

**Paweł Antonowicz\***  
**Piotr Szreder\*\***

## **Spektakularne upadłości przedsiębiorstw FMCG w Polsce w 2012 r. na przykładzie wybranych podmiotów Grupy Kapitałowej BOMI S.A.**

### **Wstęp**

Każdego dnia dowiadujemy się o kolejnych upadłościach przedsiębiorstw, które z jednej strony zaskakują rynek, z drugiej zaś potwierdzają wcześniej artykułowane przypuszczenia i prognozy. Jedne przedsiębiorstwa w sposób widoczny latami funkcjonują na krawędzi upadłości, inne zaś w krótkim czasie, z wydawałoby się stabilnych, perspektywicznych i wiarygodnych podmiotów, stają się niewypłacalnymi dłużnikami. W dziedzinie nauk ekonomicznych, a dokładniej w dyscyplinie finanse wykształcił się nurt badawczy związany ze stosowaniem wysublimowanych metod badawczych, opartych na założeniach analizy finansowej oraz analizy dyskryminacyjnej, które umożliwiają dokonywanie oceny przyszłego zagrożenia upadłością (niewypłacalnością) przedsiębiorstw. Bardzo trudno jest jednak w pełni obiektywnie ocenić sytuację ekonomiczno-finansową pojedynczych podmiotów, będących w grupach kapitałowych, lub pozostających w ścisłych powiązaniach z innymi jednostkami gospodarczymi. Często bowiem w takich sytuacjach dochodzi do transferu kosztów / przychodów pomiędzy podmiotami, który ma na celu osiągnięcie założonych korzyści finansowych, a w skrajnych sytuacjach nawet ratowanie jednych podmiotów kosztem innych. Niejednokrotnie jednostki zależne, realizując zadania na rzecz spółek powiązanych, nie osiągają zakładanych (normatywnie przyjmowanych w praktyce analizy finansowej) poziomów wskaźników finansowych, mogą być nierentowne, wykazywać brak płynności finansowej, a jednak ich przyszła działalność, z racji silnych powiązań kapitałowych, nie będzie zagrożona. Z drugiej strony dodatkowych komplikacji przy-

---

\* Dr, Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, pawel.antonowicz@ug.edu.pl, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot

\*\* KNEPO Business Club, Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, pmszreder@gmail.com

sparza analiza podmiotów, które znajdują się w sektorach wewnętrznie konsolidujących się. Taka właśnie sytuacja ma miejsce na rynku FMCG<sup>1</sup>, który jak zauważa A. Jarmicki [Jarmicki, 2011] cechuje się długoterminową perspektywą wzrostową, wynikającą ze stale rosnącego popytu wewnętrznego, który w konsekwencji umacnia pozycję zorganizowanych sieci handlowych. W Polsce jednak, widoczny w dalszym ciągu obraz rozdrobnienia podmiotów tego sektora, musi doprowadzić zdaniem ekspertów do dalszych procesów konsolidacyjnych. To powinno umocnić pozycję rynkową podmiotów, uzyskujących wartości dodane wynikające z efektów synergii. Dlatego też dość duże zdziwienie w opinii społecznej może budzić fakt upadłości podmiotów tego sektora, które na rynku wyksztaliły sobie zaufanie klientów oraz stworzyły wizerunek mocnej i stabilnej organizacyjnie i finansowo marki. Do jednych z najbardziej spektakularnych upadłości przedsiębiorstw w Polsce w roku 2012 w branży FMCG możemy zaliczyć między innymi upadłości dwóch spółek, których działalność opierała się na znanej marce BOMI: Grupa kapitałowa BOMI Centrala Sp. z o.o. w upadłości likwidacyjnej, której upadłość została ogłoszona w dniu 12 listopada 2012 r. [Monitor Sądowy i Gospodarczy, 227/2012], a także BOMI S.A. w upadłości układowej, ogłoszonej w dniu 31 lipca 2012 r. [Monitor Sądowy i Gospodarczy, 154/2012]. Sytuacja ta może tym bardziej dziwić, iż w miejsce dotychczasowych sklepów, działających pod marką BOMI, pojawiły się sklepy BOMI – Tradycja Smaku, oparte na umowach franchisingowych.

Celem niniejszego artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy możliwe było dokonanie prognozy upadłości wymienionych podmiotów, funkcjonujących na rynku pod znaną konsumentom marką BOMI. Problemem badawczym, jaki postawili sobie autorzy niniejszego opracowania była ocena ekonomiczno-finansowa wymienionych podmiotów, ukierunkowana na zastosowanie modeli analizy dyskryminacyjnej, umożliwiających dokonanie 1-roczej prognozy zagrożenia upadłością. Tak postawiony cel główny wymagał od autorów badania realizacji następujących celów szczegółowych: 1) analiza dokumentacji w KRS wymienionych podmiotów grupy BOMI, 2) analiza materiałów wtórnych zgromadzonych przez wywiadownie gospodarcze m.in. w zakresie zebrania informacji o powstaniu Grupy, jej powiązaniach kapitałowych, kondycji ekonomiczno-finansowej, a także zatorach płatniczych, 3) ana-

---

<sup>1</sup> Branża FMCG – z ang. fast-moving consumer goods, branża handlu produktami szybko rotującymi (artykuły spożywcze, środki czystości, alkohol, papierosy itd.).

liza doniesień prasowych na temat funkcjonowania oraz problemów finansowych podmiotów funkcjonujących pod marką BOMI, 4) zebranie złożonych przez badane podmioty sprawozdań finansowych w KRS oraz przeprowadzenie badań analitycznych, ukierunkowanych na ocenę (ex-post) ekonomiczno-finansową przedsiębiorstw oraz ocenę (ex-ante) – zagrożenia upadłością tych podmiotów.

Z uwagi na to, iż postępowanie w przedmiocie ogłoszenia upadłości analizowanych w niniejszym artykule podmiotów toczy się, i zapewne sprawa ta będzie jeszcze przez wiele miesięcy pozostawała w toku, przedstawione studium przypadku zostało opisane w oparciu o informacje, które były możliwe do zgromadzenia na dzień 20.01.2013r.

## **1. Historia i struktura Grupy Kapitałowej BOMI S.A.**

O problemach Delikatesów BOMI zrobiło się głośno w drugiej połowie 2012 roku, kiedy w mediach pojawiły się – najpierw przypuszczenia, a w późniejszym etapie już potwierdzone sądowym orzeczeniem – doniesienia o upadłości. Historia firmy sięga jednak 1995 roku, kiedy w Gdyni powstał pierwszy sklep tej marki. Prężnie rozwijające się przedsiębiorstwo w 2007 roku trafiło na Giełdę Papierów Wartościowych. Rok później powstała Grupa Kapitałowa BOMI S.A. dzięki przejęciu 95% akcji w spółce Rabat Pomorze S.A. oraz połączeniu się z przedsiębiorstwem RAST S.A. Dynamizacja działalności pozwoliła firmie na dystrybucję i sprzedaż produktów pod własnym logo [<http://www.ir.bomi.pl/>, dostęp dnia 27.01.2013]. Tak energiczne zmiany nie zapowiadały jednak wówczas problemów, jakie dotknęły spółkę. Zadowolenie akcjonariuszy skończyło się wraz ze stratą poniesioną przez Delikatesy w roku 2010 oraz 2011. Próby poprawy sytuacji w postaci zmiany zarządu, menedżerów, likwidacji nierentownych placówek czy wprowadzania planów ekonomizacji nie przyniosły oczekiwanych rezultatów, gdyż pierwszy kwartał 2012 roku również zakończył się stratą [Kowanda, 2012]. Kłopoty finansowe spółki doprowadziły do złożenia przez jednego z wierzycieli wniosku o upadłość do Sądu Rejonowego Gdańsk-Północ VI Wydział Gospodarczy w dniu 26 czerwca 2012 roku. Firma Brand Distribution Sp. z o.o. chciała w ten sposób wyrzucić presję na zarządzie, gdyż prowadzone były w tym czasie rozmowy dotyczące regulacji zobowiązań [GPWInfoStrefa, dostęp dnia 26.06.2012]. Niestety wciąż pogłębiające się zadłużenie doprowadziło w konsekwen-

cji do wypowiedzenia umów kredytowych w rachunku bieżącym, udzielanych przez banki<sup>2</sup> [NewConnect.info, dostęp dnia 02.08.2012].

Na początku lipca 2012 roku Zarząd BOMI S.A. zdecydował o złożeniu wniosku o ogłoszeniu upadłości układowej. Ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu sąd orzekł postanowieniem z dnia 31.07.2012 r. [MSiG, 154/2012]. Zdaniem Zarządu Spółki takie działanie było jedynym możliwym do zaakceptowania planem kontynuacji funkcjonowania przedsiębiorstwa, który miał uratować, jak podkreślał W. Jesionowski (Prezes Zarządu BOMI), ponad dwa tysiące miejsc pracy na terenie całego kraju [Portalspozywczy.pl, dostęp dnia 10.07.2012], jak również spłatę większości zadłużenia [Wprost Biznes, 11.07.2012].

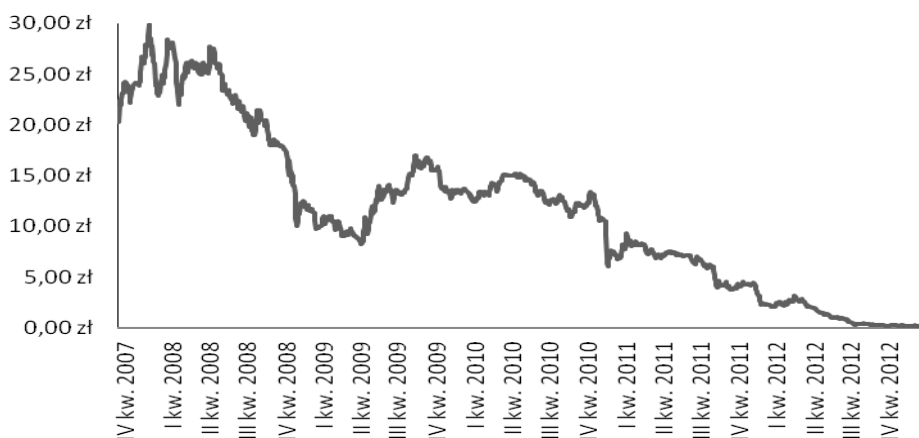
Dnia 1 sierpnia 2012 roku, Zarząd Spółki przedstawił opinii publicznej zgodę sądu na upadłość układową. Propozycje układowe ustanawiały, iż BOMI S.A. w pełnej kwocie wypłaci zadłużenie drobnym wierzycielom, względem których zadłużenie nie przekracza kwoty 15 tys. złotych. Natomiast w przypadku pozostałych wierzycieli, Zarząd Spółki proponował częściową redukcję zadłużenia oraz regulację zobowiązań rozłożoną w czasie, zależnie od typu dostawcy: redukcja o 50% zobowiązań wobec banków i firm leasingowych, a także ich spłatę w okresie odpowiednio - 10 i 5 lat, redukcja zobowiązań o 30% i ich spłata w ciągu 8 lat – w stosunku do wierzycieli dostarczających Spółce świeże produkty, redukcja o 40% zobowiązań wobec dostawców produktów suchych [Forbes, 01.08.2012]. Mimo zadowolenia Zarządu BOMI S.A. z pozytywnego rozpatrzenia wniosku, nie obyło się bez pewnych perturbacji. Spółka A.pl Internet S.A., która prowadziła sklep internetowy BOMI S.A., przez finansowe kłopoty swojego partnera strategicznego, również pogрузzyła się w kryzysie. Notowania na NewConnect spadały, a towary prezentowane na stronie internetowej stawały się niedostępne. Współpracująca z siecią BOMI S.A. firma A.pl Internet S.A. wypowiedziała umowę ze skutkiem natychmiastowym, jak również zamknęła wszystkie placówki mieszczące się w supermarketach BOMI [Giełda.Onet.pl, dostęp z dnia 03.08.2012]. W konsekwencji tych działań pod koniec września 2012 r. spółka A.pl złożyła do sądu wniosek o ogłoszenie upadłości obejmującej likwidację majątku Spółki [Portalspozywczy.pl, dostęp dnia 19.12.2012]. Podobny scenariusz podzieliły spółki zależne od BOMI S.A., mianowicie: Rabat Service S.A. oraz Grupa

---

<sup>2</sup> Niewypłacalnemu dłużnikowi odmówiły dalszej współpracy bank Pekao S.A. oraz BRE Bank S.A.

Kapitałowa BOMI Centrala Sp. z o.o. Pierwsza z nich została postawiona w stan upadłości orzeczeniem sądu z dnia 24 września 2012 r. [Monitor Sądowy i Gospodarczy, 194/2012], druga zaś postanowieniem z dnia 12 listopada 2012 r. [Monitor Sądowy i Gospodarczy, 227/2012]. W raportach bieżących, dostępnych na stronie internetowej BOMI S.A., znalazły się informacje potwierdzające upadłość likwidacyjną Rabat Service S.A. oraz Grupy Kapitałowej BOMI Centrala Sp. z o.o. [Raport bieżący emitenta, nr 108/2012, 112/2012]. Każda z tych, przekazywanych do publicznej wiadomości, informacji doprowadzała do istotnego spadku notowań akcji spółki na GPW. Rysunek 1 przedstawia notowania Spółki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od 20 sierpnia 2007 do 27 grudnia 2012 roku.

**Rysunek 1. Notowania BOMI S.A. od wejścia spółki na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie – 2007-2012**



Źródło: [www.gpwinfostrefa.pl, dostęp dnia 27.12.2012]

Zapewnienia Zarządu BOMI S.A. o zachowaniu miejsc pracy, jak podały do publicznej wiadomości media, również pozostały bez pokrycia. W wyniku planów oszczędnościowych większość pracowników otrzymała bowiem wypowiedzenia. Musieli liczyć się z tym, iż nie otrzymają na czas zaległych wynagrodzeń jak również należnych odpraw [Mizera-Nowacka, 2012].

Spółka w swoich oświadczeniach omijała temat pracowników, co doprowadziło do dezinformacji. Jednak tym pracownikom, którym

nie wypowiedziano umowy pracy, zapewniono przejście do firm przejmujących placówki po dawnej marce BOMI. Mimo, iż wstępne ustalenia przewidywały, iż byli pracownicy zostaną zatrudnieni u nowego franczyzobiorcy na dotychczasowych warunkach, w praktyce tak jednak się nie stało, o czym informowali opinię publiczną przedstawiciele związków zawodowych. Pracownicy mieli otrzymywać wypowiedzenia wraz z nową umową pracy, które według związków zawodowych były bardzo niekorzystne [Dziennik Bałtycki, dostęp dnia 04.09.2012]. Jednak pracownicy to nie jedyne strony zainteresowane dalszym losem spółki. Ważną grupę interesariuszy stanowili bowiem inwestorzy, którzy przekazali do postępowania układowego wierzytelności na kwotę ok 230 mln zł. W związku z powyższym, na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, które zostało zaplanowane na dzień 21 stycznia 2013 roku, miała zostać uchwalona możliwość upoważnienia Zarządu do „dokonania jednego albo kilku kolejnych podwyższeń kapitału zakładowego spółki, o łączną kwotę nie wyższą niż 4.000.000 zł poprzez emisję nie więcej niż 40.000.000 akcji zwykłych na okaziciela. Upoważnienie Zarządu wygasa z dniem 31 grudnia 2015 roku. Cena emisyjna akcji emitowanych w ramach podwyższeń kapitału zakładowego dokonywanych przez Zarząd na podstawie i w granicach upoważnienia wynosić ma 0,25 zł.” [Wiadomości Bank BGŻ, dostęp dnia 21.12.2012].

BOMI S.A., mimo dużych problemów finansowych, nadal próbuje spłacać swoich wierzycieli. Zarząd BOMI S.A., wykorzystując doświadczenie oraz rozpoznawalność marki, chce działać w formule franczyzowej z minimalnym zapleczem kadrowym oraz bez własnych sklepów. Korzyści finansowe będzie czerpał z przekazania norm oraz „know-how” jak również możliwości wykorzystania marki. „BOMI Smak Tradycji” to nowe markety powstające w dawnych miejscach sieci BOMI [Portalspozywczy.pl, dostęp dnia 10.10.2012; 14.12.2012].

## **2. Ocena ekonomiczno-finansowa i predykcja upadłości postawionych w stan upadłości w 2012 r. podmiotów marki BOMI**

W tej części artykułu autorzy postawili sobie za cel główny analizę sprawozdań finansowych upadłych w 2012 r. podmiotów, powiązanych kapitałowo z marką BOMI. W tablicy 1 przedstawiona została charakterystyka poddanych analizie podmiotów, należących do Grupy BOMI.

Tablica 1. Charakterystyka formalno-prawna upadłych w 2012 r. podmiotów powiązanych z marką BOMI

Nazwa podmiotu		BOMI SPÓŁKA AKCYJNA "W UPADŁOŚCI UKŁADOWEJ"			
Profil działalności gospodarczej (PKD)		4711Z	SPRZEDAŻ DETALICZNA PROWADZONA W NIEWYSPECJALIZOWANYCH SKLEPACH Z PRZEWAGĄ ŻYWNOSCI, NAPÓJÓW I WYROBÓW TYTONIOWYCH		
Województwo (siedziba działalności)		POMORSKIE	1. Pozycja na liście danych MSiG 3454		
Numer KRS		88823	P/H/U	H	2. MSiG (nr) 154/2012
Numer REGON		190863162	Data analizy	02.01.2013	3. Źródło danych (MPB / LEX) MPB/LEX
Dane rejestrowe / upadłościowe:		DZ	MC	ROK	4. Forma organizacyjno-prawna S.A.
Data powstania podmiotu		16	5	1995	5. Forma własności 214
Data upadłości / jeżeli NIE ->b.d.		31	7	2012	6. Upadłość (MZU / LM) MZU
Nazwa podmiotu		"RABAT SERVICE" SPÓŁKA AKCYJNA W UPADŁOŚCI LIKWIDACYJNEJ			
Profil działalności gospodarczej (PKD)		4619Z	DZIAŁALNOŚĆ AGENTÓW ZAJMUJĄCYCH SIĘ SPRZEDAŻĄ TOWARÓW RÓŻNEGO RODZAJU		
Województwo (siedziba działalności)		POMORSKIE	1. Pozycja na liście danych MSiG 3569		
Numer KRS		88182	P/H/U	H	2. MSiG (nr) 194/2012
Numer REGON		191476177	Data analizy	02.01.2013	3. Źródło danych (MPB / LEX) MPB/LEX
Dane rejestrowe / upadłościowe:		DZ	MC	ROK	4. Forma organizacyjno-prawna S.A.
Data powstania podmiotu		20	1	1998	5. Forma własności 225
Data upadłości / jeżeli NIE ->b.d.		24	9	2012	6. Upadłość (MZU / LM) LM
Nazwa podmiotu		GRUPA KAPITAŁOWA BOMI CENTRALA SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ W UPADŁOŚCI LIKWIDACYJNEJ			
Profil działalności gospodarczej (PKD)		7010Z	DZIAŁALNOŚĆ FIRM CENTRALNYCH (HEAD OFFICES) I HOLDINGÓW, Z WYŁĄCZENIEM HOLDINGÓW FINANSOWYCH		
Województwo (siedziba działalności)		POMORSKIE	1. Pozycja na liście danych MSiG 3701		
Numer KRS		369987	P/H/U	H	2. MSiG (nr) 227/2012
Numer REGON		221129040	Data analizy	02.01.2013	3. Źródło danych (MPB / LEX) MPB/LEX
Dane rejestrowe / upadłościowe:		DZ	MC	ROK	4. Forma organizacyjno-prawna Sp. z o.o.
Data powstania podmiotu		10	11	2010	5. Forma własności 215
Data upadłości / jeżeli NIE ->b.d.		12	11	2012	6. Upadłość (MZU / LM) LM

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych rejestrowych [MSiG, KRS, GUS – REGON, dostęp dnia 02.01.2013].

Z uwagi na to, iż przedsiębiorstwo Grupa Kapitałowa BOMI Centrala Sp. z o.o. upadło po dwóch latach działalności (upadłość została ogłoszona w dniu 12.11.2012 r., zaś zgodnie z danymi KRS powstanie podmiotu miało miejsce w dniu 10.11.2012 r.), dalsza analiza finansowa tego podmiotu nie została przeprowadzona. Autorzy poddali natomiast analizie finansowej oraz badaniu możliwości wcześniejszego wykrycia zagrożenia upadłością następujące podmioty: BOMI S.A. w upadłości układowej oraz Rabat Service S.A. w upadłości likwidacyjnej (obie spółki zostały objęte badaniem za okres czterech lat poprzedzających sądowe ogłoszenie upadłości, tj. za lata 2008-2011). Zgodnie z danymi rejestrowymi z KRS, przedsiębiorstwa te funkcjonowały na rynku (tablica 1) odpowiednio 17 i 14 lat. W spółce BOMI S.A., w 4-letnim okresie objętym badaniem, średnio zainwestowane było w każdym roku ponad 945 mln zł, zaś średnia wartość aktywów przedsiębiorstwa Rabat Service S.A. w okresie czterech lat przed upadłością wynosiła blisko 194 mln zł. Suma bilansowa BOMI S.A. na rok przed upadłością została obniżona o 4,99% w stosunku do roku poprzedniego, zaś w Rabat Service S.A. uległa podwyższeniu o 9,61%. W strukturze kapitałowej BOMI S.A. na rok przed upadłością średnio 66,65% stanowiły kapitały własne, zaś Rabat Service S.A. finansowała w tym czasie swoją działalność średnio tylko w 28,85% ze środków własnych. W obu spółkach w 2011 r. (na rok przed upadłością) nastąpiło obniżenie realizowanych przychodów netto ze sprzedaży odpowiednio o: 10,07% i 7,16%.

Analiza płynności finansowej i ogólna ocena zdolności spłaty zadłużenia w obu spółkach, w okresie objętym badaniem, nie pozwalała na wyciągnięcie pozytywnych wniosków. Przedstawione w tablicy 2 i 3 wskaźniki płynności finansowej, niezwykle istotne z punktu widzenia oceny szans zagrożenia niewypłacalnością (upadłością) przedsiębiorstw, w obu podmiotach wykazywały wartości niższe od referencyjnych. BOMI S.A. w każdym kolejnym roku poprzedzającym upadłość obniżała (zdecydowanie poniżej poziomu normatywnego) płynność finansową, w konsekwencji czego na rok przed upadłością na każde 100 zł zaciągniętych zobowiązań bieżących utrzymywała przeciętnie tylko 41 zł aktywów obrotowych. Bez uwzględnienia wartości zapasów, podmiot był w stanie pokryć z płynnych aktywów obrotowych zaledwie 21,60% zobowiązań bieżących. Firma w 2011 r. utraciła realną możliwość spłaty zadłużenia z nadwyżki finansowej (wynik netto skorygowany o amortyzację), w wyniku poniesienia blisko 89 mln straty netto (tablica 2).



Tablica 2. Analiza płynności finansowej, ocena zdolności spłaty zadłużenia i analiza cyklu konwersji gotówki BOMI S.A.

	Lata analizy				Tempo zmian		
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010
<b>ANALIZA PŁYNNOSCI FINANSOWEJ</b> (wartości bilansowe - ujęcie średnioroczne)							
<b>I. Wskaźnik bieżącej płynności</b>							
Aktywa obrotowe	129 604 000,00	158 334 000,00	129 507 000,00	110 561 000,00	22,17%	b.d.	-36,74%
Zobowiązania krótkoterminowe	139 957 000,00	178 673 000,00	270 291 000,00	321 673 000,00	27,66%	51,28%	19,01%
II. Wskaźnik płynności szybkiej	b.d.	0,47	0,34	0,22	b.d.	-28,25%	-35,70%
Aktywa obrotowe - Zapasy	64 117 000,00	85 064 000,00	65 765 000,00	62 109 000,00	32,67%	-22,69%	-5,56%
Zobowiązania krótkoterminowe	139 957 000,00	178 673 000,00	270 291 000,00	321 673 000,00	27,66%	51,28%	19,01%
III. Wskaźnik płynności natychmiastowej	b.d.	0,15	0,06	0,04	b.d.	-60,24%	-42,26%
Aktywa obrotowe - Zapasy - Należności krótkotermin.	33 396 000,00	15 238 000,00	12 006 000,00	8 734 000,00	-54,37%	-21,21%	-27,25%
Zobowiązania krótkoterminowe	139 957 000,00	178 673 000,00	270 291 000,00	321 673 000,00	27,66%	51,28%	19,01%
<b>ANALIZA POZIOMU ZADUŻENIA</b> (wartości bilansowe - ujęcie średnioroczne)							
<b>Wskaznik samofinansowania majątku</b>							
Kapitał własny	670 246 000,00	694 276 000,00	707 550 000,00	621 068 000,00	3,59%	1,91%	-7,38%
Suma aktywów	861 369 000,00	925 798 000,00	1 022 143 000,00	971 187 000,00	7,48%	10,41%	-4,99%
Wskaznik zdolności spłaty zadłużenia	b.d.	0,18	0,10	-0,22	b.d.	-48,22%	-330,23%
Wynik finansowy netto + Amortyzacja	-8 050 000,00	38 044 000,00	26 080 000,00	-73 083 000,00	572,60%	-31,45%	-380,23%
Zadłużenie ogółem	180 953 000,00	231 522 000,00	314 593 000,00	350 119 000,00	27,95%	35,88%	11,29%
<b>ANALIZA AKTYWNOŚCI I OBROTOWOŚCI</b> (wartości bilansowe - ujęcie średnioroczne)							
<b>Wskaznik rotacji należności (w dniach)</b>							
Należności krótkoterminowe x T (T=365)	11 213 165 000,00	25 486 490 000,00	19 622 035 000,00	19 481 875 000,00	127,29%	-23,01%	-0,71%
Przychody ze sprzedaży	683 329 000,00	854 736 000,00	803 988 000,00	723 002 000,00	25,08%	-5,94%	-10,07%
Wskaznik rotacji zobowiązań (w dniach)	b.d.	68,03	101,91	149,42	b.d.	49,80%	46,62%
Zobowiązania krótkoterminowe x T (T=365)	51 084 305 000,00	65 215 645 000,00	98 656 215 000,00	117 410 645 000,00	27,66%	51,28%	19,01%
Przychody ze sprzedaży	683 329 000,00	854 736 000,00	803 988 000,00	723 002 000,00	25,08%	-5,94%	-10,07%
Wskaznik rotacji zapasów (w dniach)	b.d.	29,63	31,10	28,32	b.d.	4,98%	-8,94%
Zapasy x T (T=365)	23 902 755 000,00	26 743 550 000,00	23 265 830 000,00	17 684 980 000,00	11,88%	-13,00%	-23,99%
Przychody ze sprzedaży	683 329 000,00	854 736 000,00	803 988 000,00	723 002 000,00	25,08%	-5,94%	-10,07%
<b>CYKL KONWERSJI GOTÓWKOWEJ w dniach</b>	b.d.	-16,94	-42,76	-94,06	b.d.	-152,45%	-119,98%

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych [KRS, dostęp dnia 02.01.2012].

Przedstawione w tablicy 2 wskaźniki, składające się na cykl konwersji gotówkowej, wskazywały na pogarszającą się kondycję finansową BOMI S.A. Przedsiębiorstwo na rok przed upadłością było co prawda w stanie średnio windykować należności co 27 dni, lecz spłata zobowiązań miała miejsce (średnio) co 149 dni. Ujemne wartości cyklu konwersji gotówkowej świadczyły w tym przypadku o niewłaściwym zarządzaniu aktywami obrotowymi, co przejawiało się przede wszystkim w zbyt późnym (z roku na rok wydłużającym się cyklu) regulowaniu zobowiązań w stosunku do kontrahentów.<sup>3</sup> Gdyby sytuacja tego podmiotu miała miejsce w perspektywie długookresowej, można by przypuszczać, iż firma realizowała z premedytacją (efektywną dla niej) politykę odroczonej płatności względem swoich dostawców, kredytuując bieżącą działalność aprobowanymi przez wierzycieli kredytami kupieckimi. Jednak ogłoszona rok później upadłość podmiotu świadczy o tym, iż kooperanci nie wyrażali zgody na tak długie cykle spłaty zobowiązań, co w konsekwencji doprowadziło podmiot do upadłości.

W przedsiębiorstwie Rabat Service S.A. analizowane wskaźniki płynności na rok przed upadłością wyniosły odpowiednio: 0,94j. oraz 0,65j. (tablica 3). Ich poziom ocenić należy również za niewystarczalny. Przedsiębiorstwo to wykazywało jednak relatywnie stabilny poziom wskaźników z grupy płynności finansowej w latach 2008-2012 (z umiarkowanie rosnącą tendencją), a także charakteryzowało się bardziej uregulowanym cyklem konwersji gotówkowej w porównaniu z BOMI S.A. Na rok przed upadłością towary na magazynie odnawiały się średnio co 27 dni, firma była w stanie egzekwować płatności od odbiorców przeciętnie co 59 dni, natomiast zobowiązania regulowała średnio co 93 dni.

Przedstawione w tablicach 2 i 3 wybrane wskaźniki płynności, zadłużenia oraz obrotowości dla obu analizowanych przedsiębiorstw, na cztery lata przed ich sądowym orzeczeniem o upadłości wskazywały na dość trudną i pogarszającą się z roku na rok zdolność płatniczą. Dlatego też autorzy artykułu podjęli się oceny zdolności prognostycznych w stosunku do analizowanych podmiotów, wybranych modeli analizy dyskryminacyjnej, służących ocenie przyszłego zagrożenia upadłością.

---

<sup>3</sup> Wartości normatywne cyklu inkasa należności, rotacji zapasów a także cyklu rotacji zobowiązań stanowiły odrębny etap badań, prowadzonych przez P. Antonowicza, których wyniki zostały opisane w publikacji: [Antonowicz (a), 2012, s. 433-445].

**Tablica 3. Analiza płynności finansowej, ocena zdolności spłaty zadłużenia, analiza cyklu konwersji gotówki Rabat Service S.A.**

	Lata analizy				Tempo zmian		
	2008	2009	2010	2011	2009/2008	2010/2009	2011/2010
<b>ANALIZA PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ</b>							
(wartości bilansowe - ujęcie średnioroczne)							
<b>I. Wskaźnik bieżącej płynności</b>							
Aktywa obrotowe	47 486 749 28	b.d.	0,77	0,92	0,94	b.d.	18,66%
Zobowiązania krótkoterminowe	68 425 056 86	61 784 525 98	133 121 070 39	137 746 034 16	30,11%	115,46%	2,07%
<b>II. Wskaźnik płynności szybkiej</b>							
Aktywa obrotowe - Zapasy	28 601 499 94	b.d.	0,50	0,62	0,65	b.d.	4,79%
Zobowiązania krótkoterminowe	68 425 056 86	41 644 832 18	89 645 376 32	97 676 540 67	45,60%	115,26%	8,96%
<b>III. Wskaźnik płynności natychmiastowej</b>							
Aktywa obrotowe - Zapasy - Należności krótkoterm.	1 128 549 66	b.d.	0,01	0,01	0,01	b.d.	-6,58%
Zobowiązania krótkoterminowe	68 425 056 86	822 948 45	1 917 366 14	1 405 567 59	-27,08%	132,99%	-26,69%
<b>ANALIZA POZIOMU ZADŁUŻENIA</b>							
(wartości bilansowe - ujęcie średnioroczne)							
<b>Wskaźnik samofinansowania majątku</b>							
Kapitał własny	65 278 385 42	0,45	0,34	0,29	b.d.	b.d.	-24,63%
Suma aktywów	139 723 193 56	67 643 423 14	63 581 827 05	75 694 528 41	3,62%	3,62%	20,95%
<b>Wskaźnik zdolności spłaty zadłużenia</b>							
Wynik finansowy netto + Amortyzacja	12 732 954 26	b.d.	0,14	0,11	0,00	b.d.	-17,32%
Zadłużenie ogółem	73 733 304 23	11 074 746 09	14 311 884 42	786 984 26	-13,02%	29,23%	-94,50%
<b>ANALIZA AKTYWNOŚCI I OBROTOWOŚCI</b>							
(wartości bilansowe - ujęcie średnioroczne)							
<b>Wskaźnik rotacji należności (w dniach)</b>							
Należności krótkoterminowe x T (T=365)	10 027 626 852 20	40,44	38,27	59,00	b.d.	b.d.	-5,36%
Przychody ze sprzedaży	286 091 323 16	14 899 994 861 45	32 020 723 715 70	35 138 905 174 20	48,59%	114,90%	9,74%
<b>Wskaźnik rotacji zobowiązań (w dniach)</b>							
Zobowiązania krótkoterminowe x T (T=365)	24 975 145 753 90	b.d.	83,68	63,24	92,75	b.d.	-24,42%
Przychody ze sprzedaży	286 091 323 16	26 609 300 069 05	50 929 033 686 10	54 644 952 591 20	6,54%	91,40%	7,30%
<b>Wskaźnik rotacji zapasów (w dniach)</b>							
Zapasy x T (T=365)	6 893 116 009 10	23,11	18,94	26,79	b.d.	b.d.	-18,04%
Przychody ze sprzedaży	286 091 323 16	308 231 378 29	613 033 459 33	569 121 721 11	7,74%	98,89%	41,46%
<b>CYKL KONWERSJI GOTÓWKOWEJ w dniach</b>							
	b.d.	-20,14	-6,03	-6,96	b.d.	b.d.	70,03%
							-15,32%

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych [KRS, dostęp dnia 02.01.2012]

W celu sprawdzenia, czy możliwe było wcześniejsze określenie przyszłego zagrożenia upadłością badanych przedsiębiorstw, wykorzystanych zostało osiem wybranych modeli analizy dyskryminacyjnej. Wybór modeli dokonany został w oparciu o kryterium max. średniej sprawności ogólnej, jakie uzyskały - poddane testom w latach 2002-2006, 36 polskich i 16 zagranicznych modeli prognozowania upadłości przedsiębiorstw [Antonowicz (a), 2007, s. 38-173]. Wśród najwyższej ocenionych modeli znalazły się następujące funkcje dyskryminacyjne (sześć modeli polskich, a także dwa opracowane za granicą):

- 1) Model  $Z_{7\text{INE PAN}}$  [Mączyńska, 2004, s. 107-117],
- 2) Model  $Z_{6\text{INE PAN}}$  [Mączyńska, 2004, s. 107-117],
- 3) Model  $Z_{\text{HCP}}$  [Hamrol, Czajka, Piechocki, 2004, s. 38],
- 4) Model  $Z_{\text{BP1}}$  [Prusak, 2005, s. 151],
- 5) Model  $Z_{\text{BP2}}$  [Prusak, 2005, s. 151],
- 6) Model  $Z_{\text{DW}}$  [Wierzba, 2000, s. 79-105],
- 7) Model  $Z_{\text{MAD}}$  [Jacobs, 1989]
- 8) Model  $Z_{\text{A}(1968)}$  [Altman, 1968].

Z uwagi na ograniczone ramy objętościowe niniejszego artykułu, autorzy nie podjęli się w dalszej jego części opisowi ww. modeli, natomiast w tablicy 4 i 5 przedstawili końcowe wyniki badań empirycznych, przeprowadzonych na dwóch analizowanych podmiotach, funkcjonujących w ramach Grupy Kapitałowej BOMI. Metodyka obliczeniowa została oparta na opracowaniach źródłowych E. Mączyńskiej, M. Hamrola, B. Czajki, M. Piechockiego, B. Prusaka, D. Wierzby, O. Jacobsa, a także E.I. Altmana, które zostały zsyntetyzowane i zebrane w oddzielnym opracowaniu P. Antonowicza [Antonowicz (b), 2007, s. 317-326]. W tablicy 4 zostały przedstawione natomiast wyniki prognozowania (w oparciu o złożone sprawozdania finansowe za lata 2008-2011) zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa BOMI S.A. w perspektywie 2012 r. Wszystkie zastosowane modele (poza modelem  $Z_{\text{BP2}}$ ) zostały opracowane w celu ich zastosowania dla generowania ocen z 1-rocznym wyprzedzeniem czasowym. Tym samym autorzy chcieli sprawdzić, czy pomimo, iż istniała dość złożona struktura własnościowa, pozostających w grupie kapitałowej podmiotów, możliwe było wcześniejsze wykrycie zagrożenia i wzrastającego ryzyka zagrożeniem upadłością tego przedsiębiorstwa.

**Tablica 4. Ocena zdolności prognostycznych ośmiu wybranych modeli analizy dyskryminacyjnej na przykładzie przedsiębiorstwa BOMI S.A.**

$Z_{7\text{INEPAN}} = 9,498 \times \text{Wop}/A + 3,566 \times \text{KW}/A + 2,903 \times (\text{Wnet} + \text{AM})/Z + 0,452 \times \text{AO}/\text{ZKT} - 1,498$ <b>MODEL E. MAĆCZYŃSKIEJ</b> $Z_{7\text{INEPAN}}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	Lata analizy			
	2008	2009	2010	2011
Interpretacja $Z_{7\text{INEPAN}}$ / Cut off = 0 / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak zagrożenia	zagrożony upadłością
$Z_{6\text{INEPAN}} = 9,478 \times \text{Wop}/A + 3,613 \times \text{KW}/A + 3,246 \times (\text{Wnet} + \text{AM})/Z + 0,455 \times \text{AO}/\text{ZKT} + 0,802 \times \text{Ps}/A - 2,478$ <b>MODEL E. MAĆCZYŃSKIEJ</b> $Z_{6\text{INEPAN}}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	Lata analizy			
Interpretacja $Z_{6\text{INEPAN}}$ / Cut off = 0 / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak zagrożenia	zagrożony upadłością
$Z_{\text{HCP}} = 3,562 \times \text{Wnet}/A + 1,588 \times (\text{AO} - \text{ZAP})/\text{ZKT} + 4,288 \times (\text{KW} + \text{ZDT})/A + 6,719 \times \text{WS}/\text{Ps} - 2,368$ <b>MODEL M. HAMROL, B. CZAJKA, M. PIECHOCKI</b> $Z_{\text{HCP}}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	Lata analizy			
Interpretacja $Z_{\text{HCP}}$ / Cut off = 0 / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak zagrożenia	brak zagrożenia
$Z_{\text{BP1}} = 6,5245 \times \text{Wop}/A + 0,1480 \times \text{Kop}/\text{ZKT} + 0,4061 \times \text{AO}/\text{ZKT} + 2,1754 \times \text{Wop}/\text{Ps} - 1,5685$ <b>MODEL B. PRUSAK</b> $Z_{\text{BP1}}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	Lata analizy			
Interpretacja $Z_{\text{BP1}}$ / <-0,13;+0,65> / stymulanta	b.d.	brak interpretacji	zagrożony upadłością	zagrożony upadłością
$Z_{\text{BP2}} = 1,4383 \times (\text{Wnet} + \text{AM})/Z + 0,1878 \times \text{Kop}/\text{ZKT} + 5,0229 \times \text{WS}/A - 1,8713$ <b>MODEL B. PRUSAK</b> $Z_{\text{BP2}}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	Lata analizy			
Interpretacja $Z_{\text{BP2}}$ / <-0,7;+0,2> / stymulanta	b.d.	brak interpretacji	zagrożony upadłością	zagrożony upadłością
$Z_{\text{DW}} = 3,26 \times (\text{WO} - \text{AM})/A + 2,16 \times (\text{WO} - \text{AM})/\text{Ps} + 0,69 \times (\text{AO} - \text{ZKT})/A + 0,30 \times \text{AO}/Z$ <b>MODEL D. WIERZBA</b> $Z_{\text{DW}}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	Lata analizy			
Interpretacja $Z_{\text{DW}}$ / Cut off = 0 / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak zagrożenia	zagrożony upadłością
$Z_{\text{MAD}} = 1,5 \times (\text{WB} + \text{AM})/Z + 0,08 \times A/Z + 10 \times \text{WB}/A + 5 \times \text{WB}/P + 0,3 \times \text{ZAP}/\text{Ps} + 0,10 \times \text{Ps}/A$ <b>MODEL O. JACOBS</b> $Z_{\text{MAD}}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	Lata analizy			
Interpretacja $Z_{\text{MAD}}$ / (0;1> (1;2> pow. 2 / stymulanta	b.d.	dość dobry	dość słaby ale nie zagrożony	zagrożony upadłością

$Z_{A(1968)} = 1,2 \times (AO-ZKT)/A + 1,4 \times W_{net}/A$ $+ 3,3 \times (WB+K_{fin})/A + 0,6 \times KW/Z + 1,0 \times Ps/A$	Lata analizy			
	2008	2009	2010	2011
MODEL E.I.ALTMAN $Z_{A(1968)}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednieniem wartości bilansowych)	b.d.	3,09	2,36	1,38
Interpretacja $Z_{A(1968)} / <1,8;2,99>$ / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak interpretacji	zagrożony upadłością

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych [KRS, dostęp dnia 02.01.2012].

Analizując kolejne wyniki, uzyskane na drodze obliczenia wymienionych w tablicy 4 modeli, służących prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw, warto zauważyć, jak wysoka jest zgodność interpretacji, jakie zostały dokonane w oparciu o obliczenia kolejnych modeli analizy dyskryminacyjnej. Przyjmując w roku 2011, iż nie wiemy nic o trudnościach finansowych spółki BOMI S.A. i bazując wyłącznie na jej sprawozdaniach finansowych, można było (jak to zostało przedstawione w tablicy 4) zauważyć niepokojące spadki wszystkich ośmiu zastosowanych do analizy modeli. Wszystkie te funkcje mają charakter stymulant, co oznacza, iż obniżanie ich wartości w czasie, wskazywać może na pogarszanie się kondycji ekonomiczno-finansowej analizowanego podmiotu. Właśnie taka sytuacja miała miejsce w przypadku BOMI S.A., której upadłość z rocznym wyprzedzeniem można było (w 2011 r.) prognozować przy wykorzystaniu 7 z 8 wymienionych w tablicy 4 modeli. Jedynie wartość modelu  $Z_{HCP}$  nie wykryła zagrożenia upadłością wprost, jednak obniżanie się z roku na rok jego wartości i zbliżanie do wartości progowej (Cut-off point=0) również mogło świadczyć o pogarszającej się zdolności płatniczej badanej Spółki. Ciekawie na tle tych wyników wyglądają wartości tych samych modeli, obliczone dla analogicznego okresu (lata: 2008-2011), dla upadłego pod koniec września 2012 r. przedsiębiorstwa Rabat Service S.A. (patrz tablica 5).

**Tablica 5. Ocena zdolności prognostycznych ośmiu wybranych modeli analizy dyskryminacyjnej na przykładzie przedsiębiorstwa Rabat Service S.A.**

$Z_{7INEPAN} = 9,498 \times Wop/A + 3,566 \times KW/A$ $+ 2,903 \times (W_{net}+AM)/Z + 0,452 \times AO/ZKT - 1,498$	Lata analizy			
	2008	2009	2010	2011
MODEL E.MĄCZYŃSKIEJ $Z_{7INEPAN}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednieniem wartości bilansowych)	b.d.	1,51	1,06	0,06
Interpretacja $Z_{7INEPAN} / \text{Cut off} = 0$ / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak zagrożenia	brak zagrożenia

$Z_{6INEPAN} = 9,478 \times Wop/A + 3,613 \times KW/A + 3,246 \times (Wnet+AM)/Z + 0,455 \times AO/ZKT + 0,802 \times Ps/A - 2,478$	Lata analizy			
	2008	2009	2010	2011
MODEL E.MĄCZYŃSKIEJ $Z_{6INEPAN}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	b.d.	2,27	2,69	1,00
Interpretacja $Z_{6INEPAN}$ / Cut off = 0 / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak zagrożenia	brak zagrożenia
$Z_{HCP} = 3,562 \times Wnet/A + 1,588 \times (AO-ZAP)/ZKT + 4,288 \times (KW+ZDT)/A + 6,719 \times WS/Ps - 2,368$	Lata analizy			
2008	2009	2010	2011	
MODEL M.HAMROL, B.CZAJKA, M.PIECHOCKI $Z_{HCP}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	b.d.	0,99	0,78	0,31
Interpretacja $Z_{HCP}$ / Cut off = 0 / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak zagrożenia	brak zagrożenia
$Z_{BP1} = 6,5245 \times Wop/A + 0,1480 \times Kop/ZKT + 0,4061 \times AO/ZKT + 2,1754 \times Wop/Ps - 1,5685$	Lata analizy			
2008	2009	2010	2011	
MODEL B.PRUSAK $Z_{BP1}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	b.d.	-0,10	0,11	-0,54
Interpretacja $Z_{BP1}$ / <-0,13;+0,65> / stymulanta	b.d.	brak interpretacji	brak interpretacji	zagrożony upadłością
$Z_{BP2} = 1,4383 \times (Wnet+AM)/Z + 0,1878 \times Kop/ZKT + 5,0229 \times WS/A - 1,8713$	Lata analizy			
2008	2009	2010	2011	
MODEL B.PRUSAK $Z_{BP2}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	b.d.	-0,57	-0,33	-1,08
Interpretacja $Z_{BP2}$ / <-0,7;+0,2> / stymulanta	b.d.	brak interpretacji	brak interpretacji	zagrożony upadłością
$Z_{DW} = 3,26 \times (WO-AM)/A + 2,16 \times (WO-AM)/Ps + 0,69 \times (AO-ZKT)/A + 0,30 \times AO/Z$	Lata analizy			
2008	2009	2010	2011	
MODEL D.WIERZBA $Z_{DW}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	b.d.	0,28	0,30	0,17
Interpretacja $Z_{DW}$ / Cut off = 0 / stymulanta	b.d.	brak zagrożenia	brak zagrożenia	brak zagrożenia
$Z_{MAD} = 1,5 \times (WB+AM)/Z + 0,08 \times A/Z + 10 \times WB/A + 5 \times WB/P + 0,3 \times ZAP/Ps + 0,10 \times Ps/A$	Lata analizy			
2008	2009	2010	2011	
MODEL O.JACOBS $Z_{MAD}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	b.d.	1,24	1,13	0,21
Interpretacja $Z_{MAD}$ / (0;1> (1;2> pow. 2 / stymulanta	b.d.	dość dobry	dość dobry	dość słaby ale nie zagrożony
$Z_{A(1968)} = 1,2 \times (AO-ZKT)/A + 1,4 \times Wnet/A + 3,3 \times (WB+Kfin)/A + 0,6 \times KW/Z + 1,0 \times Ps/A$	Lata analizy			
2008	2009	2010	2011	
MODEL E.I.ALTMAN $Z_{A(1968)}$ Prognoza upadłości, [t=1 rok] (z uśrednianiem wartości bilansowych)	b.d.	2,73	3,70	2,59
Interpretacja $Z_{A(1968)}$ / <1,8;2,99> / stymulanta	b.d.	brak interpretacji	brak zagrożenia	brak interpretacji

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych [KRS, dostęp dnia 02.01.2012].

Przykład Rabat Service S.A., którego wyniki ocen scoringowych zostały przedstawione w tablicy 5, wskazuje na ważny kontekst stosowania i właściwego interpretowania w praktyce modeli Z-Score. Warto zauważyć, iż de facto posługując się określonym przez autorów modeli – zakresem przedziałów zmienności funkcji, w ramach których dokonywane są odpowiednie interpretacje jej wyników, właściwie analizowany podmiot nie został w 2011 r. (na rok przed upadłością) zaklasyfikowany jako potencjalnie zagrożony upadłością. Tylko w przypadku 2 na 8 zastosowanych modeli, wartości funkcji pozwoliły jednoznacznie określić, iż na rok przed faktycznym ogłoszeniem upadłości, badany podmiot osiągał wyniki finansowe i inne relacje wskaźnikowe - zbliżone do tych poziomów, jakie są charakterystyczne właśnie dla jednostek nieuchronnie zbliżających się ku upadłości. Takie interpretacje możliwe były do przedstawienia w oparciu o wyniki obu zastosowanych w badaniach modeli z grupy  $Z_{BP}$ . Warto w tym miejscu zauważyć, iż wszystkie analizowane w czasie (poziomo) wyniki modeli wskazują jednak również na obniżanie się wartości funkcji, obserwowane wraz z kolejnymi latami funkcjonowania przedsiębiorstwa. To powinno być sygnałem, który zwraca uwagę na niepokojącą tendencję i pogarszanie się sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotu. Doświadczenie analityczne autorów artykułu pozwala bowiem wyciągnąć wniosek, iż nie zawsze sama wartość Cut-off point (inaczej wartość graniczna, dyskryminacyjna, brzegowa), będzie wyznacznikiem, służącym interpretacji zagrożenia niewypłacalnością analizowanego przedsiębiorstwa. W przekonaniu autorów artykułu, bardzo ważnych informacji dostarcza przede wszystkim analiza w czasie (min. 4-5 lat), zmienności wybranych i stosowanych w badaniach modeli. To właśnie kształtowanie się tych funkcji w czasie pozwala bowiem określić poziom stabilności polityki finansowej, relacji z kontrahentami, a także efektywności angażowania kapitałów w relacji do osiągniętych wyników. Dlatego też funkcje te mogą stanowić bardzo istotne wsparcie w podejmowaniu strategicznych decyzji o dalszej współpracy z badanymi kooperantami, jednak ich stosowanie wymaga nie tylko znajomości zasad analizy finansowej oraz metodyki obliczeniowej, jaką należy zastosować posługując się modelami Z-Score, ale także doświadczenia analitycznego. Jak w każdym innym procesie podejmowania decyzji, niewątpliwie istotne znaczenie będzie miała również intuicja, której poziom zawsze uwarunkowany jest zdobytymi wcześniej doświadczeniami.



## Zakończenie

Częste zmiany zarządu, złe zarządzanie oraz utrzymywanie nierentownych placówek doprowadziło spółkę BOMI S.A. do kłopotów finansowych. Próby poprawy sytuacji poprzez plany restrukturyzacji nie dały oczekiwanego rezultatu. BOMI S.A. ogłosiło upadłość układową, co przyczyniło się do efektu domina. Upadłość ogłosiła również spółka córka oraz podmiot zależny od BOMI - firma Rabat Service S.A. Masowe zwolnienia oraz negatywne nastroje inwestorów to tylko nieliczne z symptomów upadłości, które opisywane były w trakcie pierwszych miesięcy prowadzenia postępowania upadłościowego przez szereg opiniotwórczych mediów. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie akcjonariuszy dnia 21 stycznia 2013 roku zadecyduje o dalszych losach spółki BOMI S.A. Niewątpliwie interesującym wydaje się pomysł restrukturyzacji organizacyjnej Grupy BOMI, której przyszła działalność ma opierać się na mocno rozwiniętej współpracy franczyzowej. To jednak dobra koncepcja przede wszystkim dla Grupy, czas pokaże jak pomysł ten będzie opłacalny dla przyszłych franczyzobiorców.

Autorzy artykułu przed rozpoczęciem badań postawili tezę o trudnościach, jakie mogą pojawić się przy analizie scoringowej podmiotów, funkcjonujących w ramach grupy kapitałowej. Teza ta z jednej strony została potwierdzona pozytywnie, bowiem de facto dość niejednoznacznych wyników dostarczyło badanie modelami analizy dyskryminacyjnej podmiotu Rabat Service S.A. Z drugiej zaś strony należy podkreślić właściwy (spadkowy) trend wartości tych indeksów, obserwowany wraz ze zbliżaniem się podmiotu do upadłości, która sądowo została ogłoszona pod koniec września 2012 r. Na uwagę jednak zasługują wyniki modeli, uzyskane na drodze analizy BOMI S.A. W tym bowiem przypadku modele bardzo wyraźnie z rocznym wyprzedzeniem sygnalizowały zdecydowanie pogarszającą się zdolność płatniczą Spółki, która de facto rok później (pod koniec lipca 2012 r.) została postawiona w stan upadłości. Reasumując, stosowanie modeli analizy dyskryminacyjnej, w celu określania przyszłego zagrożenia upadłością podmiotów, jest niewątpliwie bardzo wartościowym wsparciem procesów decyzyjnych, związanych nie tylko z tradycyjnie (ex-post) przeprowadzaną analizą finansową, ale również cenną możliwością predykcji zagrożenia niewypłacalnością podmiotów gospodarczych.

## Literatura

1. *A.pl Internet wypowiada umowę BOMI S.A.*, NewConnect.info, [http://www.newconnect.info/wiadomosc\\_ze\\_spolki/a\\_pl\\_internet\\_wypowiada\\_umowe\\_bomi\\_s\\_a-1425c1](http://www.newconnect.info/wiadomosc_ze_spolki/a_pl_internet_wypowiada_umowe_bomi_s_a-1425c1), dostęp dnia 02.08.2012.
2. *A.pl Internet wypowiada umowę BOMI S.A.*, Onet.Giełda: <http://gielda.onet.pl/apl-internet-wypowiada-umowe-bomi-sa,18488,5207607,1,news-detaj>, dostęp dnia 03.08.2012.
3. *A.pl opracowuje nowy model działalności*, Portalspozywczy.pl: <http://www.portalspozywczy.pl/handel/wiadomosci/a-pl-opracowuje-nowy-model-dzialalnosci,79962.html>, dostęp dnia 19.12.2012.
4. *Akcjonariusze BOMI mają zdecydować 21 stycznia o dalszym istnieniu spółki i SPO*, Wiadomości Bank BGŻ: <http://analizy.bgz.pl/information/news/id/64299/title/akcjonariusze-bomi-maj-zdecydowa-en-stycznia-o-dalszym-istnieniu-sp-ki-i-spo>, dostęp dnia 21.12.2012.
5. Altman E.I. (1968), *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, "Journal of Finance".
6. Antonowicz P. (2012), *Składowe Cyklu Konwersji Gotówki na trzy lata przed ogłoszeniem upadłości polskich przedsiębiorstw*, w: *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw. Zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*, Morawska S. (red.), Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.
7. Antonowicz P. (2007a), *Metody oceny i prognoza kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw*, ODDK, Gdańsk.
8. Antonowicz P. (2007b), *Scoringowe metody oceny perspektyw funkcjonowania przedsiębiorstw na rynku*, w: *Bezpieczeństwo w administracji i biznesie*, Wyd. WSAiB w Gdyni, Gdynia.
9. *BOMI – relacje inwestorskie: Historia spółki*, [http://www.ir.bomi.pl/40/firma/historia\\_spolki.html](http://www.ir.bomi.pl/40/firma/historia_spolki.html), dostęp dnia 27.01.2013.
10. *BOMI ma zgodę sądu na upadłość układową*, „Forbes”, z dnia 01.08.2012.
11. *BOMI SA - złożenie przez wierzyciela wniosku o ogłoszenie upadłości*, GPWInfoStrefa, [http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/news/info/398647,bomi\\_sa\\_-\\_zlozenie\\_przez\\_wierzyciela\\_wniosku\\_o\\_ogloszenie\\_upadlosci](http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/news/info/398647,bomi_sa_-_zlozenie_przez_wierzyciela_wniosku_o_ogloszenie_upadlosci), dostęp dnia 26.06.2012.
12. *BOMI składa wniosek o upadłość*, Portalspozywczy.pl: <http://www.portalspozywczy.pl/handel/wiadomosci/bomi-sklada-wniosek-o-upadlosc,72759.html>, dostęp dnia 10.07.2012.

13. Hamrol M., Czajka B., Piechocki M. (2004), *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” nr 6.
14. Jacobs O.H. (1989), *EDV – gestutzte Jahresaht schluss analyse*, Munchen.
15. Jarmicki A., *Rynek FMCG – konsolidacja nieunikniona*, Penta Investments, Warszawa 2011.
16. Kowanda C. (2012), *Kłopoty sieci marketów BOMI. Sieć 34 grosze*, „Polityka”, z dnia 24.07.2012.
17. Mączyńska E. (2004), *Globalizacja ryzyka a systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw*, w: *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990-2003. Teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe AE w Poznaniu, Appenzeller D. (red.), Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
18. Mizera-Nowacka A., *Sytuacja w upadającym BOMI: Masowe zwolnienia, opóźnione wypłaty i dezinformacja*, „Dziennik Bałtycki”, z dnia 08.09.2012.
19. MSiG, nr 154/2012 (4019), z dnia 09.08.2012.
20. MSiG, nr 194/2012 (4059), z dnia 05.10.2012.
21. MSiG, nr 227/2012 (4092), z dnia 22.11.2012.
22. Prusak B. (2005), *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Wyd. Difin, Warszawa.
23. *Raport bieżący emitenta*, Komisja Nadzoru Finansowego, nr 108/2012, 112/2012.
24. *Sklepy BOMI przechodzą pod franczyzę. Nowe umowy są nie do przyjęcia przez pracowników? [Oświadczenie]*, „Dziennik Bałtycki”, <http://www.dziennikbaaltycki.pl/artukul/649793,sklepy-bomi-przechodza-pod-franczyzne-nowe-umowy-sa-nie-do,id,t.html>, dostęp dnia 04.09.2012.
25. *Sklepy BOMI w Olsztynie przejdą na franczyzę*, Portalspozywczy.pl: <http://www.portalspozywczy.pl/handel/wiadomosci/sklepy-bomi-w-olsztynie-przejda-na-franczyze,76908.html>, dostęp dnia 10.10.2012.
26. *Upadłość BOMI to będzie druga stocznia*, Wprost Biznes: <http://www.wprost.pl/ar/333154/Upadlosc-Bomi-tobedzie-druga-stocznia/?pg=0>, dostęp dnia 11.07.2012.
27. *W Gdańsku otwarto kolejny market sieci BOMI Smak Tradycji*, Portalspozywczy.pl: <http://www.portalspozywczy.pl/handel/wiadomosci/>

w-gdansk-otwarto-kolejny-market-sieci-bomi-smak-tradycji,79794.html, dostęp dnia 14.12.2012.

28. Wierzba D. (2000), *Wczesne wykrywanie przedsiębiorstw zagrożonych upadłością na podstawie analizy wskaźników finansowych – teoria i badania empiryczne*, Zeszyty Naukowe nr 9/2000, Wyd. Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Informatycznej w Warszawie, Warszawa.

## Streszczenie

W artykule opisane zostało studium przypadku, jednych z bardziej spektakularnych upadłości przedsiębiorstw w Polsce w 2012 r. w branży FMCG - przedsiębiorstw funkcjonujących pod znaną na rynku marką - BOMI. Pomimo wzrostu przewagi konkurencyjnej podmiotów tej branży, które uzyskują efekt synergii w wyniku procesów konsolidacyjnych, II połowa 2012 roku przyniosła upadłości powiązanych kapitałowo spółek: BOMI S.A., Grupa Kapitałowa BOMI Centrala Sp. z o.o., a także Rabat Service S.A. W artykule autorzy przeprowadzili analizę ekonomiczno-finansową tych podmiotów, a także posłużyli się modelami prognozowania upadłości przedsiębiorstw (opartymi na założeniach analizy dyskryminacyjnej), w celu sprawdzenia, czy możliwe było wcześniejsze wykrycie zbliżającego się kryzysu, w oparciu o analizę ich sprawozdań finansowych. Analiza ilościowa została ponadto pogłębiona komentarzem oraz analizą materiałów wtórnych, w postaci: analizy treści zawartych w informacjach dodatkowych, publikowanych wraz ze sprawozdaniami finansowymi badanych podmiotów, analizą doniesień medialnych i przekazywanych oświadczeń przez zarząd i przedstawicieli związków zawodowych.

## Słowa kluczowe

upadłość, FMCG, analiza dyskryminacyjna, bankructwo

## **FMCG Companies spectacular bankruptcy in Poland in 2012, based on capital group of BOMI trade mark (Summary)**

This article describes a case study of one of the most spectacular business failures in Poland in 2012 in FMCG branch - companies operating under the well-known brand on the market – “BOMI”. Despite the increase in the competitive advantage of the industry players who gain synergies through the consolidation process, the second half of 2012 resulted in the bankruptcy of companies with capital: BOMI S.A., Grupa Kapitałowa BOMI Centrala Sp. z o.o. and Rabat Service. The authors conducted economic and financial analysis of these entities, and used the models of business failure prediction (based on the assumptions of discriminant analysis) to see if earlier detection of impending crisis, based on the analysis of their financial statements was possible. Quantitative analysis was also enriched with commentary and analysis of secondary materials in the form of: analysis of the notes content published with the financial

---

statements of the entities, analysis of media reports and statements provided by management and trade union representatives.

**Keywords**

bankruptcy, FMCG, discriminant analysis, insolvency