

AUDYT · DORADZTWO BIZNESOWE

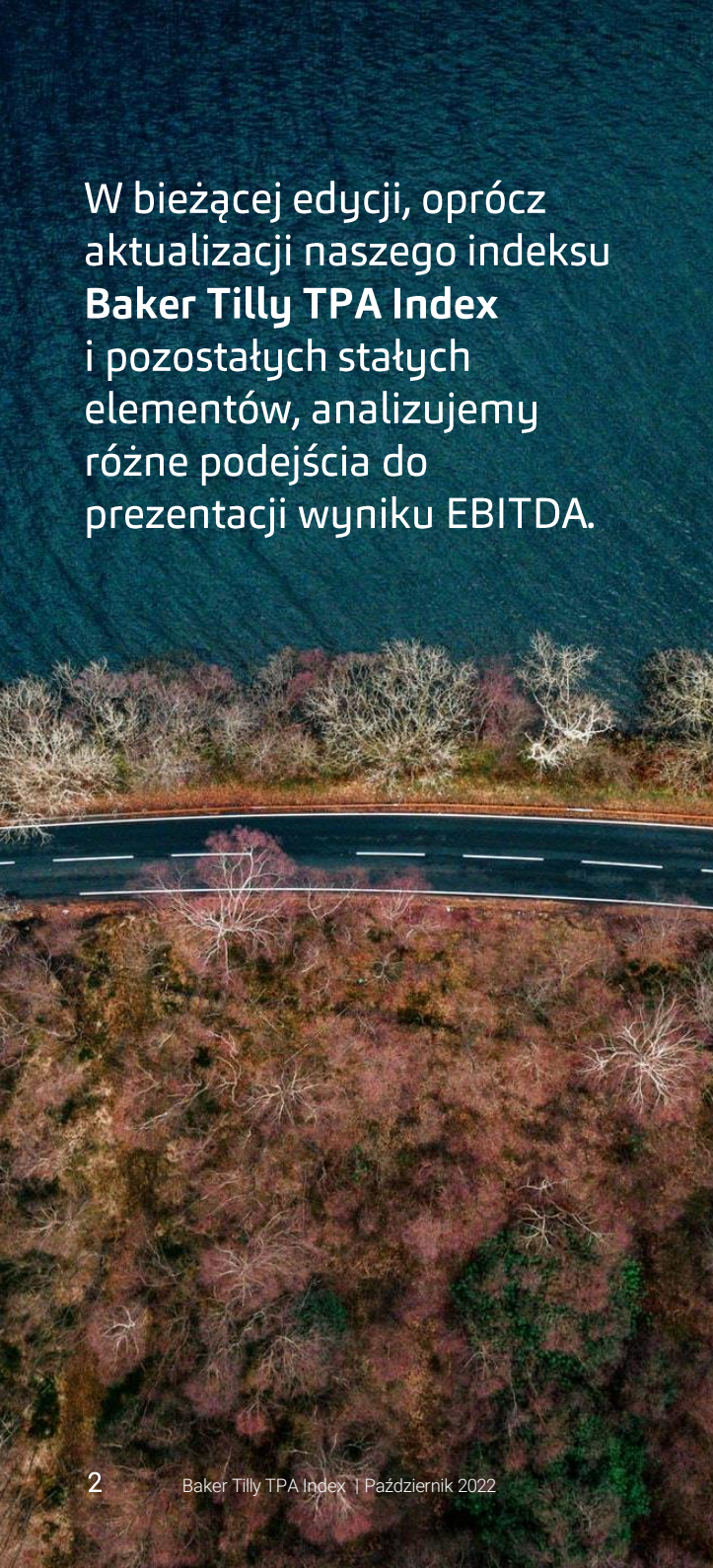
Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu
gospodarczym?

Październik 2022

Now, for tomorrow





W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji naszego indeksu **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, analizujemy różne podejścia do prezentacji wyniku EBITDA.

Szanowni Państwo,

przedstawiamy dziewiąte wydanie naszej cyklicznej publikacji przygotowanej przez zespół Baker Tilly TPA. Co kwartał podsumowujemy aktualną sytuację gospodarczą i jej perspektywy dla Polski, a także prezentujemy dane dotyczące aktywności transakcyjnej w naszym kraju oraz poziomy wycen na GPW w Warszawie. Dodatkowo aktualizujemy nasze szacunki dotyczące kosztu kapitału dla poszczególnych sektorów oraz uzupełniamy publikację treściami dotyczącymi finansów przedsiębiorstw czy też prawnych lub podatkowych aspektów działalności firm.

.....

Celem tej publikacji jest:

- Podsumowanie koniunktury gospodarczej w postaci indeksu **Baker Tilly TPA Index** agregującego wartości kilku wskaźników mierzących stan koniunktury gospodarczej w Polsce. Obecnie wskazuje on na **kontynuację spowolnienia gospodarczego i zapowiada niskie tempo wzrostu PKB w najbliższych kwartałach, z wysokim ryzykiem odczytów poniżej zera.**
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w III kwartale 2022 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. W ostatnim kwartale **liczba zrealizowanych transakcji znalazła się poniżej długoterminowej średniej, a indeksy giełdowe oraz mnożniki wyceny jeszcze bardziej pogłębiły spadki wartości.**
- Prezentacja szacowanych przez nas wartości kosztu kapitału własnego dla poszczególnych sektorów oraz zmiennych niezbędnych do wyznaczenia tej wartości na własne potrzeby. **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 13,37%.**

Mamy nadzieję, że nasza publikacja spotka się z zainteresowaniem z Państwa strony. Zachęcamy do lektury.

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

Tomasz Manowiec, CFA, FCCA
Dyrektor w dziale corporate finance

Podsumowanie III kwartału 2022 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Znaleźliśmy się w strefie odczytów wskazujących na recesyjny charakter otoczenia gospodarczego.

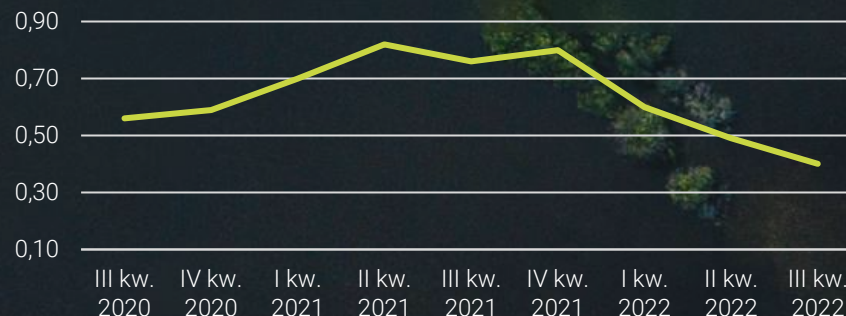
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,40

II kwartał 2022 r. – 0,49

Istotny spadek jest pochodną pogorszenia odczytów wszystkich obserwowanych przez nas wskaźników.

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



Aktywność transakcyjna wykazała

zdecydowanie niższy poziom niż w II kwartale 2022 r.

55

II kwartał 2022 r. – 92

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

III kwartał 2022 r.

13,37%

II kwartał 2022 r. – 12,95%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Przemysł
Ochrona zdrowia
Energetyka

Struktura nabywców w transakcjach



30

podmioty polskie

25

podmioty zagraniczne

54

podmioty polskie

38

podmioty zagraniczne

Wycena na GPW EV/EBITDA

wrzesień 2022 r.

5,37x

czerwiec 2022 r. – 5,66x

EV/Sales

wrzesień 2022 r.

0,71x

czerwiec 2022 r. – 0,78x

II kwartał 2022 r.

Spis treści

5

O Baker Tilly TPA

8

Baker Tilly TPA Index

12

Aktywność
transakcyjna
i mnożniki wyceny

17

EBITDA – czyli ile?

19

Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?

26

Załącznik – Opis
wskaźników koniunktury

www.bakertilly-tpa.pl



Baker Tilly TPA świadczy kompleksowe usługi audytorskie oraz doradztwa biznesowego. Łączymy rozwiązania najwyższej jakości z międzynarodowym doświadczeniem oraz najlepszymi regionalnymi praktykami rynkowymi.



Jesteśmy członkiem międzynarodowej grupy doradczej TPA i globalnej sieci Baker Tilly International, co pozwala nam na działania o zasięgu globalnym, ale przede wszystkim gwarantuje najwyższe i ujednolicone standardy pracy.



Naszą ofertę uzupełniają usługi strategicznego doradztwa podatkowego, outsourcingu księgowości i płac, doradztwa dla sektora nieruchomości, a także doradztwa personalnego świadczone pod marką TPA Poland. Zapewniamy także obsługę prawną poprzez naszą kancelarię Baker Tilly Legal Poland.



Baker Tilly TPA, TPA Poland oraz kancelaria Baker Tilly Legal są wyłącznymi reprezentantami sieci Baker Tilly International w Polsce.

O Baker Tilly TPA

Doradztwo transakcyjne



Baker Tilly TPA oferuje rozwiązania z zakresu corporate finance, które ułatwiają podejmowanie kluczowych decyzji biznesowych.



Zapewniamy szeroki dostęp do specjalistycznej, interdyscyplinarnej wiedzy i doświadczenia naszych specjalistów z różnych działów, a także know-how i kompetencji dostarczanych przez globalną sieć Baker Tilly International.



Oferta Baker Tilly TPA opiera się na klasycznych narzędziach analitycznych i decyzyjnych, wzbogaconych o konkretne instrumenty doradcze i fachową wiedzę naszych zespołów.



Tak skonstruowana oferta pozwala na zaspokojenie potrzeb i oczekiwań naszych Klientów oraz zapewnienie skutecznych i efektywnych rozwiązań biznesowych.

Usługi corporate finance świadczone przez nasz zespół:

- Wycena przedsiębiorstw
- Modelowanie finansowe
- Audyt modeli finansowych
- Wycena wartości niematerialnych i prawnych
- Weryfikacja i tworzenie biznesplanów
- Prognozowanie i planowanie
- Wycena instrumentów finansowych i pochodnych
- Opinia odnośnie do wartości godziwej (fairness opinion)
- Alokacja ceny nabycia (PPA)
- Badanie pod kątem utraty wartości
- Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa
- Analiza scenariuszy
- Analizy rynkowe

O Baker Tilly TPA

Nasze kluczowe kompetencje:



Wycena przedsiębiorstw

- Cykliczna (roczna/kwartalna) wycena spółek portfelowych
- Wyceny związane z transakcjami
- Wycena na potrzeby opinii odnośnie wartości godziwej (fairness opinion)
- Wyceny na potrzeby testów na utratę wartości



Wycena instrumentów finansowych i pochodnych

- Wycena wszystkich rodzajów obligacji
- Wycena udzielonych pożyczek
- Obliczanie rynkowej marży dla pożyczek lub obligacji
- Wycena opcji



Modelowanie finansowe

- Tworzenie modelu finansowego
- Audyt modeli finansowych – strukturalna i techniczna poprawność, zgodność, kompletność, spójność

Współpracujemy z klientami z sektora:

- Bankowości i ubezpieczeń
- Funduszy inwestycyjnych
- Real estate & construction
- Energetycznego
- Przemysłowego
- IT & Tech
- Motoryzacyjnego
- i wielu innych.

Nasi eksperci przygotowali*:

PONAD
400
WYCEN

PONAD
40
ANALIZ FINANSOWYCH

BLISKO
150
FINANSOWYCH
DUE DILIGENCE

PONAD
50
PODATKOWYCH
DUE DILIGENCE

* Dane za okres od 2015 do 2021 r.

O Baker Tilly TPA

Kontakt z autorami:



Krzysztof Horodko

Partner zarządzający
krzysztof.horodko@bakertilly-tpa.pl
Tel.: +48 603 935 516

Jest ekspertem w zakresie doradztwa transakcyjnego. Brał udział w licznych projektach dotyczących sprzedaży i nabycia przedsiębiorstw, przeglądach due diligence oraz w projektach restrukturyzacyjnych. W trakcie swojej wieloletniej praktyki był również zaangażowany w przygotowanie wielu wycen. Pracował m.in. dla przemysłu naftowego, energetycznego oraz przedsiębiorstw działających w branży telekomunikacyjnej, cukierniczej i budowlanej. Realizował również wielokrotnie projekty dla firm rodzinnych. Posiada uprawnienia biegłego rewidenta. Jest wykładowcą i szkoleniowcem z zakresu wycen, kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, MSR/ MSSF oraz autorem wielu profesjonalnych publikacji w mediach branżowych. Posługuje się biegle językami niemieckim, angielskim oraz komunikuje się w języku francuskim.



Tomasz Manowiec, CFA, FCCA

Dyrektor w dziale corporate finance
tomasz.manowiec@bakertilly-tpa.pl
Tel.: +48 795 554 311

Tomasz jest ekspertem w zakresie wycen, analiz finansowych i inwestycyjnych oraz modelowania finansowego. Posiada tytuł CFA oraz FMVA, licencję doradcy inwestycyjnego i maklera papierów wartościowych, a także jest członkiem ACCA. Swoje kilkunastoletnie doświadczenie zdobywał jako analityk oraz zarządzający funduszami inwestycyjnymi, a następnie świadcząc usługi doradcze w ramach realizacji kilkuset projektów w zakresie wycen, due diligence, sporządzania modeli finansowych i biznesplanów. Jest wykładowcą oraz autorem wielu profesjonalnych publikacji w obszarze finansów przedsiębiorstw, inwestycji, analizy finansowej i rynku kapitałowego.



Maciej Pyszczyk

Senior Analyst w dziale corporate finance
maciej.pyszczyk@bakertilly-tpa.pl
Tel.: +48 22 647 97 00

Maciej posiada kilkuletnie doświadczenie w zakresie doradztwa transakcyjnego oraz procesów fuzji i przejęć (M&A), które zdobywał podczas pracy dla polskich i zagranicznych klientów, w tym funduszy private equity. Brał udział w kilkudziesięciu projektach due diligence, modelowania finansowego oraz wycen. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej na kierunku Finanse i Rachunkowość. Jest w trakcie pozyskiwania tytułu CFA.

Baker Tilly TPA Index

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Obecny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,40. Jego dalszy spadek w stosunku do wartości z poprzedniej publikacji (0,49) jest skutkiem niższych wskazań wszystkich pięciu obserwowanych przez nas wskaźników.

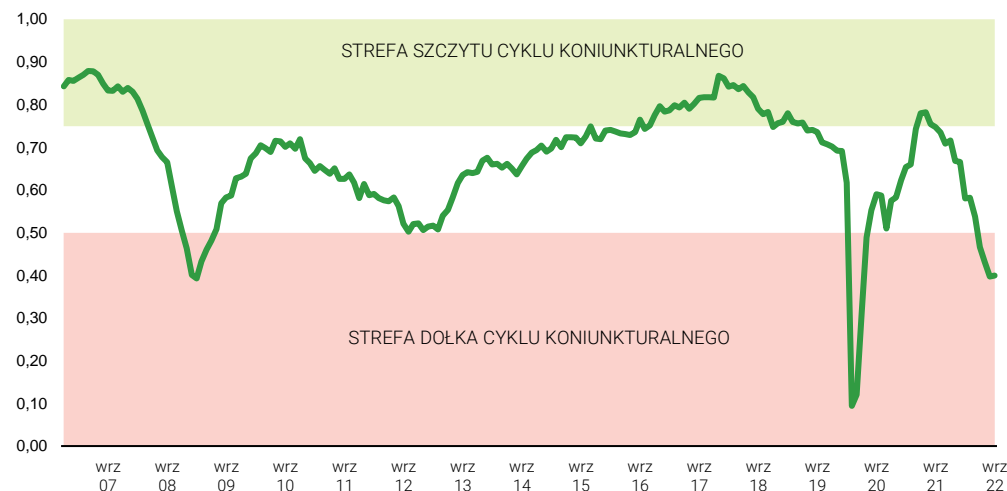
Tym razem największy wpływ na słabszy odczyt miały spadki ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury gospodarczej GUS oraz ESI composite publikowanego przez Komisję Europejską.

W efekcie, od końca drugiego kwartału znajdujemy się w strefie odczytów wskazujących na ostre hamowanie gospodarki, a wręcz recesyjny charakter otoczenia gospodarczego.

W ostatnich miesiącach tematami dominującymi w przekazie medialnym, wokół których koncentrują swoją uwagę przedsiębiorcy i konsumenci, nadal były naprzemiennie kwestie wojny w Ukrainie, rosnącej inflacji, wysokich stóp procentowych oraz kosztów energii elektrycznej. Wszystkie te czynniki negatywnie wpływają na nastroje u przedstawicieli firm oraz skłonność do konsumpcji w społeczeństwie.

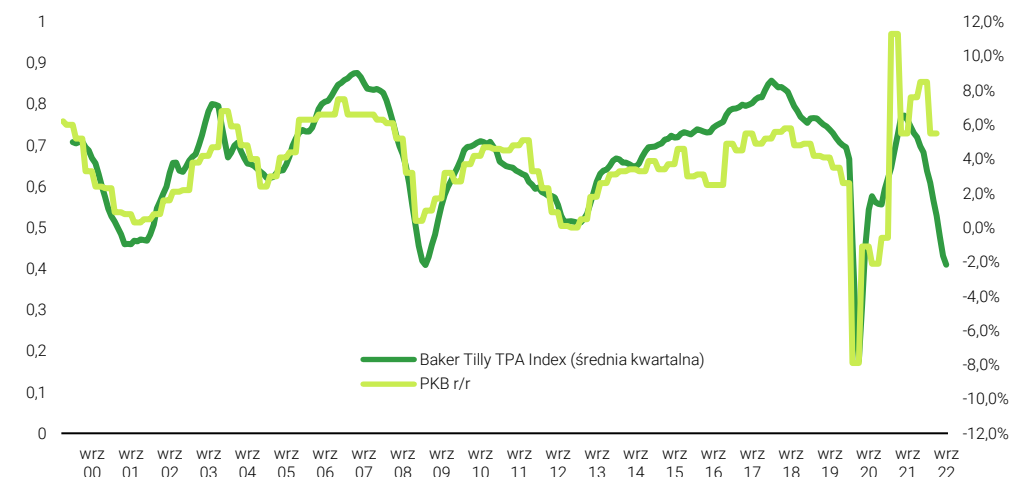
Najlepszym obrazem tego jest bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) publikowany przez GUS, odwzorowujący odbiór obecnego i spodziewanego otoczenia przez konsumentów. W sierpniu br. osiągnął on swój historyczny rekord pesymizmu, a należy zaznaczyć, że publikowany jest od 2004 r. Nastroje społeczne pod względem ekonomicznym są zatem najgorsze od 20 lat i poniżej poziomów z czasu pandemii czy wcześniejszych kryzysów gospodarczych. Odczyt wrześniowy był tylko minimalnie lepszy od poprzedniego.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index na tle dynamiki PKB Polski r./r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS

Baker Tilly TPA Index

Z perspektywy konsumentów najbardziej istotnym aspektem staje się obecnie inflacja, która z każdym kolejnym miesiącem nabiera tempa i wykazuje coraz wyższe poziomy. Dynamika cen w sierpniu br. wyniosła ponad 16%, a odczyt wrześniowy przekroczy zapewne 17% (zgodnie z publikacją *flash*), co oznacza najwyższe poziomy od drugiej połowy lat 90. ubiegłego wieku. O ile jeszcze na początku roku przyrost wynagrodzeń nadążał za takim tempem wzrostu cen, to już od kilku miesięcy sytuacja się jednak odwróciła – inflacja rośnie szybciej niż płace. Prowadzi to do realnego spadku siły nabywczej konsumentów, z czym mieliśmy do czynienia tylko krótko w 2020 r., a wcześniej ostatnio w 2013 r.

Sytuację częściowo łagodzi zastosowanie tarcz antyinflacyjnych, jednak rozkłada to tylko efekt podwyżek w czasie, ponieważ jest to tymczasowe ograniczenie wzrostu cen. Spadek zdolności zakupowej Polaków przełoży się na znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego. Warto wspomnieć, że konsumpcja jest głównym komponentem PKB, odpowiadającym nawet za 80% jego wartości.

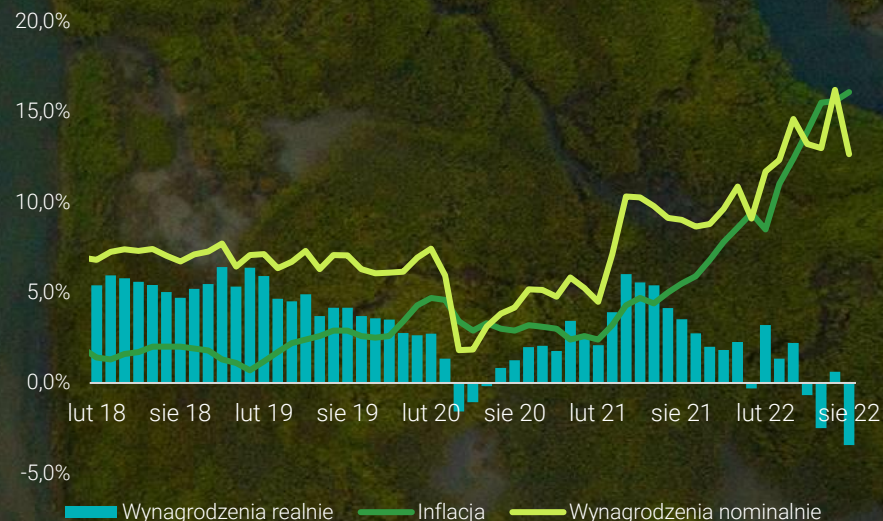
Spadek realnych dochodów to nie jedyny problem gospodarstw domowych. Dodatkowym uderzeniem w portfel konsumentów jest wzrost kosztów obsługi zadłużenia. Stawka WIBOR od lipca br.

ustabilizowała się w okolicach 7%. Jednak dopiero teraz w pełni przekłada się na wysokość rat kredytowych ze względu na kilkumiesięczne opóźnienie w aktualizacji stopy odniesienia. Łącznie te dwa efekty prowadzą do znaczącego spadku siły nabywczej i spowodują zahamowanie konsumpcji w kolejnych kwartałach.

Wysokie oprocentowanie kredytów wpływa też zabójczo na rynek mieszkaniowy. Spadek wolumenu transakcji w III kwartale wobec analogicznego okresu roku poprzedniego wyniósł blisko 50% (na bazie raportów deweloperów notowanych na GPW). Budownictwo mieszkaniowe generuje obecnie 6-7% PKB, a wstrzymanie inwestycji będące skutkiem spadku sprzedaży, będzie odczuwalne przez kilka kolejnych kwartałów.

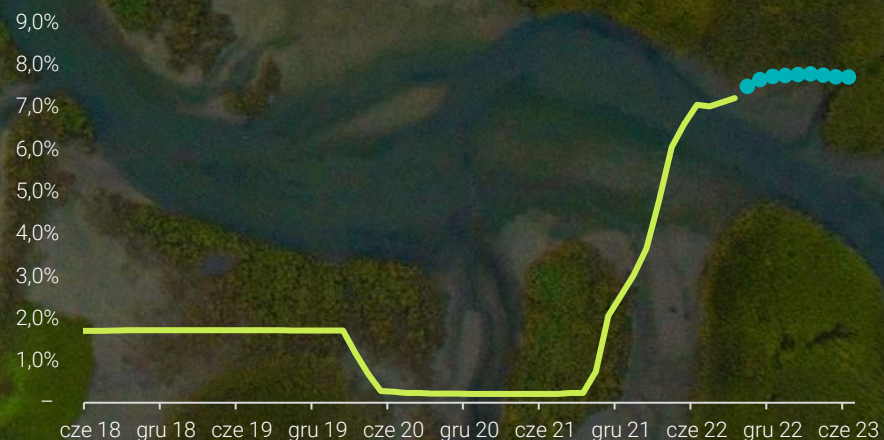
Walka z inflacją jest trudna, ponieważ polityka fiskalna cały czas ma charakter raczej ekspansywny, więc zacieśnianie monetarne przez bank centralny nie przynosi spodziewanych efektów. Dlatego rynek przestał wyceniać dalsze podwyżki stóp procentowych i obecnie zakłada, że WIBOR nie przekroczy już poziomu 8%, aczkolwiek oczekiwania odnośnie do spadku stóp również zostały zrewidowane i na razie do III kwartału 2023 r. nie są one zakładane.

Inflacja r./r. oraz dynamika wynagrodzeń w Polsce



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS

Stawka WIBOR 3M oraz jej prognoza z kontraktów FRA



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych ze stooq.pl

Baker Tilly TPA Index

Nagłym problemem stała się kwestia kosztów energii elektrycznej, która dotyka wszystkie sektory i prowadzi w wielu przypadkach do nieopłacalności kontynuacji działalności.

Dzieje się to nie tylko w Polsce, ale również w innych krajach Europy, gdzie niektóre najbardziej energochłonne zakłady już wstrzymują produkcję i przechodzą na tryb utrzymaniowy. Jest to efekt wysokich cen gazu, który w systemie kształtowania się cen energii elektrycznej na rynku jest języczkiem uwagi i decyduje o ostatecznych cenach. Konsekwencją wzrostu cen tego surowca

był znaczący, czasem kilkukrotny wzrost cen energii w poszczególnych krajach Europy w ciągu zaledwie kilku miesięcy.

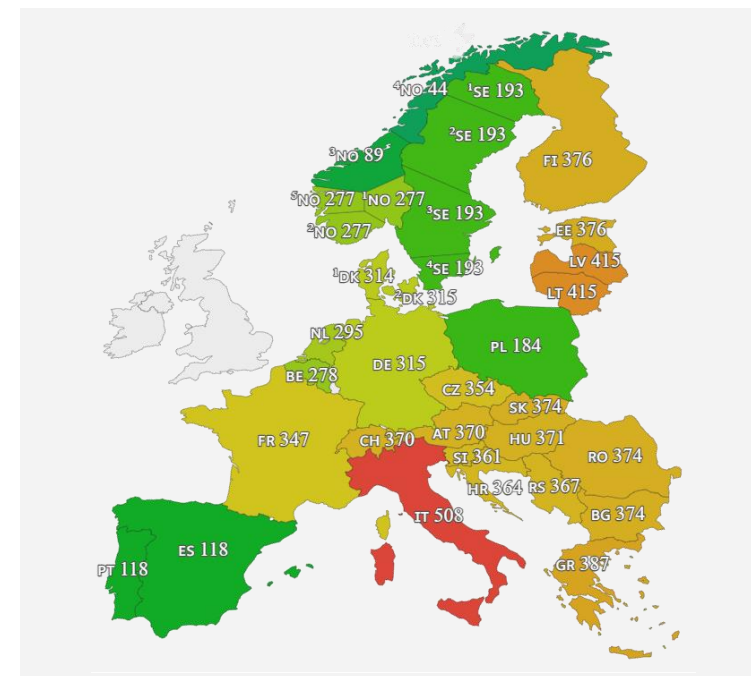
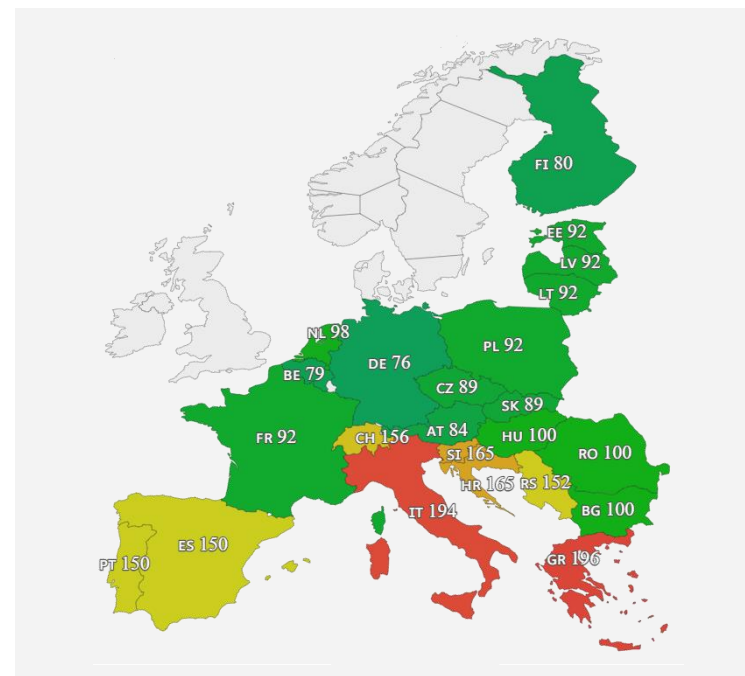
Wszystkie te negatywne czynniki oddziałujące na aktywność gospodarczą zwiększają ryzyko recesji. W lipcowej projekcji NBP zakładano, że ryzyko recesji (dwóch kolejnych kwartałów z ujemnym odczytem PKB r./r.) wyniesie około 1/3.

Perspektywa najbliższych kwartałów wygląda zatem niezbyt dobrze. Na pocieszenie należy wskazać jednak, że rząd podejmuje działania w celu ograniczenia ceny prądu, co może poprawić sytuację wielu przedsiębiorstw, a także może wprowadzać kolejne programy

pomocowe i tarcze, aby uchronić społeczeństwo przed negatywnymi skutkami czynników zewnętrznych. Jest to bardzo prawdopodobne ze względu na przyszłoroczne wybory parlamentarne. Poza tym pesymizm jest zwykle największy w dołku cyklu koniunkturalnego i jest nadzieja, że od wiosny przyszłego roku sytuacja zacznie się poprawiać.

Wysoki koszt kapitału implikuje atrakcyjne stopy zwrotu w długim terminie, więc obecne otoczenie sprzyja inwestycjom strategicznym i długoterminowym.

Ceny energii elektrycznej w Europie (EUR/MWh) z 3.01.2022 r. (po lewej) oraz 30.09.2022 r. (po prawej)



Źródło: <https://euenergy.live/>

Baker Tilly TPA Index

Jak czytać Baker Tilly TPA Index

Faza cyklu gospodarczego ma bardzo duże znaczenie dla procesów decyzyjnych i strategicznych, ponieważ oddziałuje na wiele obszarów funkcjonowania uczestników rynku. Ocena obecnej fazy wpływać będzie na odpowiedź na wiele pytań. Czy jest to dobry moment na inwestycje, czy nadchodzi spowolnienie i lepiej zachować ostrożność? Czy jest to właściwy czas na sprzedaż działalności lub spółek ze względu na prosperującą gospodarkę? A może jest to odpowiedni czas na kupno innych przedsiębiorstw w okresie gorszej koniunktury? Również inwestycje portfelowe najlepiej zwiększać w czasie dekoniunktury i spieniężać w szczycie cyklu.

Aspekty te są istotne dla przedsiębiorców, zarządów spółek, działów finansowych, inwestorów, ale też audytorów czy doradców.

Odpowiedź na pytanie o stan gospodarki nie jest łatwa i nigdy nie będzie jednoznaczna, ponieważ wpływa na nią olbrzymia liczba czynników, a także może on zostać zaburzony zdarzeniami niedającymi się przewidzieć (jak np. pandemia COVID-19). Jednak są wskaźniki, które mają na celu wskazanie stanu gospodarki i kierunku jej rozwoju na najbliższą przyszłość. Na ich podstawie można podjąć próbę określenia fazy cyklu gospodarczego oraz jego punktów zwrotnych.

Jest wiele publikacji określających stan koniunktury – przedstawiają je instytucje publiczne, organizacje branżowe oraz inne podmioty prywatne. W przypadku Polski za najbardziej istotne i wiarygodne, a jednocześnie powszechnie dostępne, uznaliśmy dane publikowane przez OECD (wskaźnik CLI), Komisję Europejską (wskaźnik ESI), GUS (ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej oraz bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej), a także indeks PMI przemysłu. Zebranie tych wskaźników uznaliśmy za wartościowe, gdyż nie wszystkie z nich są na bieżąco obserwowane przez podmioty gospodarcze, a mają one duże znaczenie dla

podejmowania długoterminowych decyzji ekonomicznych. Aktualna wartość tych wskaźników prezentowana jest przez ich dostawców w każdym miesiącu. W niniejszej publikacji, którą aktualizujemy w cyklu kwartalnym, dokonujemy podsumowania aktualnych odczytów wymienionych wskaźników, jak również ich agregacji do jednego indeksu określającego uśrednione wskazanie fazy cyklu koniunkturalnego. Szczegóły dotyczące wyznaczania wartości zagregowanej wskaźnika przedstawione zostały poniżej, a opis wykorzystanych wskaźników znajduje się w załączniku.

Ponieważ wskaźniki te przyjmują wartości w różnym stopniu oscylujące wokół 0, 100 lub 50, ich bieżąca wartość może nie być jednoznaczna w interpretacji dla wszystkich odbiorców bez analizy odczytów w długim terminie. Trudno bowiem określić, czy obecny poziom oznacza dobry, czy bardzo dobry stan gospodarki lub analogicznie – słaby czy bardzo słaby stan koniunktury. Dlatego postanowiliśmy ujednoczyć (znormalizować) te wskazania w odniesieniu do historii odczytów dla każdego wskaźnika. Na bazie historycznych wyników określamy co miesiąc, gdzie

znajduje się bieżąca wartość w przedziale od 0 do 100% zakresu wyznaczonego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdą się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla pięciu wskazanych powyżej wskaźników, która zawsze będzie zawierać się w przedziale od 0 do 1.

Analiza przeszłych wskazań naszego indeksu pozwala wyznaczyć poziomy powyżej 0,75 jako implikujące szczyt cyklu koniunkturalnego, natomiast poniżej 0,5 jako odczyty recesyjne lub znacznego spowolnienia w aktywności gospodarczej. Dodatkowo kierunek zmian następujących w kolejnych miesiącach pozwala analizować trendy w koniunkturze gospodarczej oraz podejmować próbę określenia punktów zwrotnych cyklu.

Aktywność transakcyjna w Polsce spadła drugi kwartał z rzędu. Według zebranych przez nas danych z serwisów Reuters oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce 55 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Aktywność transakcyjna w III kwartale tego roku jest poniżej średniego poziomu z ostatnich trzech lat (około 81 transakcji kwartalnie).

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Przyczyną dość niskiej liczby transakcji w ostatnich kwartałach może być niepewność co do sytuacji makroekonomicznej wpływająca na wzrost ryzyka rynkowego. W kontekście negocjacji cen zakupu obecne warunki wysokiej inflacji, zawirowania na rynku energetycznym oraz przerwy w łańcuchach dostaw nie sprzyjają podejmowaniu decyzji.

Nie bez znaczenia dla rynku M&A jest również sytuacja geopolityczna w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w tym przede wszystkim trwająca wojna w Ukrainie. Wpływa ona również na poziom ryzyka, które oceniane jest przez inwestorów zainteresowanych rynkiem Europy Środkowo-Wschodniej. Warto dodać, że proces M&A rozłożony jest na wiele miesięcy, przez co konsekwencje wojny i wzrostu ryzyka mogą być rozłożone w czasie na kilka następujących kwartałów.

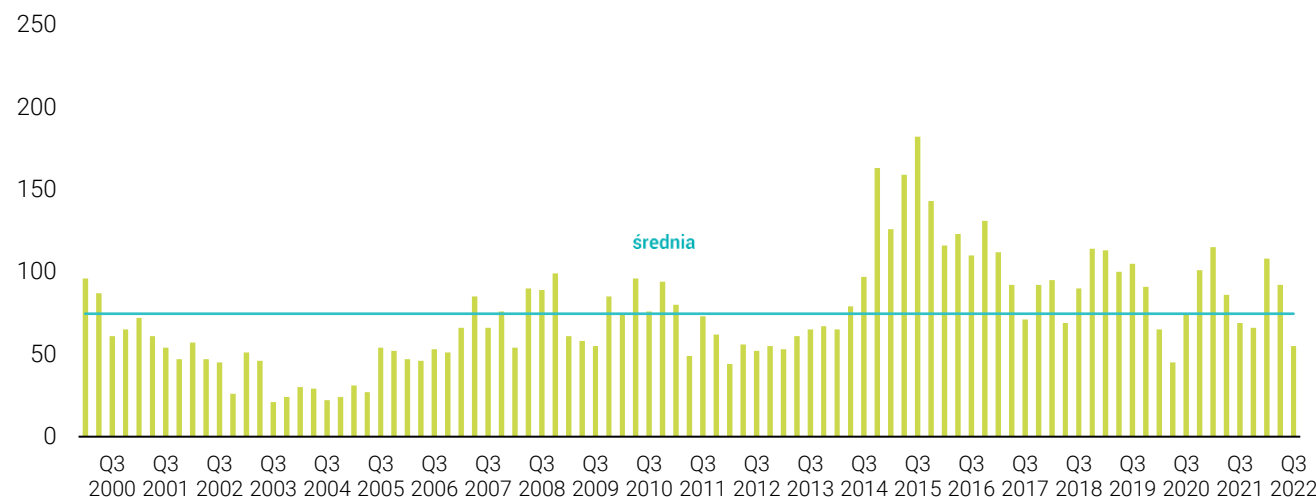
Kolejnym czynnikiem negatywnie oddziałującym na aktywność transakcyjną są wysokie koszty finansowania,

będące efektem podwyżek stóp procentowych.

Dla II kwartału 2022 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miały wtedy miejsce 92 transakcje M&A (wzrost w stosunku do liczby ukazanej w poprzedniej wersji Baker Tilly TPA Index wynika z opóźnień w dacie ogłoszenia transakcji w stosunku do daty transakcji).

Nie podajemy łącznej wartości przejęć i mnożników związanych z transakcjami prywatnymi ze względu na niepełną ich dostępność – dla większości transakcji prywatnych wartość płatności nie jest ujawniana. Co więcej, postrzegamy dostępne dane jako mało wiarygodne z perspektywy zewnętrznego odbiorcy, ponieważ umowy zawierają często dodatkowe zapisy, wypłaty i struktury, które bez szczegółowej znajomości warunków transakcji nie pozwalają na pełną ocenę.

Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce w poszczególnych kwartałach od 2000 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i Mergermarket

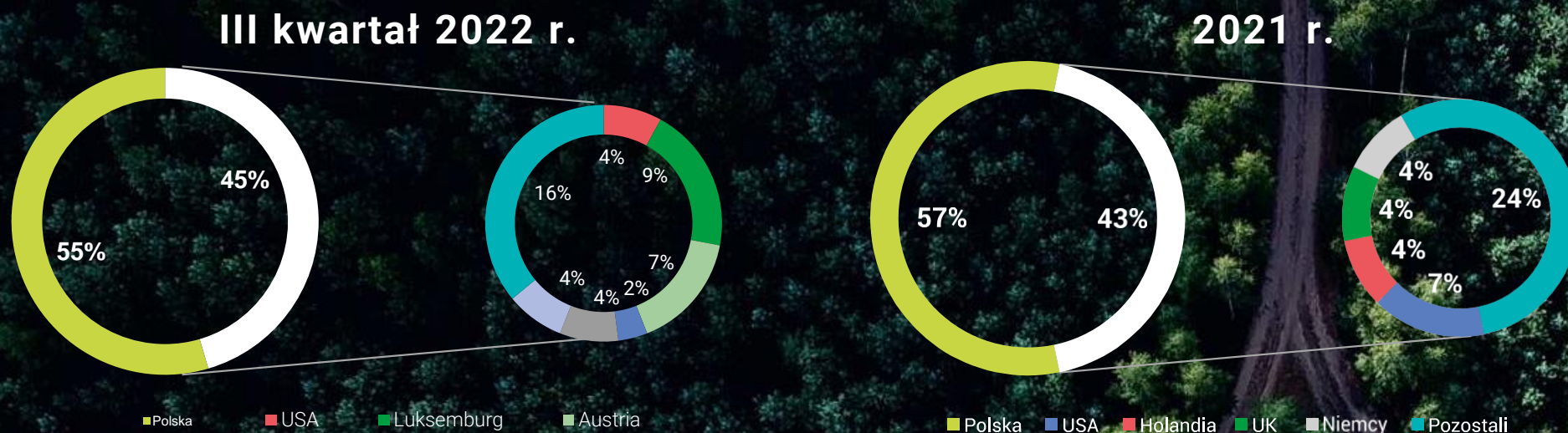
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W III kwartale 2022 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 45% transakcji, więcej niż długoterminowa średnia z lat 2000-2021 (około 1/3 transakcji) oraz więcej niż w poprzednim roku (43%).

W pierwszych dziewięciu miesiącach 2022 r. podział na inwestorów z Polski i zagranicy ukształtował się na poziomie 48/52.

W III kwartale, wśród inwestorów spoza Polski, dominowały podmioty zarejestrowane w Luksemburgu (5 transakcji), z czego 3 transakcje dotyczyły zakupu klinik stomatologicznych przez spółkę celową (United Clinics S.a r.l.) kontrolowaną przez fundusz private equity Innova Capital. W dalszej kolejności mamy nabywców z Austrii (4 transakcje) oraz USA, Szwecji i Włoch (po 2 transakcje).

Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w III kwartale 2022 r. w porównaniu z całym 2021 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i Mergermarket.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w III kwartale 2022 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek technologicznych, które odpowiadały za 20% transakcji ogółem. Jest to spadek tego sektora w porównaniu z zeszłym kwartałem (23% udziału), aczkolwiek nadal więcej niż w 2021 r. (16% udziału). Wysoką na tle całej historii transakcyjnej popularnością cieszyły się ochrona zdrowia (16% udziału w strukturze), energetyka (13%) oraz technologie. Sugerować to może zwrot inwestorów do branż, które powinny najlepiej sobie poradzić w przypadku zagrożenia recesją. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory przemysłowy (16%), finanse oraz usługi i produkty konsumenckie (po 7%).

Podział transakcji ze względu na sektory

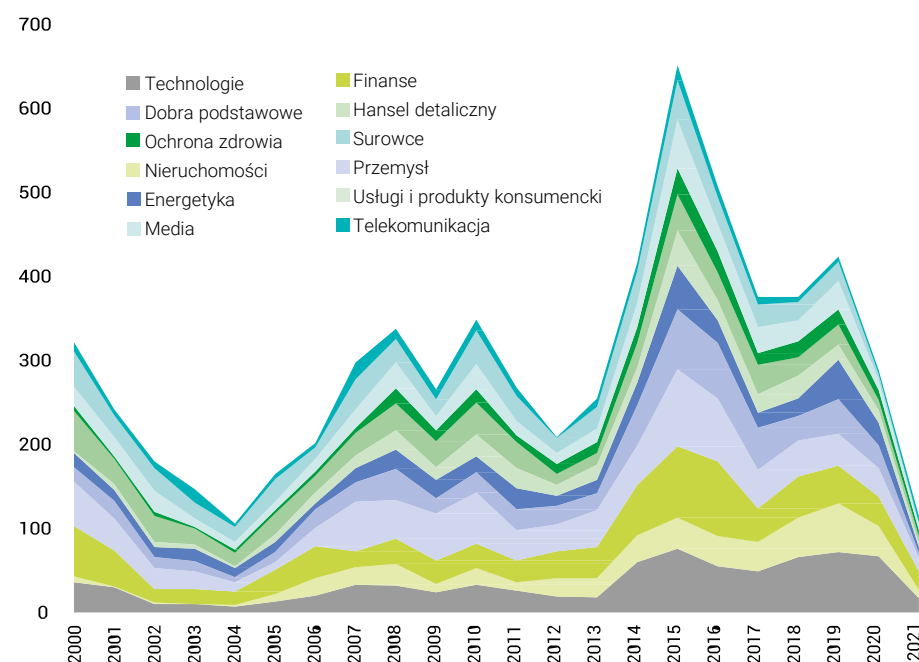
	III kw. 2022	II kw. 2022	I kw. 2022	2021	2000 - 2021
Dobra podstawowe	2%	4%	9%	8%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	7%	18%	14%	8%	10%
Energetyka	13%	9%	9%	11%	7%
Finanse	7%	7%	5%	11%	13%
Ochrona zdrowia	16%	4%	3%	4%	4%
Technologie	20%	23%	15%	16%	12%
Przemysł	16%	10%	15%	14%	14%
Surowce	5%	4%	6%	2%	8%
Media	2%	7%	6%	9%	7%
Nieruchomości	5%	10%	13%	7%	7%
Handel detaliczny	4%	3%	6%	4%	5%
Telekomunikacja	2%	1%	–	5%	3%
Łącznie transakcji	55	92	108	336	6774

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i Mergermarket

Poniższy wykres ukazuje zmiany w wielkości liczby transakcji na przestrzeni lat 2000-2021 w podziale na sektory. Zauważalny jest, potwierdzony również w 2021 r., rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze technologicznym i nieruchomości.

Stały, dość wysoki udział mają sektory finansowe i przemysł. Ich średni udział w 2021 r. wyniósł odpowiednio około 15% i 11%. Największy spadek zaobserwowano w przypadku sektorów dóbr konsumenckich oraz surowcowym.

Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2000-2021



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

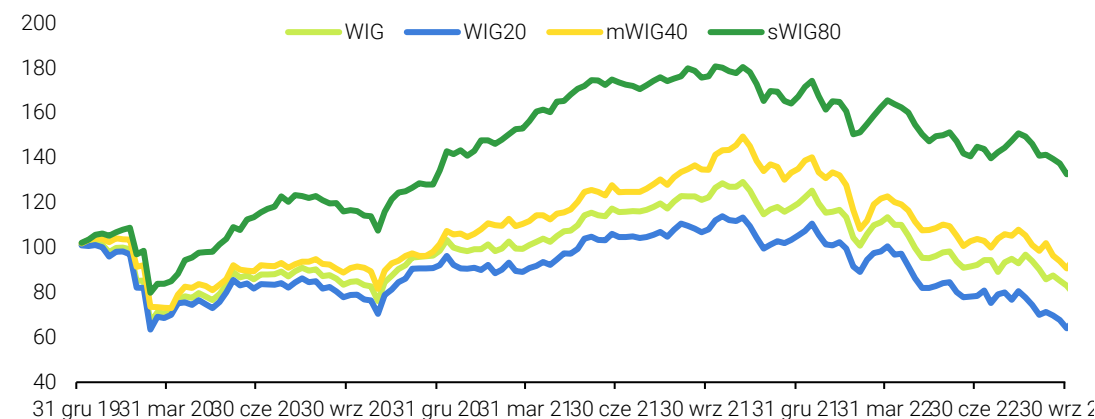
Wyceny na GPW w Warszawie

W III kwartale 2022 r. obserwowaliśmy kontynuację głębokich spadków wycen spółek notowanych na GPW. Po tym jak indeksy w I kwartale 2021 r. wróciły do poziomów obserwowalnych przed marcem 2020 r., a w II kwartale 2021 r. ustanowiły lub zbliżyły się do swoich historycznych rekordów, obserwujemy korektę w wysokości 25-40% w stosunku do listopada 2021 r.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec III kwartału wartość 1.377,91 pkt, co odpowiada dołkom indeksu z pandemicznych poziomów z wiosny 2020 r. oraz z kryzysu lat 2008-2009. Jego korekta w stosunku do ostatniego dnia II kwartału 2022 r. wyniosła 18,8%. Natomiast względem listopadowego szczytu mówimy już o 40-procentowej korekcie. Indeksy WIG oraz mWIG40 również kontynuowały swój spadek i znalazły się na odpowiednio 14-procentowym i 13-procentowym minusie w stosunku do końca II kwartału 2022 r. Niższe spadki zanotował za to sWIG80 (indeks grupujący podmioty o mniejszej kapitalizacji), który w zeszłym kwartale wykazał się największą odpornością na rynek niedźwiedzia. Zanotował on w tym okresie spadek w wysokości 8% kw./kw.

Warto dodać, że w przypadku sWIG80 listopadowe odczyty na poziomie ok. 21.640 pkt oznaczały przekroczenie

Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce od początku 2020 r. (31.12.2019 = 100)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl

szczytów zaobserwowanych w latach 2014 i 2017 oraz znaczne zbliżenie się do rekordowego notowania z 6.07.2007 r. w wysokości 21.697 pkt.

O ile w okresie hossy 2021 r. indeksy grupujące Spółki o największej kapitalizacji zachowywały największą stateczność i reagowały na wzrosty z opóźnieniem, o tyle obserwując obecną bessę zauważamy, że wykazują one potencjał do szybkich spadków, które dopiero pociągają rynek mniejszych spółek za sobą. Nie bez znaczenia jest w tej sytuacji również aspekt płynności i wielkości obrotów oraz fakt, że dużą wagę w WIG20 mają banki, które narażone są na dodatkowe ryzyka (wakacje kredytowe, kredyty CHF, presja rządowa na oprocentowanie depozytów).

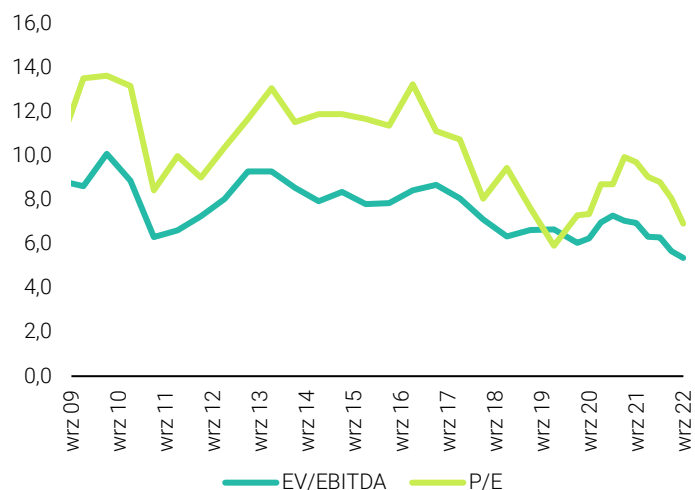
Kluczowe dla przyszłych kursów powinno być jednak zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza oraz geopolityczna. Nadzieję na

potencjalne wzrosty dają historycznie niskie wyceny, jak i poszukiwanie atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych w stosunku do depozytów bankowych, które obecnie nie oferują zwrotu pokrywającego wysoką inflację. Znaczący wpływ na wyceny ma trwająca wojna w Ukrainie, której jednym ze skutków jest istotny wzrost ryzyka systematycznego w regionie. Sytuacja rynkowa jest niepewna, co utrudnia szacowanie przyszłych wyników spółek.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

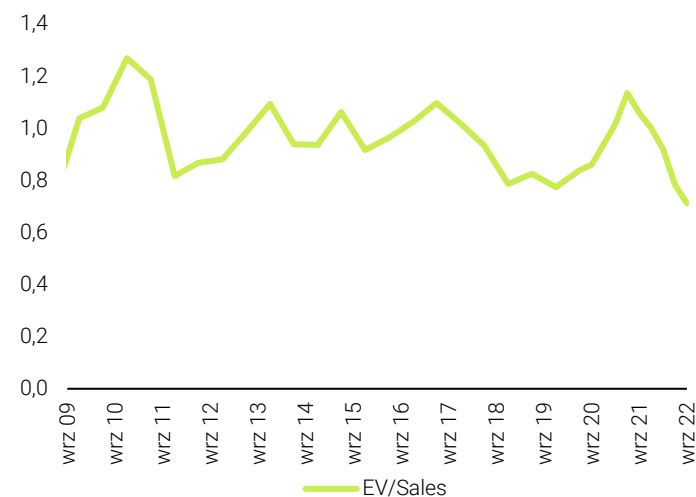
Obserwując mnożniki wycen na GPW, zauważamy kontynuację spadku ich wartości w stosunku do trzech poprzednich kwartałów. Oznacza to powrót do historycznie niskich poziomów wycen. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnięta na koniec III kwartału 2022 r. wartość 5,37x (w porównaniu z 5,66x na koniec II kwartału 2022 r. i 6,32x na koniec 2021 r.), natomiast EV/Sales osiągnął 0,71x (vs 0,78x na koniec II kw. 2021r. oraz 1,00x na 31.12.2021 r.). Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec III kwartału 2022 r. 6,91x (vs. 8,07x na 30.06.2022 r. oraz 9,04x na 31.12.2021 r.)¹.

Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/EBITDA i P/E



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/Sales



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Powodem spadku wartości mnożników w ostatnim kwartale są niższy rynkowy poziom wycen spółek (odzworowany w spadku indeksów giełdowych) oraz wzrosty osiąganych wyników finansowych, zwiększające mianownik wskaźników. Mnożniki zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) sugerują zatem niskie i atrakcyjne poziomy wycen na GPW na tle ich historycznych wartości oraz w zestawieniu z alternatywnymi inwestycjami finansowymi.

¹ Przy kalkulacji wartości ww. wskaźników brano pod uwagę wyniki LTM, wartości Equity oraz Enterprise Value na podstawie najnowszych notowań i danych bilansowych oraz wskaźnik zysku na akcję z wyłączeniem ujawnionych transakcji nadzwyczajnych.



Wartość EBITDA, czyli zysku przed odsetkami, podatkiem i amortyzacją (ang. Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization), jest jednym z najczęściej prezentowanych parametrów finansowych i powszechnie stosowanym w obszarze inwestycji, analizy finansowej czy wyceny przedsiębiorstw. Jednak EBITDA jest wskaźnikiem nie zdefiniowanym w Ustawie o rachunkowości ani w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej, przez co nie istnieje jeden standard podejścia do wyznaczania tej wartości. Choć różnice między wariantami mogą dotyczyć drobnych szczegółów, ich konsekwencje dla ostatecznego wyniku mogą być istotne. Jak zatem możemy liczyć wynik EBITDA?

EBITDA – czyli ile?

EBITDA liczona od góry

Najczęściej stosowanym podejściem do wyznaczenia EBITDA jest tzw. liczenie od góry. Polega ono na odjęciu od przychodów operacyjnych wszystkich kosztów operacyjnych z wyjątkiem amortyzacji. Wynikiem takiej różnicy jest właśnie EBITDA, ponieważ nie uwzględniamy tu aspektów związanych z żadnymi przychodami i kosztami finansowymi (stąd określenie operacyjne, czyli rozpoznawane „ponad” częścią finansową w rachunku zysków i strat), ani podatkami, a także nie uwzględniamy kosztu amortyzacji.

Popularnym uproszczeniem tego podejścia jest prosta kalkulacja polegająca na dodaniu amortyzacji do wyniku operacyjnego (EBIT – Earnings Before Interests and Taxes), co jest prawidłowe, jednak prowadzi do częstego błędu w interpretacji. Automatycznym rozumowaniem bywa przyjęcie, że wzrost amortyzacji prowadzi do wyższej EBITDA, ponieważ dodajemy większą wartość do wyniku EBIT. Jednak z definicji EBITDA jest neutralna na zmiany w wartości amortyzacji, ponieważ jest wartością nieuwzględniającą tego kosztu. Wyższy odpis amortyzacyjny spowoduje spadek zysku operacyjnego i większa dodawana wartość tylko skompensuje ten efekt, pozostawiając wynik EBITDA bez zmian.

Kalkulacja EBITDA „od góry”

Przychody operacyjne
- koszty operacyjne bez amortyzacji
= EBITDA

Lub alternatywnie

Przychody operacyjne
- koszty operacyjne
= EBIT
+ amortyzacja
= EBITDA

EBITDA liczona od dołu

Alternatywnym, z pewnością rzadziej stosowanym podejściem jest liczenie EBITDA od dołu, odwołując się do końcowej pozycji w rachunku zysków i strat. Punktem wyjścia jest zatem wynik netto okresu, który korygowany jest o elementy wyłączone w EBITDA – podatek dochodowy, odsetki (zarówno kosztowe, jak i przychodowe) oraz odpisy amortyzacyjne. Dlaczego dwa zaprezentowane podejścia mogą prowadzić do różnych wyników?

Przy liczeniu od dołu zachowujemy bowiem wszystkie nie odsetkowe komponenty przychodów i kosztów finansowych. Zgodnie z Ustawą o rachunkowości znajdują się tam również np. zyski i straty ze zbycia inwestycji finansowych (czyli innych niż inwestycje w nieruchomości), aktualizacje wartości inwestycji finansowych, czy różnice kursowe. EBITDA w swojej nazwie nie wskazuje, by te pozycje miały się tam nie znaleźć. Przy liczeniu wskaźnika od wyniku netto składowe te nie są wyłączone i wpływają na ostateczny wynik. W przypadku niektórych jednostek lub konkretnych okresów kalkulacji, ta różnica może nabierać istotnego znaczenia.

Kalkulacja EBITDA „od dołu”

Wynik netto
+ podatek dochodowy
+ koszty odsetkowe
- przychody odsetkowe
+ amortyzacja
= EBITDA

EBITDA – czyli ile?

Warto wspomnieć, że podejście „od dołu” do liczenia EBITDA stosuje Ministerstwo Finansów, które poprzez zapisy o tzw. cienkiej kapitalizacji wprowadziło parametr EBITDA do Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Nie jest ona zdefiniowana wprost w tej ustawie, ponieważ przedstawiona jest tylko formuła wyznaczająca wskazaną wielkość, jednak już w uzasadnieniach do zmian w ustawie o CIT Ministerstwo Finansów posługiwało się określeniem EBITDA. Formuła przyjęta w paragrafie 15c ustawy jest następująca:

$$[(P - P_o) - (K - A_m - K_{fd})]$$

Poszczególne symbole oznaczają:

P	zsumowaną wartość przychodów ze wszystkich źródeł przychodów, z których dochody podlegają opodatkowaniu podatkiem dochodowym
P_o	przychody o charakterze odsetkowym
K	sumę kosztów uzyskania przychodów bez pomniejszych wynikających z niniejszego ustępu
A_m	odpisy amortyzacyjne zaliczone w roku podatkowym do kosztów uzyskania przychodów
K_{fd}	zaliczone w roku podatkowym do kosztów uzyskania przychodów koszty finansowania dłużnego nieuwzględnione w wartości początkowej środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych, przed dokonaniem pomniejszych wynikających z niniejszego ustępu

Z powyższego wzoru wynika, że przychody i koszty finansowe inne niż odsetki nie są wyłączone z przychodów i kosztów, zatem są elementem EBITDA. Interpretacja taka ma swoje uzasadnienie w tym, że wszystkie ujęte pozycje wiążą się z działalnością danego podmiotu i są składową jego zysków, a EBITDA w swojej nazwie wskazuje konkretnie, jakie pozycje mają być wyłączone z kalkulacji. Dwa podejścia do wyznaczania EBITDA nie kończą jednak komplikacji związanych z tym parametrem.

Korekty do EBITDA

Powyższe rozważania odnoszą się do raportowanej wartości EBITDA, tzn. opartej na wartościach pobranych ze sprawozdania finansowego jednostki. Brak jednoznacznej definicji EBITDA, która narzucałaby jednolity sposób wyliczeń i prezentacji, prowadzi do indywidualnego podejścia do przedstawiania tej wartości przez spółki, szczególnie w komunikacji z inwestorami. W efekcie możemy spotkać się z EBITDA liczoną bez uwzględniania zdarzeń ujętych w pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych lub bardziej zawiłych korekt, które prowadzą do EBITDA zwanej skorygowaną, znormalizowaną, powtarzalną czy potencjalną.

Wszystkie te określenia wiążą się z modyfikacjami standardowej, raportowanej EBITDA, zwykle po to, by wyeliminować zaburzenia lub po prostu pokazać spółkę i jej wyniki w lepszym świetle. Pozycjami, które najczęściej podlegają wyłączeniu w prezentacji zysków ze względu na swój (rzekomo) jednorazowy charakter, są wszelkie odpisy (na należności, zapasy, utratę wartości środków trwałych), koszty programu motywacyjnego, straty na sprzedaży środków trwałych, straty nowych linii biznesowych lub produktowych, kary i odszkodowania, koszty restrukturyzacji lub reorganizacji czy koszty transakcyjne związane z przeprowadzeniem akwizycji.

Z tą ostatnią pozycją wiąże się jeszcze jedno pojęcie – EBITDA pro forma (choć to określenie bywa stosowane również jako synonim dla wskazanych wcześniej). Dotyczy ona połączeń jednostek w formie fuzji lub akwizycji. By pokazać, jak wyglądałaby rentowność po połączeniu tych podmiotów, szacuje się ich łączny wynik za ostatnie 12 miesięcy, który dodatkowo może być skorygowany o synergie kosztowe i przychodowe wynikające ze wspólnej działalności.

Jak widać, ze względu na potencjalne różnice w interpretacji parametru EBITDA, wnioski z wyceny czy oceny działalności mogą być istotnie odmienne. Aby doprecyzować sposób wyznaczania EBITDA, bardzo często umowy precyzują, jaką formułę należy zastosować do jej obliczeń. O tym, jakie podejście stosowane jest w konkretnej sytuacji czy umowie, decydują konkretni użytkownicy i strony danej relacji. Warto jednak zawczasu uwzględnić niuanse w tak podstawowych aspektach jak definicja parametru, by w przyszłości uniknąć nieporozumień i sporów, które mogą przekładać się na duże rozbieżności mierzone kwotami pieniężnymi.

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Średni ważony koszt kapitału (WACC) jest kluczową wartością wykorzystywaną do analizy projektów inwestycyjnych oraz wyceny aktywów i całych przedsiębiorstw. O ile składowa odpowiadająca za koszt długu nie sprawia zwykle problemów z wyznaczeniem jej kosztu do kalkulacji WACC, o tyle koszt kapitału własnego jest już znacznie trudniejszy do określenia. Dlatego poniżej prezentujemy wyznaczone przez nas wartości kosztu kapitału własnego w poszczególnych sektorach gospodarki. Dla spółek o średnim ryzyku dla danej branży oraz typowej strukturze finansowania dla danego sektora będzie to wystarczające przybliżenie kosztu kapitału własnego.

Po istotnym wzroście stóp procentowych w ostatnich miesiącach, a także po wzroście premii za ryzyko rynkowe, obecną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce w całej gospodarce szacujemy na

13,37%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	10,8%
Banki uniwersalne	14,9%
Budowlany	14,7%
Chemiczny (podstawowy)	13,2%
Chemiczny (specjalistyczny)	13,3%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	14,8%
Części samochodowe	16,6%
Deweloperski	12,2%
Dystrybucja ropy/gazu	12,4%
Edukacja	12,2%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	14,8%
Elektronika (ogólna)	13,6%

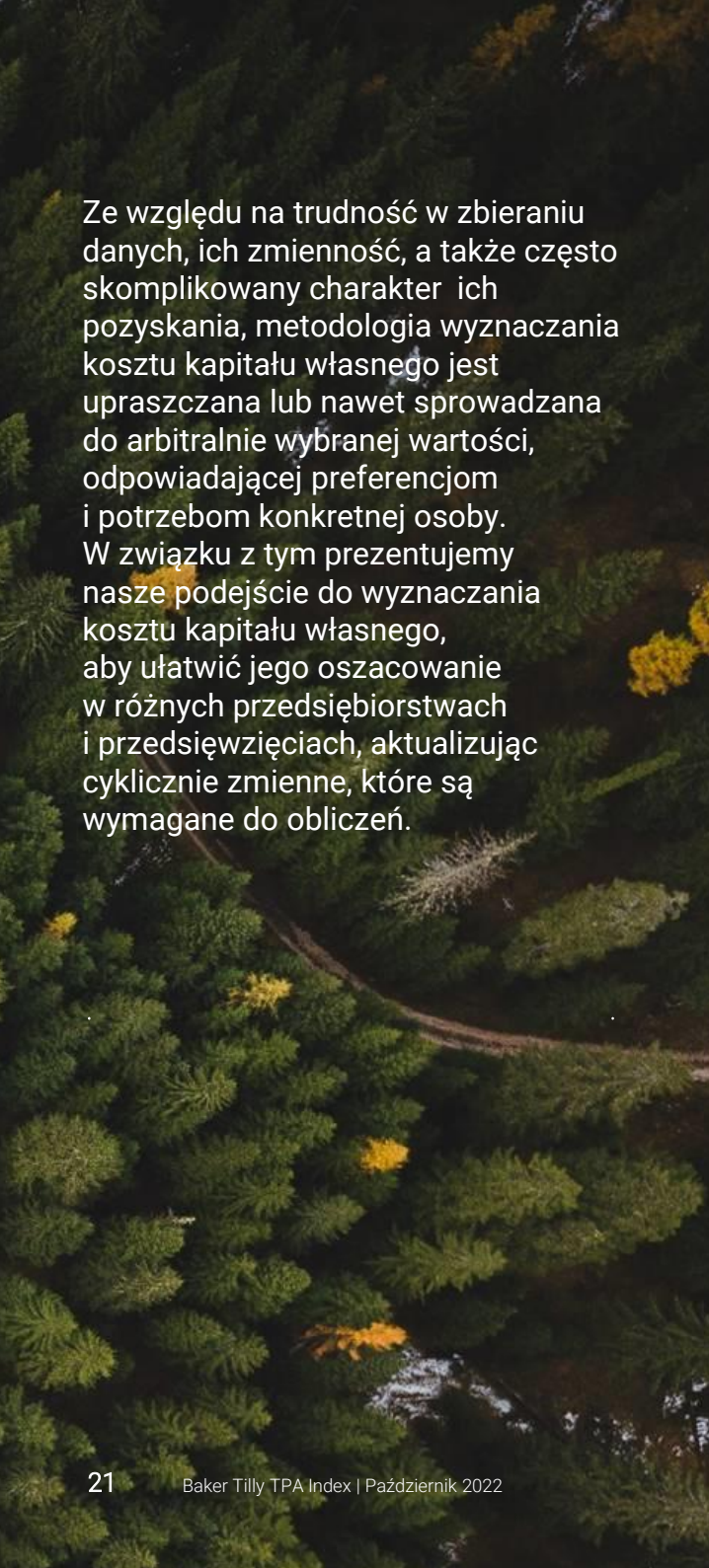
Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	12,4%
Energia odnawialna	12,6%
Farmaceutyczny	13,1%
Handel detaliczny	11,3%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,7%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	13,7%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	14,6%
Handel detaliczny (online)	14,9%
Hotele i hazard	15,6%
Hurtownicy żywności	12,0%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	12,5%
Inżynieria/budownictwo	13,7%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Kanalizacja i ścieki	10,0%
Komputery/urządzenia peryferyjne	13,5%
Leki (biotechnologia)	13,8%
Maszynowy	14,0%
Materiały budowlane	13,4%
Podwykonawcy budowlani	14,2%
Meble / wyposażenie domu	13,7%
Metale i górnictwo	15,1%
Metale szlachetne	13,4%
Militaria/obronność	14,6%
Napoje alkoholowe	11,2%
Napoje bezalkoholowe	12,4%
Nieruchomości	12,5%
Obuwie	14,3%
Odzież	14,2%
Opakowania	12,6%
Opony	13,6%
Oprogramowanie (Internet)	12,9%
Oprogramowanie (rozrywka)	13,6%
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	13,4%
Papierowy i drzewny	12,4%
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	12,2%
Półprzewodniki	15,4%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Produkty gospodarstwa domowego	12,4%
Produkty zdrowotne	13,1%
Przemysł stoczniowy i morski	13,7%
Przetwórstwo spożywcze	11,6%
R.E.I.T.	12,4%
Reasekuracja	16,4%
Reklama	13,5%
Rekreacja	13,8%
Restauracje	16,3%
Rolnictwo	11,5%
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	16,6%
Ropa i gaz (zintegrowany)	15,1%
Rozrywkowy	13,5%
Samochody i ciężarówki	14,7%
Sprzedaż detaliczna	15,4%
Sprzedaż hurtowa	13,0%
Sprzęt elektryczny	15,1%
Sprzęt i usługi biurowe	13,9%
Sprzęt telekomunikacyjny	13,4%
Sprzęt wydobywczy	15,9%
Stalowy	14,6%
Szpitala/placówki opieki zdrowotnej	11,9%
Technologie dla ochrony zdrowia	12,6%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	13,0%
Telewizja	13,0%
Telewizja kablowa	10,6%
Transport	13,0%
Transport kolejowy	15,2%
Transport lotniczy	17,3%
Transport samochodowy	14,1%
Tytoń	10,4%
Ubezpieczenia (majątkowe)	12,4%
Ubezpieczenia (ogólne)	13,8%
Ubezpieczenia (życie)	14,9%
Usługi biznesowe i konsumenckie	13,8%
Usługi dla nieruchomości	11,3%
Usługi finansowe	13,2%
Usługi informacyjne	13,8%
Usługi informatyczne	13,3%
Usługi środowiskowe i odpadowe	13,5%
Usługi telekomunikacyjne	11,5%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	12,1%
Użyteczności publicznej	12,0%
Węgiel	18,0%
Wydawnictwa i gazety	12,7%



Ze względu na trudność w zbieraniu danych, ich zmienność, a także często skomplikowany charakter ich pozyskania, metodologia wyznaczania kosztu kapitału własnego jest upraszczana lub nawet sprowadzana do arbitralnie wybranej wartości, odpowiadającej preferencjom i potrzebom konkretnej osoby. W związku z tym prezentujemy nasze podejście do wyznaczania kosztu kapitału własnego, aby ułatwić jego oszacowanie w różnych przedsiębiorstwach i przedsięwzięciach, aktualizując cyklicznie zmienne, które są wymagane do obliczeń.

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Punktem wyjścia w wyznaczaniu kosztu kapitału własnego jest stopa wolna od ryzyka, która kompensuje inwestora za odroczenie konsumpcji oraz za przyszłą inflację. Ze względu na długoterminowy charakter kapitału własnego stosowana jest tu rentowność obligacji skarbowych o długim terminie zapadalności, zwyczajowo są to obligacje 10-letnie. Na 30.09.2022 r. ich rentowność wyniosła 7,16% (w porównaniu z 6,94% na koniec II kwartału 2022 r.). Taki byłby koszt kapitału dla inwestycji pozbawionych dodatkowego ryzyka.

Jednak inwestycje w ryzykowne przedsięwzięcia muszą przynosić wyższą stopę zwrotu. Dlatego do stopy wolnej od ryzyka dodawana jest premia za ryzyko rynkowe. Reprezentuje ona przeciętne ryzyko inwestycji w działalność biznesową i może być mierzona na podstawie historycznych wyników lub oczekiwanych zwrotów w kolejnych latach. Aktualnie wartość premii za ryzyko rynkowe wyznaczonej na podstawie oczekiwanych wyników w przyszłości wynosi 6,21% (vs 6,01% na 30.06.2022 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 13,37%.

Warty odnotowania jest ostatni wzrost kosztu kapitału własnego wobec poprzedniego kwartału, kiedy wyniósł 12,95%. W III kwartale 2022 r. nastąpił wzrost rentowności obligacji skarbowych o 0,22 p.p. (co przełożyło się na wzrost stopy wolnej od ryzyka) oraz wzrost premii za ryzyko rynkowe o 0,20 p.p. (co dodatkowo powiększyło koszt kapitału).

Jednak ryzyko poszczególnych działalności istotnie się różni. Aby uwzględnić efekt zróżnicowania ryzyka w poszczególnych sektorach, stosowany jest współczynnik beta, który jest miarą wrażliwości działalności operacyjnej na koniunkturę gospodarczą. Im wyższa jest ta wrażliwość, a zatem i zmienność wyników, tym wyższą wartość przyjmuje ten wskaźnik. Przyjmuje on wartości powyżej 1,0 dla działalności o ryzyku wyższym niż średnia oraz poniżej 1,0 dla działalności mniej wrażliwych na wahania koniunktury. W efekcie, przy wyznaczaniu kosztu kapitału dla konkretnej branży, premia za ryzyko rynkowe pomnożona jest przez współczynnik beta, aby oddać faktyczne ryzyko dla danej działalności.

Na końcu niniejszego tekstu zamieszczona została tabela przedstawiająca wartości wskaźnika beta dla poszczególnych sektorów gospodarki wyznaczone na podstawie historycznych zmian notowań w porównaniu ze zmianami indeksu giełdowego. Dane pochodzą z rynku europejskiego, jednak uważamy, że są reprezentatywne również dla polskiej gospodarki.

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Wymienione składowe wyznaczają całkowity koszt kapitału własnego zgodnie z powszechnie stosowanym modelem CAPM – najczęściej stosowanym i powszechnie akceptowanym, mimo swoich niedoskonałości i wymaganych założeń. W swojej podstawowej formie model ten wyznacza zatem koszt kapitału własnego na podstawie poniższego wzoru:

$$k_e = r_{fPL} + \beta \times MRP$$

k_e	koszt kapitału własnego
r_{fPL}	rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce (aktualnie 7,16%)
β	współczynnik beta
MRP	rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 6,21%)

W przypadku analizy na potrzeby polskich przedsiębiorstw, generujących przychody głównie na rynku krajowym oraz posiadających aktywa zlokalizowane w Polsce, powyższe podejście będzie zupełnie wystarczające.

Koszt kapitału własnego dla zaawansowanych

Jak zostało wspomniane wcześniej, powyższa metoda pozwoli nam określić koszt kapitału w uproszczony sposób dla działalności skupionej w Polsce. Bardziej złożonym podejściem będzie szersza analiza i nieco bardziej rozbudowany wzór prezentowany poniżej.

$$k_e = r_f + CRP + \beta \times MRP + \alpha$$

k_e	koszt kapitału własnego
r_f	stopa wolna od ryzyka w danej walucie
CRP	ryzyko kraju (<i>country risk premium</i>)
β	współczynnik beta
MRP	rynkowa premia za ryzyko
α	dodatkowa premia za ryzyko

Aby oszacować koszt kapitału w tym podejściu, zaczynamy od wyznaczenia stopy wolnej od ryzyka (r_f) dla danej waluty, w której sporządzamy prognozę przepływów pieniężnych.

Dla złotego będzie to rentowność polskich obligacji długoterminowych skorygowana o ryzyko kraju, którą możemy zmierzyć przez kwotowanie CDS (ponieważ rating Polski jest na poziomie A, zakup obligacji skarbowych nie jest inwestycją bez ryzyka). Obecnie taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 5,64%. Dla waluty EUR będzie to 2,11%, a dla USD jest na poziomie 3,80%.

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Następnie należy uwzględnić ryzyko kraju, w którym prowadzona jest działalność i sprzedaż. Będzie to średnia ważona dla poszczególnych państw prowadzenia działalności. Przykładowe wartości dla wybranych krajów zawarte są w tabeli obok. Dla działalności prowadzonej w całości w Polsce suma stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko dla Polski będzie w przybliżeniu równa rentowności obligacji skarbowych, stąd nasze uproszczenie wspomniane na początku.

Element ryzyka rynkowego działa tu analogicznie, jak w podejściu uproszczonym – ryzyko rynkowe pomnożone przez betę. W tym miejscu warto również wspomnieć o indywidualnym podejściu do wskaźnika beta. W tabeli na końcu tekstu podajemy dwie wartości współczynnika.

Beta oznacza wrażliwość wyznaczoną jako średnia dla spółek sektora i powinna być stosowana, jeśli stosunek zadłużenia do kapitału własnego w analizowanym przypadku odpowiada średniej w branży. Jednak w naszej opinii bardziej miarodajne będzie wyznaczenie wskaźnika na podstawie bety aktywów, która odzwierciedla ryzyko biznesowe bez dźwigni finansowej. W przypadku spółki bez zadłużenia będzie ona już ostateczną wartością. Natomiast dla podmiotów korzystających z finansowania dłużnego beta (β) wyznaczona jest przez korektę bety aktywów (β_A) o efekt dźwigni finansowej, czyli stosunek zadłużenia (D) do kapitału własnego (E) z uwzględnieniem tarczy podatkowej (przy stawce podatkowej t).

$$\beta = \beta_A \times [1 + (1 - t) \times (D / E)]$$

Uzupełniającym składnikiem jest jeszcze dodatkowa premia za inne ryzyko, np. wielkość spółki. Mniejsze spółki i projekty wiążą się z większym ryzykiem i powinny oferować wyższą stopę zwrotu. Szacunek tej dodatkowej premii również zawarty jest w tabeli obok i zależy od wartości kapitału własnego jako miary skali działalności - im jest ona niższa, tym większa wartość dodatkowej premii przykładana jest do kosztu kapitału. W ten sposób możemy dojść do kosztu kapitału własnego, który w bardziej dokładny sposób odzwierciedli ryzyko inwestycji.

Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na 30.09.2022 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	7,16%
r_f	
PLN	5,64%
EUR	2,11%
USD	3,80%
CRP	
Polska	1,25%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,14%
Hiszpania	0,68%
MRP	6,21%
Kapitał własny do (mln USD):	α^*
9,611	1,00%
2,083	1,70%
448	3,58%

* Podatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Wartość współczynników beta dla poszczególnych sektorów gospodarki

Sektor	Beta	Beta aktywów
Banki regionalne/spółdzielcze	0.6	0.2
Banki uniwersalne	1.2	0.3
Budowlany	1.2	1.1
Chemiczny (podstawowy)	1.0	0.7
Chemiczny (specjalistyczny)	1.0	0.9
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1.2	1.1
Części samochodowe	1.5	1.2
Deweloperski	0.8	0.6
Dystrybucja ropy / gazu	0.8	0.5
Edukacja	0.8	0.6
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1.2	1.2
Elektronika (ogólna)	1.0	0.9
Energetyka	0.8	0.6
Energia odnawialna	0.9	0.7
Farmaceutyczny	1.0	0.8
Handel detaliczny	0.7	0.4
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	0.6	0.4
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1.1	0.8
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1.2	0.8
Handel detaliczny (online)	1.2	1.1
Hotele i hazard	1.4	0.9

Sektor	Beta	Beta aktywów
Hurtownicy żywności	0.8	0.2
Inwestycje i zarządzanie aktywami	0.9	0.8
Inżynieria / budownictwo	1.0	0.7
Kanalizacja i ścieki	0.5	0.3
Komputery/urządzenia peryferyjne	1.0	0.9
Leki (biotechnologia)	1.1	1.0
Maszynowy	1.1	1.0
Materiały budowlane	1.0	0.8
Podwykonawcy budowlani	1.1	0.9
Meble / wyposażenie domu	1.0	1.0
Metale i górnictwo	1.3	1.0
Metale szlachetne	1.0	0.9
Militaria / obronność	1.2	1.1
Napoje alkoholowe	0.7	0.5
Napoje bezalkoholowe	0.8	0.7
Nieruchomości	0.9	0.5
Obuwie	1.2	1.0
Odzież	1.1	1.0
Opakowania	0.9	0.7
Opony	1.0	0.9
Oprogramowanie (Internet)	0.9	0.7

Sektor	Beta	Beta aktywów
Oprogramowanie (rozrywka)	1.0	1.0
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	1.0	0.9
Papierowy i drzewny	0.8	0.7
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	0.8	0.7
Półprzewodniki	1.3	1.2
Produkty gospodarstwa domowego	0.8	0.7
Produkty zdrowotne	1.0	0.9
Przemysł stoczniowy i morski	1.0	0.8
Przetwórstwo spożywcze	0.7	0.6
REIT	0.8	0.5
Reasekuracja	1.5	1.4
Reklama	1.0	0.8
Rekreacja	1.1	0.8
Restauracje	1.5	1.0
Rolnictwo	0.7	0.4
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	1.5	0.8
Ropa i gaz (zintegrowany)	1.3	0.9
Rozrywkowy	1.0	0.9
Samochody i ciężarówki	1.2	0.7
Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1.3	1.1
Sprzedaż hurtowa	0.9	0.7

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Sektor	Beta	Beta aktywów
Sprzęt elektryczny	1.3	1.2
Sprzęt i usługi biurowe	1.1	0.9
Sprzęt telekomunikacyjny	1.0	1.0
Sprzęt wydobywczy	1.4	1.0
Stalowy	1.2	1.0
Szpitaly/placówki opieki zdrowotnej	0.8	0.4
Technologie dla ochrony zdrowia	0.9	0.8
Telekomunikacja	0.9	0.4
Telewizja	0.9	0.7
Telewizja kablowa	0.5	0.5

Sektor	Beta	Beta aktywów
Transport	0.9	0.6
Transport kolejowy	1.3	0.5
Transport lotniczy	1.6	1.0
Transport samochodowy	1.1	0.4
Tytoń	0.5	0.3
Ubezpieczenia (majątkowe)	0.8	0.7
Ubezpieczenia (ogólne)	1.1	0.9
Ubezpieczenia (życie)	1.2	0.8
Usługi biznesowe i konsumenckie	1.1	0.9
Usługi dla nieruchomości	0.7	0.4

Sektor	Beta	Beta aktywów
Usługi finansowe	1.0	0.3
Usługi informacyjne	1.1	1.0
Usługi informatyczne	1.0	0.9
Usługi środowiskowe i odpadowe	1.0	0.8
Usługi telekomunikacyjne	0.7	0.4
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0.8	0.5
Użyteczności publicznej	0.8	0.4
Węgiel	1.7	1.2
Wydawnictwa i gazety	0.9	0.7

Źródło: Analiza prof. A. Damodarana, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Opis wskaźników koniunktury

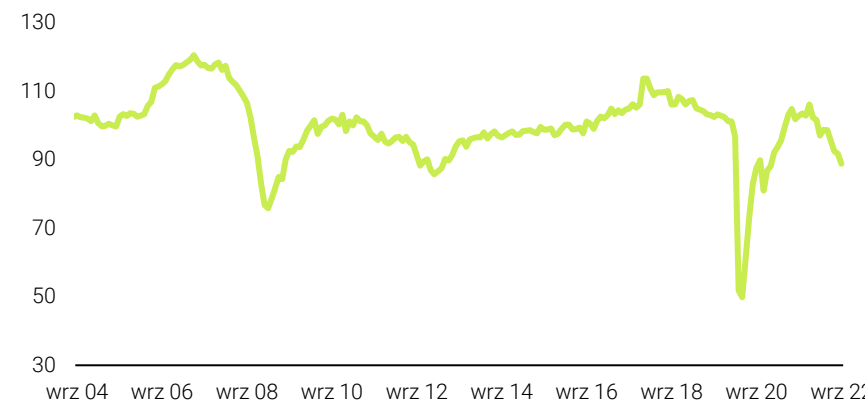
Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

Jest on prezentowany od stycznia 2011 r., przy czym zawiera szeregi od stycznia 2004 r. Do budowy ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury gospodarczej dla poszczególnych rodzajów działalności wykorzystywane są zestandaryzowane wskaźniki proste wyrównane sezonowo, pochodzące z badań koniunktury gospodarczej: przetwórstwa przemysłowego (wskaźniki bieżącego poziomu zapasów, bieżącego portfela zamówień oraz przewidywanej produkcji), budownictwa (wskaźniki bieżącego portfela zamówień i przewidywanego zatrudnienia), handlu detalicznego (wskaźniki bieżącego poziomu zapasów, sprzedaży w ostatnich trzech miesiącach oraz przewidywanej sprzedaży) oraz usług (wskaźniki ogólnej sytuacji jednostki, popytu w ostatnich trzech miesiącach oraz przewidywanego popytu). Na ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej składają się wyżej wymienione wskaźniki proste z przyporządkowanymi im wagami – przetwórstwo przemysłowe (50%), usługi (38%), handel detaliczny (6%), budownictwo (6%). Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej jest zestandaryzowany wobec poziomu 100 o odchyleniu standardowym 10. Gdy jego wartość jest większa od 100, oznacza to, że kształtuje się on na poziomie powyżej średniej długookresowej, gdy jest niższa od 100 – poniżej tej średniej. W przetwórstwie przemysłowym badaniem objęte są podmioty o liczbie pracujących 10 i więcej osób. W pozostałych badaniach (budownictwo, handel, usługi) uczestniczą również podmioty o liczbie pracujących do 9 osób.

Composite Leading Indicator (CLI) OECD

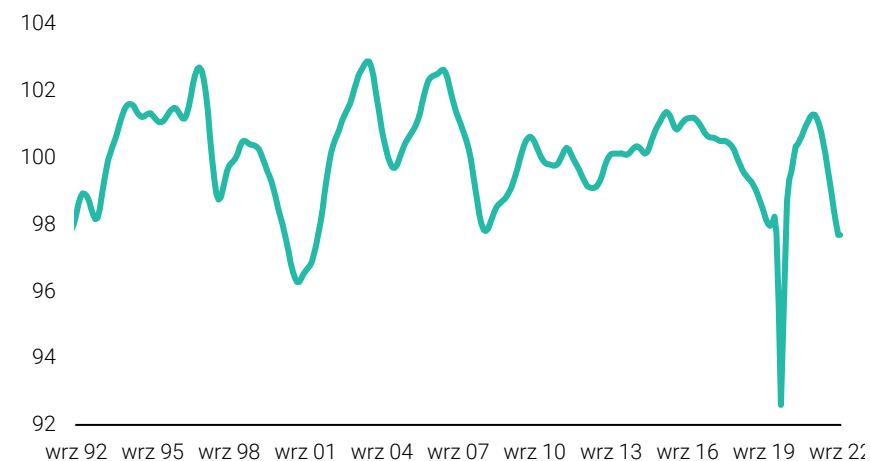
Ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych wskazujących na wahania działalności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału. CLI wykazuje krótkoterminowe ruchy gospodarcze raczej w kategoriach jakościowych niż ilościowych. Składniki CLI są szeregami czasowymi, które wykazują wiodący związek z szeregiem odniesienia (PKB) w punktach zwrotnych. Serie komponentów dla każdego kraju są wybierane na podstawie różnych kryteriów, takich jak znaczenie gospodarcze, zachowanie cykliczne, jakość danych, terminowość i dostępność. W przypadku Polski są to realny efektywny kurs walutowy, 3-miesięczny WIBOR, produkcja w przemyśle, wolne miejsca pracy oraz produkcja węgla. Punkt zwrotny w CLI będzie zwykle sygnalizował punkt zwrotny w cyklu koniunkturalnym za 6-9 miesięcy. Oprócz wskazywania punktów zwrotnych, CLI ma również właściwość podążania w tym samym kierunku co cykl koniunkturalny.

Historyczne wartości Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Historyczne wartości CLI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych OECD

Opis wskaźników koniunktury

Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej

Jest on średnią ważoną sald odpowiedzi na wybrane pytania skierowane do firm i konsumentów w pięciu sektorach, wskazujące na panujące w nich nastroje. Sektory te obejmują przemysł (waga 40%), usługi (30%), konsumenci (20%), handel detaliczny (5%) i budownictwo (5%). Salda są konstruowane jako różnica między odsetkiem respondentów, którzy udzielili odpowiedzi pozytywnej i negatywnej. Zagregowane dane dla UE i strefy euro oblicza się na podstawie wyników krajowych korygowanych sezonowo. Wskaźnik ESI jest skalowany do długoterminowej średniej 100 i odchylenia standardowego 10. Zatem wartości powyżej 100 wskazują na ponadprzeciętne nastroje gospodarcze, i odwrotnie.

Indeks PMI przemysłu

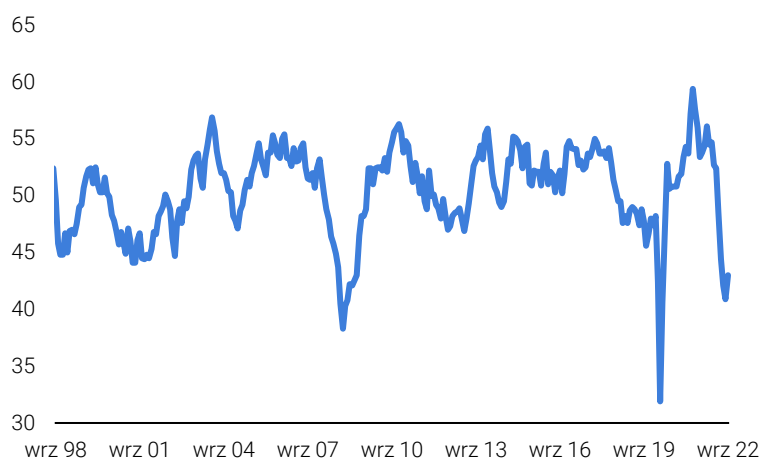
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych warunkach biznesowych. PMI opiera się na comiesięcznych badaniach menedżerów łańcucha dostaw w 19 branżach. Odczyt indeksu 50,0 oznacza, że sytuacja pozostaje niezmienną, liczba powyżej 50,0 wskazuje na poprawę, a wskazania poniżej 50,0 sugerują pogorszenie. Indeks 50,0 powstałby, gdyby wszyscy respondenci nie zgłosili żadnej zmiany lub liczba respondentów zgłaszających poprawę była równa liczbie respondentów wskazujących na pogorszenie. Im dalej od 50,0, tym silniejsza zmiana następuje w ciągu danego miesiąca.

Historyczne wartości ESI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



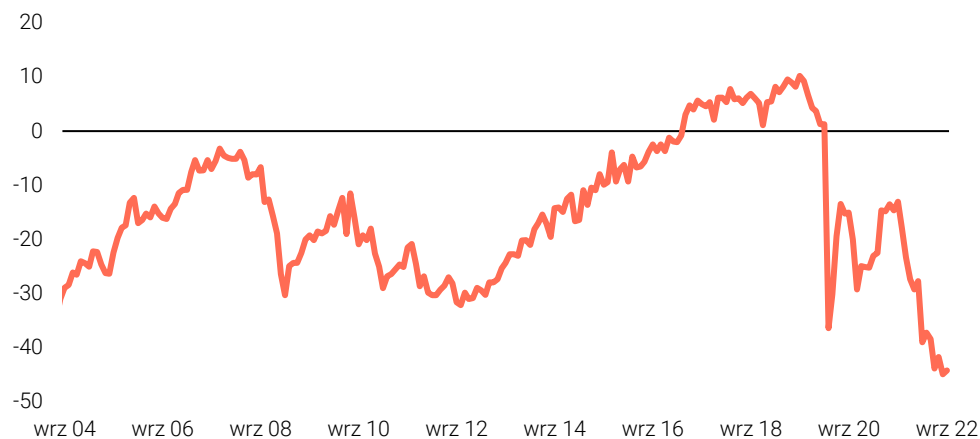
Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl

Opis wskaźników koniunktury

BWUK

Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej publikowany jest przez Główny Urząd Statystyczny. Obliczany jako średnia arytmetyczna sald odpowiedzi dotyczących: ocen zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie ostatnich 12 miesięcy, ocen zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie najbliższych 12 miesięcy, ocen zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w okresie ostatnich 12 miesięcy, ocen zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w okresie najbliższych 12 miesięcy oraz ocen obecnego dokonywania ważnych zakupów. Wskaźnik ufności konsumenckiej może przyjmować wartości od -100 do +100. Wartość dodatnia oznacza przewagę liczebną konsumentów nastawionych optymistycznie nad konsumentami nastawionymi pesymistycznie, natomiast wartość ujemna oznacza przewagę liczebną konsumentów nastawionych pesymistycznie nad konsumentami nastawionymi optymistycznie. Dla umożliwienia porównywalności oraz obliczenia indeksu Baker Tilly TPA, wartość podawana przez GUS powiększona została o 100, w związku z czym poruszamy się w zakresie od 0 do 200, gdzie wartość 100 jest wartością neutralną.

Historyczne wartości BWUK



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Opis wskaźników koniunktury

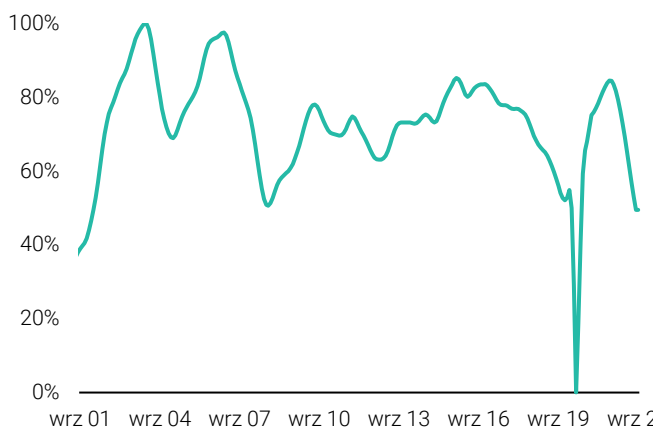
Poniżej zaprezentowane są znormalizowane wartości poszczególnych wskaźników, na bazie których obliczony został Baker Tilly TPA Index.

Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie Baker Tilly TPA)

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej znormalizowany



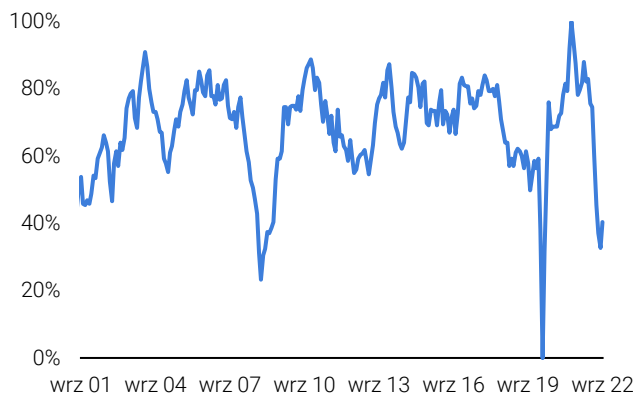
Composite Leading Indicator (CLI) znormalizowany GUS



Economic Sentiment Indicator znormalizowany



Indeks PMI przemysłu znormalizowany



Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej znormalizowany



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA



Kontakt

Warszawa

ul. Przyokopowa 33
01-208 Warszawa
Tel: +48 22 647 97 00

Poznań

ul. Młyńska 12
61-730 Poznań
Tel: +48 61 630 05 00