze miał różne przełożenie na wyniki badanej trójki jednostek. Najlepiej pozycjonowała się Mlekovita; w zakresie ROA osiągała przedział mediany, nieco poniżej średniej, zaś zwrot z kapitału (ROE) mieścił ją w kręgu 40% najefektywniejszych korporacji. Mimo pewnej poprawy tych wskaźników, zarówno Mlekpól, jak i Piątncica nie awansowały w tym rankingu – zwrot dla właścicieli nie przekraczał u nich 3. groszy, podczas gdy w Piątncy był trzykrotnie wyższy – sięgał 8,8 grosza w 2020 r i 8,2 grosza w 2021 r.



Rys. 3. Wskaźniki rentowności ROA (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.



Rys. 4. Wskaźniki rentowności ROE (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.



Najefektywniejsze i największe pod względem osiąganych obrotów 4-5 firm tego sektora (liczebność ok 10% ogółu) wygospodarowywały natomiast dla swoich właścicieli zyski netto w granicach 11 groszy (2015 r.) do 25 groszy (2021 r.).

Obserwując branżowe tło analizowanych przedsiębiorstw, wyraźnie zaznacza się identyczny trend wszystkich wskaźników rentowności, mimo przyjęcia w formule ROS odmiennej postaci nadwyżki finansowej (wynik finansowy na sprzedaży). Rentowność w trzech ujęciach rośnie w pierwszym okresie, spada w 2018 roku, by przybrać kierunek wzrostowy w końcowych latach, włączając okres pandemii. Nie widać w tym destrukcyjny wpływ na sektor mleczarski.

## 2.2. Ocena płynności finansowej

Badając zdolność do regulowania bieżących zobowiązań zastosowano dwa klasyczne wskaźniki [Gabrusewicz, 2014]:

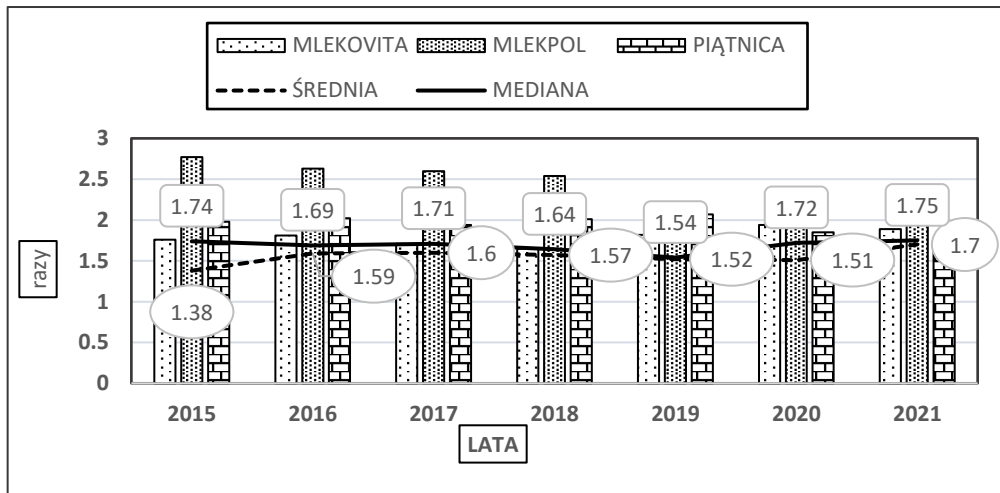
- a) Płynności bieżącej CR – Current Ratio = aktywa bieżące: pasywa bieżące,
- b) Płynności szybkiej QR – Quick Ratio = (aktywa bieżące – zapasy): pasywa bieżące

Wyniki obliczeń przedstawiono w tabeli 2 oraz na rysunkach 5-6.

**Tab. 2.** Wskaźniki płynności SM Mlekpól, SM Mlekovita, SM Piątnica w latach 2015-2021 (w razach)

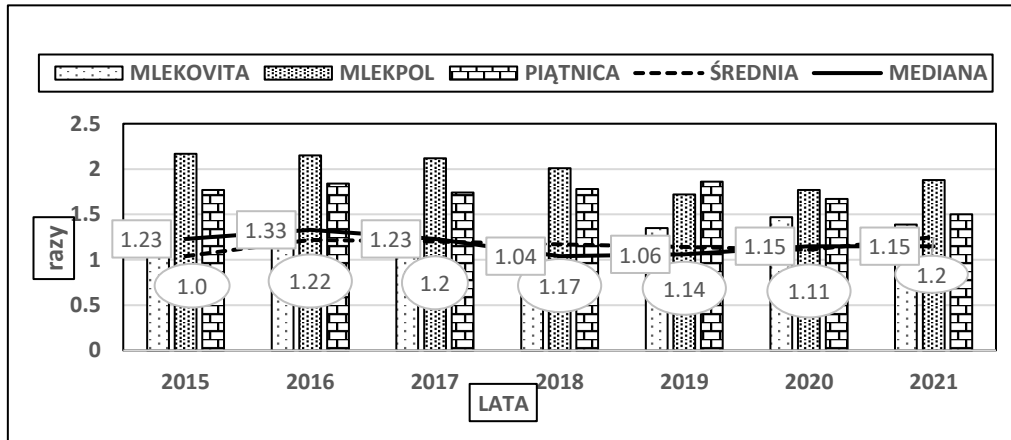
Lata	Wskaźnik płynności bieżącej			Wskaźnik płynności szybkiej		
	Mlekovita	Mlekpól	Piątnica	Mlekovita	Mlekpól	Piątnica
2015	1,76	2,77	1,98	1,32	2,17	1,77
2016	1,81	2,63	2,02	1,38	2,15	1,84
2017	1,70	2,60	1,94	1,27	2,12	1,74
2018	1,65	2,54	2,01	1,22	2,00	1,78
2019	1,82	2,18	2,07	1,35	1,72	1,86
2020	1,94	2,31	1,85	1,47	1,77	1,67
2021	1,89	2,32	1,73	1,39	1,88	1,50

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm.



Rys. 5. Wskaźniki płynności finansowej (w razach)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.



Rys. 6. Wskaźniki płynności finansowej QR (w razach)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

Sytuacja płynnościowa badanych firm w obu okresach, do 2019 roku i w okresie pandemii, nie budzi żadnych obaw. Ich wskaźniki mieszczą się powyżej mediany i wartości przeciętnych dla dużych jednostek sektora PKD 10.51. Najbardziej ustabilizowaną sytuację pod tym względem miała zarówno okresu przed pandemią, jak i w jej trakcie Mlekovita – wskaźniki CR i QR każdorazowo lokowały firmę w 6. lub w 7. decylu. Bardzo podobne oceny dotyczą Piątnicy (7 – 8 decyl). Najwyższe poziomy płynności finansowej zarówno bieżącej, jak i szybkiej osiągał Mlekpól (zakres 8. lub 9. decyla). Zachodzi tu jednak obawa czy nie jest to symptom pewnej nadpłynności (wskaźniki QR do 2018 r. kształtowały powyżej 2,0 raza, podczas gdy wartości średniej i mediany w sektorze dużych firm oscylowały nieco powyżej poziomu 1,0). W okresie lat 2020-2021 w Mlekpolu nastąpiła mało znacząca poprawa, nie mniej utrwała się różnica między trendami i poziomami obu wskaźników w dwóch największych przedsiębiorstwach (Mlekpól i Mlekovita) a trzecią z badanych jednostek – Piątnicą. W tych największych firmach wartość zapasów pokrywała przeciętnie ok. 1/3 zobowiązań krótkoterminowych, zaś w jednostce najmniejszej zaledwie kilkanaście procent. Najprawdopodobniej jest to wynik nieco odmiennego profilu produkcji badanych przedsiębiorstw oraz polityki zarządzania kapitałem obrotowym netto. Ten aspekt sytuacji można zweryfikować podczas analizy wskaźników sprawności (rotacji) zarządzania aktywami i pasywami bieżącymi. Bardzo charakterystyczne dla największych graczy sektora mleczarskiego są ponadto praktycznie niewidoczne różnice w zakresie wysokości i trendów zmian obu wskaźników płynności odnoszących się do poziomu przeciętnego i mediany. Jest to przeciwieństwo analogicznych statystyk poziomów rentowności, gdzie zróżnicowanie jest bardziej widoczne.

### 2.3. Ocena sprawności zarządzania

W celu pogłębienia analizy płynności finansowej w tej części wyodrębnimy z aktywów i pasywów bieżących ich najważniejsze części i dokonamy porównań w otoczeniu branżowym. W obrębie aktywów obrotowych chodzi o ich materialną postać – zapasy i niematerialną formę – należności z tytułu sprzedaży, zaś w zakresie pasywów bieżących zanalizujemy najważniejszą część – zobowiązania z tytułu dostaw. Użyto tu wskaźników rotacji liczonych w dniach, mających teoretycznie cechy destymulant. Im są niższe czy też maleją, tym lepsza ocena sytuacji i stąd pożądane jest by ich poziomy kierunkowo były redukowane. Wskaźniki, zwykle wykorzystywane pomocniczo przez banki podczas oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstw, mają następujące formuły [Jerzemska 2018]:

- a) Wskaźnik rotacji należności od odbiorców (WRNd w dniach) =

- (przeciętny poziom należności z tytułu dostaw i usług · 360): sprzedaż netto
- b) Wskaźnik obrotu zapasami (WOZd w dniach) =  
(przeciętny poziom zapasów · 360): sprzedaż netto
- c) Wskaźnik okresu regulacji zobowiązań wobec dostawców (WORZd w dniach) = (przeciętny poziom zobowiązań z tytułu dostaw i usług · 360): sprzedaż netto

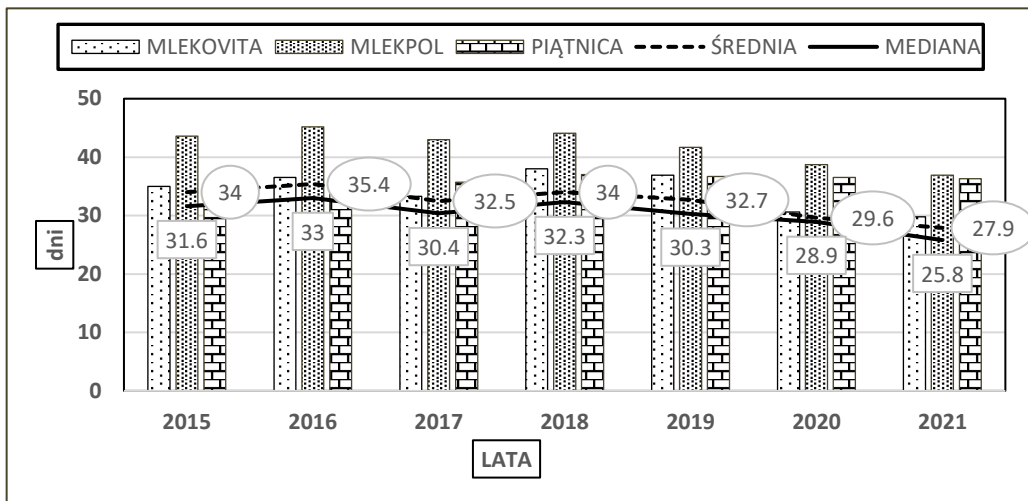
Wyniki obliczeń przedstawiono w tabeli 3 oraz na rysunkach 7-9.

**Tab. 3.** Wskaźniki sprawności działania SM Mlekoop, SM Mlekovita, SM Piąt-nica w latach 2015-2021

Lata	Wskaźnik rotacji należności (w dniach) WRNd			Wskaźnik obrotu zapasami (w dniach) WOZd			Wskaźnik okresu regulacji zobowiązań (w dniach) WORZd		
	Mleko-vita	Mlekoop	Piąt-nica	Mleko-vita	Mlekoop	Piąt-nica	Mleko-vita	Mlekoop	Piąt-nica
2015	35,0	43,6	34,9	17,2	20,6	8,0	30,1	35,7	29,2
2016	36,5	45,2	35,5	17,6	21,0	7,3	33,5	34,8	28,1
2017	33,3	43,0	35,7	17,8	18,6	7,0	33,4	33,6	27,1
2018	38,0	44,1	37,0	19,7	21,6	8,8	36,1	36,7	29,4
2019	36,9	41,7	36,7	19,3	21,0	9,2	33,5	35,0	29,7
2020	30,6	38,7	36,5	18,7	22,0	8,1	31,3	34,4	28,6
2021	29,8	36,9	36,3	18,6	20,8	9,0	30,3	33,0	30,3

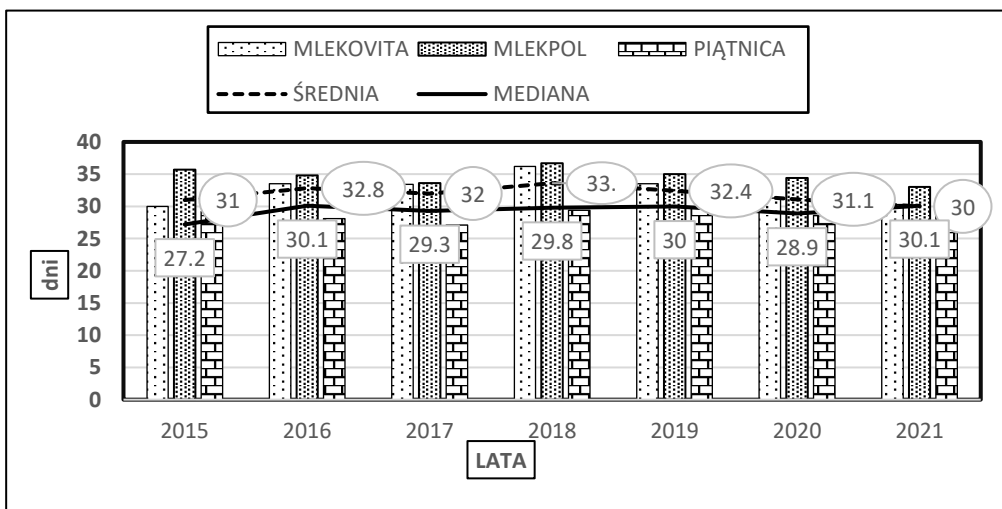
Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm.

Porównanie wskaźników rotacji należności od odbiorców ze wskaźnikami rotacji zobowiązań wobec dostawców daje podstawy do oceny polityki kredytu kupieckiego prowadzonej w badanych firmach wobec tych właśnie kontrahentów. Zasadniczo trzy oceniane tu przedsiębiorstwa przez cały badany okres bardziej kredytowały swoich odbiorców, aniżeli korzystały z kredytów u swych dostawców (hodowców bydła mlecznego). Wskaźniki rotacji należności były nieco dłuższe (średnio o 2-3 dni) niż regulowania zobowiązań, choć z drugiej strony nie były najkrótsze – w trzech podlaskich firmach mieściły się stale powyżej mediany, tj. nieco powyżej miesiąca.



Rys. 7. Wskaźniki rotacji należności WRNd (w dniach)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

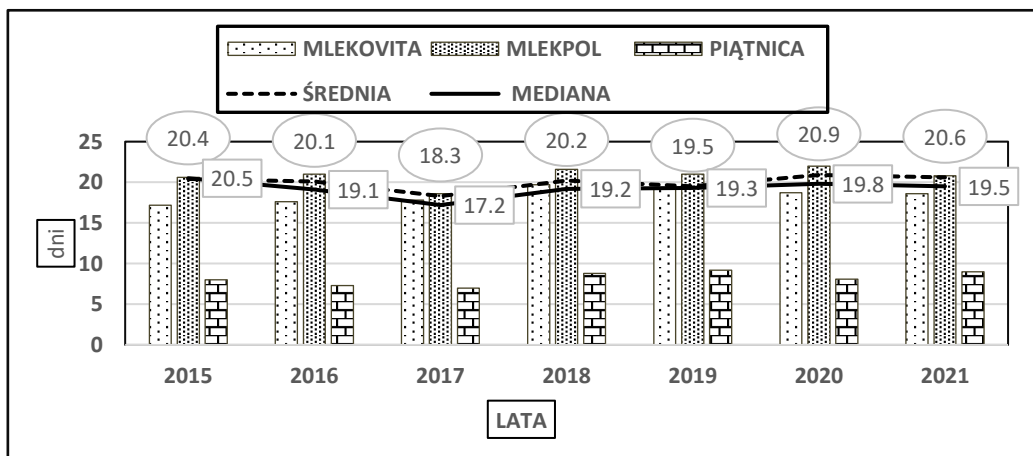


Rys. 8. Wskaźniki rotacji zobowiązań WORZd (w dniach)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

Można przypuszczać, iż był to skutek siły przetargowej odbiorców produkcji, tj. sieci handlowych wymuszających na dostawcach produktów mleczarskich wydłużenie cyklu rozliczeń. Z danych statystycznych wynika, że wskaźniki ściągania należności każdorazowo są dłuższe nie tylko od średnich w tej części branży, ale także wartości średnich pozycyjnych (mediany). SM Mlekoop aż do 2020 r. zaliczał się przy tym do grupy 10-15% (8 lub 9 decyl) przedsiębiorstw o najdłuższych (ponad 40 dni) cyklach rozliczeń ze swymi odbiorcami handlowymi; Mlekovita miała je np. o ok. tydzień krótsze, choć również każdorazowo powyżej mediany. Ich wskaźniki regulowania zobowiązań były bardzo stabilne, odchylenia w całym badanym okresie między skrajnymi poziomami nie przekraczały 2-3 dni, tj. 10%. Piątka w tym względzie lokowała się natomiast początkowo poniżej mediany i średniej dla sektora (4 i 5 decyl), lecz w 2021 r. wydłużyła cykl regulowania zobowiązań do ponad 30 dni, co mogłoby wskazywać na jej nieznaczne osłabienie dyscypliny płatniczej.

Reasumując tę część badań – widać korelację i stabilność trendów co do długości obu typów kredytów handlowych w porównaniu do poziomów przeciętnych i decyla piątego (mediany). Konstatacje i oceny dotyczące polityki gospodarowania zapasami są natomiast bardziej podmiotowo zróżnicowane, choć i tu nie widać zasadniczych odchylen, oceniając wyniki z okresu przed i podczas pandemii.



Rys. 9. Wskaźniki rotacji zapasów WOZd (w dniach)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

Zarówno Mlekoop, jak i Mlekovita utrzymywały zapasy w granicach 18-21 dni, tj. na poziomie niewiele odbiegającym od średniej i mediany. Nie widać więc nadmiernego zamrażania kapitału w zapasach, zaś w Piątnicy bardzo krótki cykl obrotu zapasami (rocznie od 7. do 9. dni) sprawia, że należy ona stale do 4 - 5 przedsiębiorców (10% całej grupy) najlepszych w gospodarce zapasami. Można jednak sądzić, że oprócz owej sprawności rozstrzygającym czynnikiem dla Piątnicy jest dominujący profil produktu (przetwory krótko dojrzewające).

## 2.4. Ocena poziomu zadłużenia i stopnia pokrycia

Ostatni typ wskaźników służy do oceny długookresowej stabilności finansowej przedsiębiorstwa. Interesują się nimi m.in. zewnętrzni interesariusze, zaś banki wykorzystują je najczęściej dla ustalenia perspektyw zdolności kredytowej (ratingu) jednostki. W tym zakresie odpowiednio do bankowej optyki, zastosujemy cztery wskaźniki [Korol, 2013]:

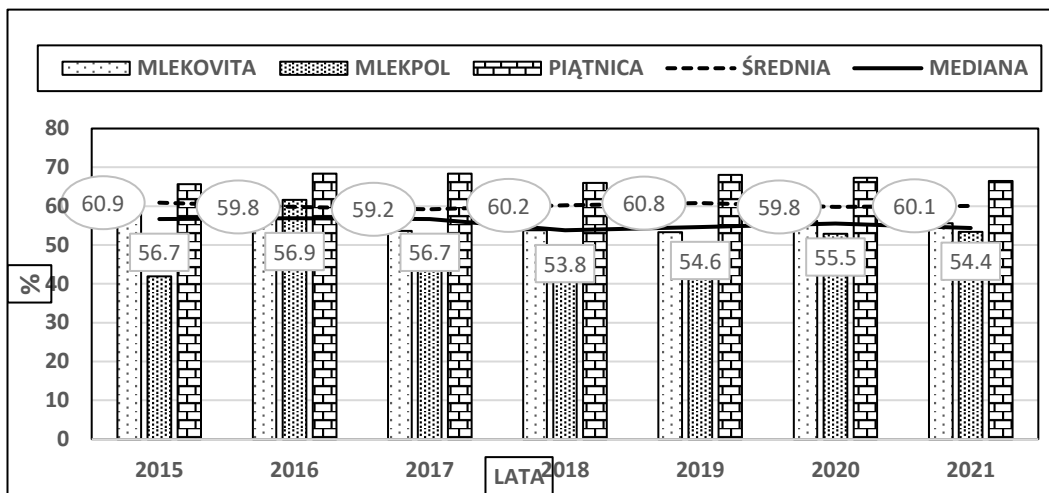
- Kapitałowy (WK) = kapitał własny: aktywa ogółem
- Pokrycia I<sup>0</sup> (WP I<sup>0</sup> = kapitał własny: aktywa trwałe)
- Pokrycia II<sup>0</sup> (WP II<sup>0</sup> = kapitał stały: aktywa trwałe)
- Pokrycia III<sup>0</sup> (WP III<sup>0</sup> = (kapitał stały – aktywa trwałe: aktywa obrotowe)

Wyniki obliczeń przedstawiono w tabeli 4 oraz na rysunku 10.

**Tab. 4.** Wskaźniki zadłużenia (kapitałowe) SM Mlekoop, SM Mlekovita, SM Piątnica w latach 2015-2021

Lata	Wskaźniki kapitałowe WK (w %)		
	Mlekovita	Mlekoop	Piątnica
2015	62,7	41,9	65,7
2016	58,2	61,6	68,4
2017	53,6	50,5	68,4
2018	53,8	44,2	66,0
2019	53,3	43,8	68,1
2020	56,2	52,9	67,3
2021	55,6	53,4	66,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm.



Rys. 10. Wskaźniki kapitałowe WK (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

Wskaźnik kapitałowy charakteryzuje zarówno skalę samofinansowania aktywów, jak i wspomagania zewnętrznego (długu) przedsiębiorstwa. Od końca XIX w. jest bardzo cennym punktem odniesienia dla banków w procesie oceny ratingowej korporacji. Charakteryzuje bowiem poziom gwarancji dla potencjalnych wierzycieli przedsiębiorstwa a jednocześnie możliwości optymalizacji kosztów jego finansowania. Chodzi bowiem o wykorzystanie dźwigni finansowej, tj. substytucję zwykle droższych (własnych) przez relatywnie tańsze (obce) źródła zasilania. Występuje tu znana powszechnie naturalna antynomia – sięganie do długu pozwala na uzyskanie dodatniego efektu w postaci zwiększenia stopy zwrotu dla właścicieli, lecz kosztem jednoczesnego osłabienia funkcji gwarancyjnej kapitału własnego. W praktyce pogodzenie tych sprzeczności jest kwestią subiektywną managementu - wyboru profilu ryzyka oraz celu biznesowego, tj. pomnażania wartości dla akcjonariuszy (SHVA- Shareholder Value Added). W obecnych warunkach polskiej gospodarki przeciętny udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności przedsiębiorstw jest relatywnie wysoki i oscyluje w granicy koło 50%. Dane statystyczne dotyczące sektora mleczarskiego, tak pod kątem poziomu przeciętnego, jak i mediany potwierdzają te obserwacje. Piątnica i Mlekovita według skali samofinansowania aktywów corocznie lokowały się w górnej połowie zbiorowości, Piątnica najwyżej (przy WK= 66% w zakresie 8 decyla, tj. wśród ok. ¼ najmniej zadłużonych jednostek). Nieco gorsze pod tym względem wyniki, wskazujące na przewagę w finansowaniu zadłużenia

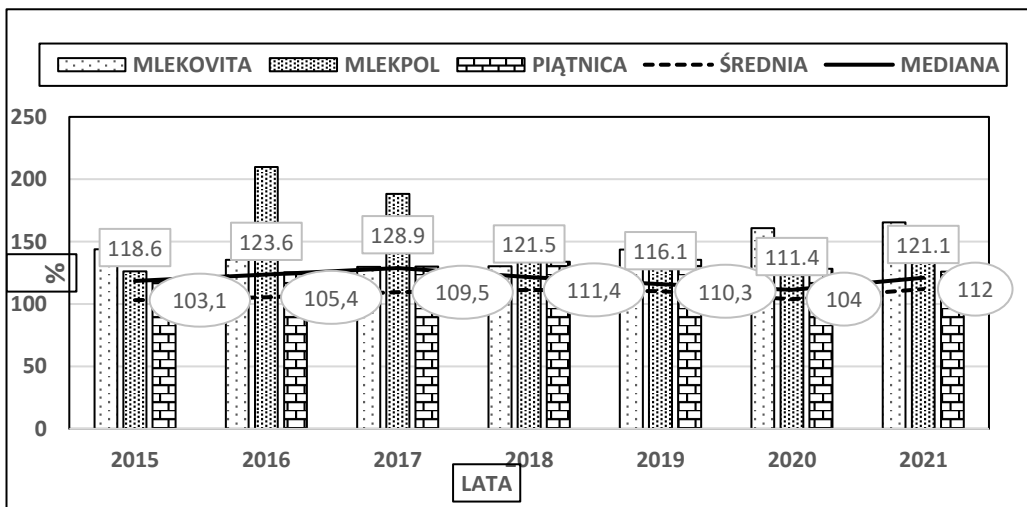


krótko i długoterminowego (ok. 56- 58% wartości aktywów), wykazywał w latach 2017 -2019 Mlekpól, który jednak w okresie lat 2020 – 2021 odwrócił te proporcje, zwiększając o ok. 10 p.p. zakres samofinansowania i plasując się w granicach mediany. Podane proporcje finansowania mają przełożenie na wskaźniki pokrycia. (por. tab. 5 i rysunki 11-13).

**Tab. 5.** Wskaźniki pokrycia SM Mlekpól, SM Mlekovita i SM Piątница w latach 2015-2021 (w %)

Lata	Wskaźnik pokrycia WP I <sup>0</sup>			Wskaźnik pokrycia WP II <sup>0</sup>			Wskaźnik pokrycia WP III <sup>0</sup>		
	Mleko-vita	Mlekpól	Piąt-nica	Mleko-vita	Mlekpól	Piąt-nica	Mleko-vita	Mlekpól	Piąt-nica
2015	143,9	126,3	118,6	149,5	126,3	118,6	38,2	13,1	23,1
2016	135,6	209,8	125,4	156,0	209,8	125,4	42,1	50,0	30,5
2017	129,8	188,8	130,2	134,5	211,1	130,2	30,7	50,4	33,4
2018	130,4	152,4	134,0	151,4	181,9	134,0	36,1	48,7	33,0
2019	143,7	131,6	135,4	171,8	151,7	135,4	42,4	37,9	35,8
2020	160,9	131,8	128,2	184,8	160,0	128,2	45,6	40,2	31,2
2021	165,5	151,2	126,1	182,8	175,9	126,1	41,9	41,4	29,2

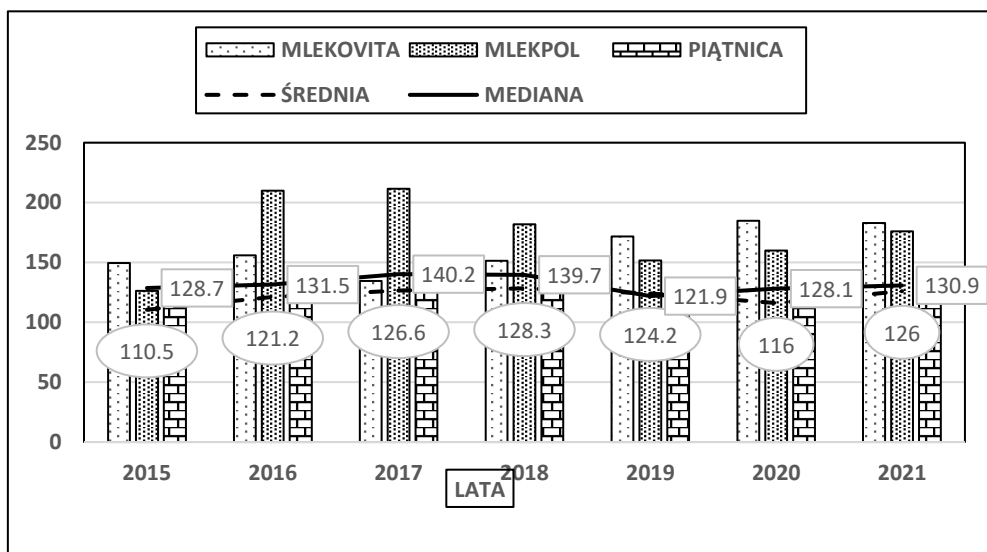
Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm.



**Rys. 11.** Wskaźniki pokrycia WP I<sup>0</sup>

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

Wskaźniki te pozwalają na ustalenie faktycznego poziomu bezpieczeństwa finansowania w długim okresie. Stabilizację finansowania zapewniają, jak wiadomo, odpowiednie proporcje między najdłuższymi związanymi z działalnością przedsiębiorstwa składnikami majątku a długoterminowymi źródłami finansowania. Pierwszy wskaźnik (WP I<sup>0</sup>) jest obecnie rzadziej wykorzystywany w praktyce, choć może być użyteczny na wstępnym etapie badań. Z danych wynika, że w obrębie największych graczy sektora 10.51. zarówno średni poziom, jak i mediana wskaźnika pokrycia pierwszego stopnia znacząco przekraczały 100%, a wśród trzech firm podlaskich od 2019 r. największą nadwyżkę kapitału własnego nad majątkiem trwałym wykazywała Mlekovita (od 44% w 2019 r. do 66% w 2021 r.). Pozwalało to na ulokowanie się tejże korporacji wśród ok. ¼ jednostek najbardziej stabilnych.

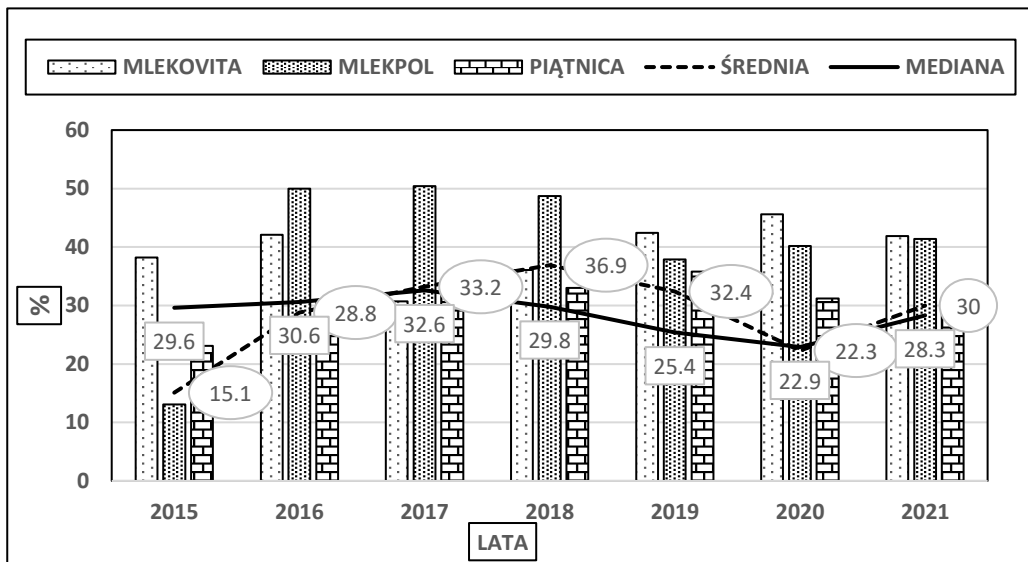


Rys. 12. Wskaźniki pokrycia WP II<sup>0</sup>

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

Analogiczne wnioski płyną z analizy mniej rygorystycznej odmiany wskaźników pokrycia II<sup>0</sup> (pokrycie aktywów trwałych przez kapitał stały). Były one bezpieczne – w dwóch największych firmach od 2018 r. nadwyżka kapitału stałego nad aktywami trwałymi zwykle powiększała się, a co ciekawe - najbardziej w okresie pandemii (o ok.15 p.p.). W latach 2018 - 2021 zwiększyły one nieco poziom swego

zadłużenia długoterminowego. W przeciwieństwie do nich – Piątница w całym badanym okresie unikała tego źródła finansowania – wartości wskaźników pokrycia I<sup>0</sup> i II<sup>0</sup> były znacznie niższe.



Rys. 12. Wskaźniki pokrycia WP III<sup>0</sup>

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdawczości finansowej badanych firm oraz bazy danych statystycznych PONT INFO – Gospodarka.

Przy takich wysokich dodatnich wartościach kapitału obrotowego netto (nadwyżki kapitału stałego nad wartością aktywów trwałych) nie ma się co dziwić, iż badane jednostki nie miały żadnych problemów z bieżącym finansowaniem najważniejszych części aktywów obrotowych – materialnych (zapasów) oraz niematerialnych (należności). Zakres tego stabilnego finansowania był różny – najwyższy (aż ok. 50%) do 2018 r. w Mlekpole, a w okresie 2020- 2021 obie firmy osiągały podobne wyniki tzn. 42-45% aktywów pokrywane było ze źródeł najbardziej stabilnych (kapitału stałego). Mlekovita ze wspomnianych względów (polityka niezadłużania się długoterminowego) osiągała co prawda nieco niższy (o 10 p.p) poziom pokrycia III<sup>0</sup>, ale stale powyżej wartości mediany czy średniej dla sektora.

## Podsumowanie

W wyniku przeprowadzonych badań i ocen porównawczych uzyskano najważniejsze informacje ilościowe (finansowe) z trzech podstawowych obszarów działalności przedsiębiorstw: płynności finansowej (w tym sprawności zarządzania kapitałem obrotowym netto), wypłacalności (stabilności) długoterminowej oraz efektywności (rentowności). Koncentrowano się na czysto ilościowych, tzw. obiektywnych kryteriach oceny, pomijając bardzo istotne, a niekiedy ważniejsze aspekty pozafinansowe aktywności gospodarczej np. relacje biznesowe, znajomość otoczenia, elastyczność i szybkość reakcji na zmiany rynku, doświadczenie, ogólna jakość zarządzania firmą. Są one niesłusznie uważane za subiektywne czynniki sukcesu (image) firmy. Trudno więc o jednoznaczną interpretację wyników finansowych. Teoria nie daje odpowiedzi na pytania, które z tych wymiernych aspektów działalności mają priorytet, czy też jak je zważyć by móc jednoznacznie dokonać klasyfikacji czy rankingowania badanych jednostek.

Istotne jest tu odróżnienie perspektywy czasowej oraz uwzględnienie wyboru misji biznesowej przedsiębiorstwa. W krótkim okresie optyka zarządzających jest zwykle skierowana na wynik finansowy, nie mniej trzeba pamiętać, iż nawet ujemny wynik finansowy nie rozstrzyga o bieżącej egzystencji firmy. Jest nim bowiem płynność finansowa, która decyduje o przetrwaniu w razie ponoszenia strat czy generowania krytycznie niskich nadwyżek finansowych. Powstaje kolejne pytanie czy użyte klasyczne wskaźniki płynności finansowej są faktycznym odzwierciedleniem zdolności do regulowania zobowiązań bieżących. Mają one statyczny charakter, czasami mogą być przypadkowo lub świadomie kształtowane (np. poprzez windows dressing). Pogłębieniu wiedzy w tym zakresie służą wskaźniki rotacji aktywów obrotowych i pasywów bieżących, choć i tu optyka analityków oraz managementu może być odmienna, dotyczy to np. oceny cykli rozliczeniowych z dostawcami czy odbiorcami. Wreszcie w perspektywie długoterminowej liczy się stabilność bazy finansowej, która jednak może się zachwiać jeśli przez dłuższy okres przedsiębiorstwo nie generuje odpowiednich nadwyżek finansowych, zwłaszcza z działalności operacyjnej; jest ona fundamentem dla trwałej egzystencji i rozwoju jednostki. Nadwyżek oczekują także właściciele czy inwestorzy zewnętrzni, ponosząc ryzyko inwestowania i oczekując odpowiedniej za to rekompensaty. Stąd też poczynione na początku zastrzeżenie o pewnej dozie tolerancji dla nierentowności musi mieć swoje czasowe ograniczenia. Bez osiągnięcia rentowności operacyjnej trudno o zachowanie płynności finansowej.

Próbując odpowiedzieć na te pytania, zwrócono uwagę na te sygnały i czynniki z okresu pandemii, które znalazły odbicie w ilościowych zmianach wskaźników. Odniesiono się także do tła owych porównań, tj. kierunków zmian w sektorze 10.51., posługując się zasadniczo zmianami w rozkładach decylowych.

W zakresie rentowności sprzedaży widać wyraźnie, że dwie z badanych jednostek – Piątnica i Mlekoop – silnie w ostatnim okresie odstają od poziomów średniej czy mediany dla wybranej grupy sektora. O ile do 2019 r. Mlekoop z działalności podstawowej osiągał poziom powyżej mediany, to w okresie pandemii niestety mało chwalebnie dołączył do Piątnicy, która przez cały badany okres generowała śladowe (max. 0,8 grosza na 1 zł. sprzedaży) dodatnie wyniki operacyjne lub ponosiła straty (aż trzykrotnie). W rezultacie obie jednostki należały w 2021 r do najgorszych w sektorze, gdzie w tymże okresie wyraźnie polepszyła się rentowność sprzedaży, aktywów i kapitału, z czego skorzystała najbardziej Mlekovita. Nie może tu być pocieszeniem, że wszystkie badane firmy generowały dodatni wynik finansowy netto, a wskaźniki ROA i ROE pozwoliły nieco poprawić pozycje Mlekoopu i Piątnicy (przesunięcie do 3. decyla). Generalnie osiągały one mało atrakcyjne poziomy rentowności. Liderem w zakresie rentowności netto okazała się Mlekovita, plasując się powyżej lub w granicach mediany branży.

Co się tyczy drugiego, bardzo istotnego warunku prowadzenia działalności, tj. płynności bieżącej i długookresowej, to stabilność finansowania była niezachwiana, niezależnie od okresu, przynajmniej w świetle analizy wskaźnikowej. Gdyby opierać oceny tylko na porównaniach rozkładu decylowego, to w żadnym z badanych lat wskaźniki płynności bieżącej i szybkiej nie plasowały się poniżej mediany czy średniej. Wziąwszy pod uwagę, że są to stymulanty, daje to nad wyraz korzystny obraz. Zarazem, jednak – rozszerzając obszar analizy o badania nad wewnętrzną strukturą aktywów czy pasywów bieżących – wizerunek ten trzeba nieco skorygować. W zakresie wskaźników rotacji należności oraz regulowania zobowiązań (kredyt kupiecki dla odbiorców oraz od dostawców) osiągnano, co prawda także wyniki w górnej połowie poziomów decylowych, ale są to zasadniczo destymulanty. Stąd ich relatywnie wysokie poziomy nie mogą być kwitowane jednoznacznie pozytywnie. W obu tych obszarach okres pandemii nie wywierał jednak widocznego wpływu na dotychczasowe relacje płynnościowe. Z oceną bieżącej sytuacji płynnościowej powiązana jest długoterminowa wypłacalność, mierzona wskaźnikiem samofinansowania (zadłużenia) i kilkoma stopniami pokrycia. Ostatni okres lat 2020-2021 w żadnej mierze nie naruszył finansowych fundamentów prowadzenia biznesu w trzech jednostkach. Mlekovita wzmacnia dalej swą pozycję na tle sektora, a oceniane firmy nie wykazują praktycznie potrzeb długookresowego zasilania zewnętrznego. Piątnica w ogóle nie skorzystała z tego

źródła, zaś pozostałe dwie firmy tylko w niewielkim zakresie i to dopiero w ostatnich trzech latach.

Jak stąd wynika, branża największych krajowych jednostek przetwórstwa mleka i wyrobu serów cechuje się niezachwianą sytuacją finansową w perspektywie krótko i długookresowej. Nie dostrzeżono istotnych negatywnych przejawów pogorszenia na skutek niepewnych uwarunkowań działalności związanych z pandemią Covid - 19. Ocena ta, zwłaszcza w kontekście zagrożeń ze strony ostatniego pandemicznego okresu, jest oczywiście wewnątrznie i zewnątrznie zdeterminowana. Zawierają one aspekty dobroczynne, ale także rodzące ryzyko. Badane firmy większość swej produkcji lokują w kraju, zaś bliskie powiązania łańcuchów dostaw surowca nie są skomplikowane czy też nadmiernie wydłużone. Mocną stroną ich biznesu są więc naturalne przewagi w łańcuchach powiązań po stronie zaopatrzenia (bliskość dostawców surowca, lokalny charakter) i po stronie zbytu (relatywna bliskość odbiorców krajowych, ale i odbiorców produktów na export). Z drugiej strony trzeba pamiętać, że perturbacje pandemiczne mogą tworzyć ewentualnie problemy wynikające z specyficznych dla tego typu produkcji utrudnień. Chodzi tu o wrażliwość, względną nietrwałość produktów i konieczność zagwarantowania ich transportu czy sprawnego odbioru przez konsumenta. W sferze dystrybucji najbardziej rozwinięte i wydłużone sieci odbioru produkcji ma Mlekovita (40% produkcji na export) i Mlekpól (ok. 25%), ale nie widać by ich działalność z tego powodu zasadniczo ucierpiała. Rokowania dotyczące perspektyw funkcjonowania objętych badaniami jednostek nie są złe, z zastrzeżeniem co do mało satysfakcjonujących poziomów rentowności Mlekpola, a zwłaszcza Piątnicy; wymaga to stałego monitoringu.

## Literatura

1. Gabrusewicz W. (2014), *Analiza finansowa przedsiębiorstwa - Teoria i zastosowanie*, PWE, Warszawa.
2. Jerzemowska M. (2018), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie. Wyd. IV*, PWE, Warszawa.
3. Korol T. (2013), *Nowe podejście do analizy wskaźnikowej w przedsiębiorstwie*, Oficyna Wydawnicza a WoltersKluwer Business, Warszawa.
4. Sibilski W. (2013), *Zmodyfikowane modele Du Point do analizy rentowności polskich przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 64/1, s. 257-268.
5. *Sprawozdania finansowe analizowanych przedsiębiorstw z lat 2015 -2021*.

6. *System PONT Info - Gospodarka; Sektor Średnich i Dużych Przedsiębiorstw*, www.pontinfo.com.pl [20.010.2022].
7. Wiatr M.S., Łuczaj J. (2022), *Kondycja finansowa kluczowych przedsiębiorstw sektora mleczarskiego Podlasia w latach 2015 - 2019. Próba analizy porównawczej*, w: Paszkowski J. (red.) *Przedsiębiorstwa w procesie zmian*, Wyd. Politechnika Białostocka, Białystok 2022, s. 189-210.

## **Financial Condition of Key Enterprises of the Podlasie Dairy Sector in 2015-2021. Comparative Analysis – Part II**

### **Abstract**

This study is the second part of a previously undertaken research on the financial condition of three major corporations operating in the dairy sector and originating from Podlasie. The aim was to obtain knowledge and assess the position of these companies in the economic sector with the PKD code 10.51. (milk processing and cheese making). The research covered the period from 2015 to 2019 and the results were published in 2022 in a monograph entitled "Enterprises in the process of change", scientific editor J. Paszkowski, Białystok University of Technology Publishing House. The outbreak of the global pandemic crisis caused many previously unrecorded perturbations in the economy. Their impact and significance for the financial situation of the above-mentioned economic entities in the period of 2020-2021, especially against the background of previous "normal" conditions, seems to be an interesting field of research and comparison of these two very different time perspectives. The comparative research was based not only on trend analysis of the statistical data, but above all on taking as benchmarks: the economic sector specific to these companies and the segment by scale of activity, the decile distribution of the financial indicators, the levels of the arithmetic mean and the median. The possibilities for such an extended analysis were provided by the statistical database of the professional company PONT - Info Gospodarka. As a result, the consequences of recent changes in economic conditions were indicated and their scale of impact in the areas of profitability and solvency in the short and long term was determined. It appears that this application aspect of the study may also have scientific and cognitive value in the theory of corporate financial management.

### **Key words**

indicator analysis, benchmark, dairy sector