

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu
gospodarczym?

Lipiec 2023



Now, for tomorrow



W bieżącej edycji,
oprócz aktualizacji wartości
Baker Tilly TPA Index
i pozostałych stałych
elementów, analizujemy
możliwe drogi wyjścia
z działalności dla
przedsiębiorców/właścicieli.

Szanowni Państwo,

przedstawiamy kolejne 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 na temat 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 wychodzenia z dołka cyklu koniunkturalnego i postępującą poprawę koniunktury w Polsce**.
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w II kwartale 2023 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. **W II kwartale 2023 r. aktywność transakcyjna w Polsce była zbliżona do poprzedniego kwartału i utrzymuje się powyżej średnich poziomów z ostatnich lat. Mnożniki wyceny na GPW wzrosły drugi kwartał z rzędu, choć pozostają na umiarkowanych poziomach.**
- 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 10,78%.**

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 II kwartału 2023 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Baker Tilly TPA Index wskazuje na kontynuację pozytywnego trendu zapoczątkowanego jesienią 2022 r.

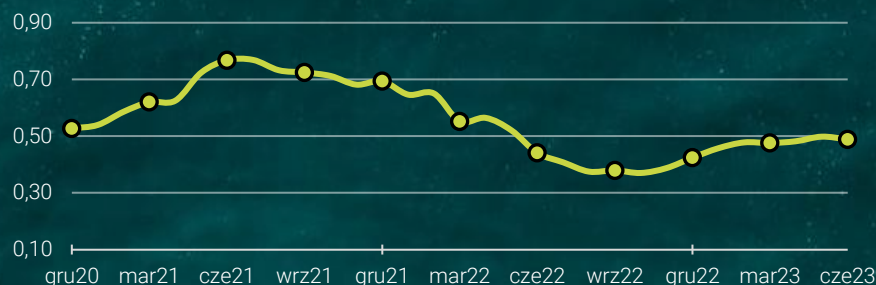
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,49

marzec 2023 r. – 0,48

Wskaźnik zanotował najniższy odczyt w październiku 2022 r. i w kolejnych miesiącach notuje poprawę.

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji była na zbliżonym poziomie w porównaniu z poprzednim kwartałem i nadal utrzymuje się powyżej długoterminowej średniej.

105

I kwartał 2023 r. – 104

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

II kwartał 2023 r.

10,78%

I kwartał 2023 r. – 11,51%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Przemysł
Usługi i produkty konsumenckie

Struktura nabywców w transakcjach



48
podmioty zagraniczne

56
podmiotów polskich

Wycena na GPW EV/EBITDA

czerwiec 2023 r.

6,05x

marzec 2023 r. – 5,77x

Wycena na GPW EV/Sales

czerwiec 2023 r.

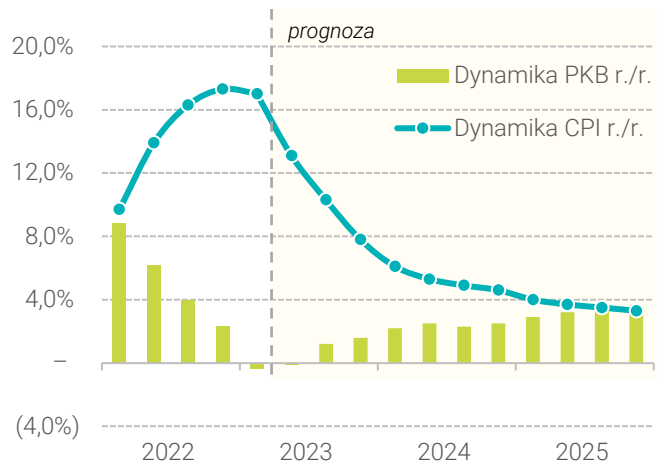
0,80x

marzec 2023 r. – 0,76x

I kwartał 2023 r.

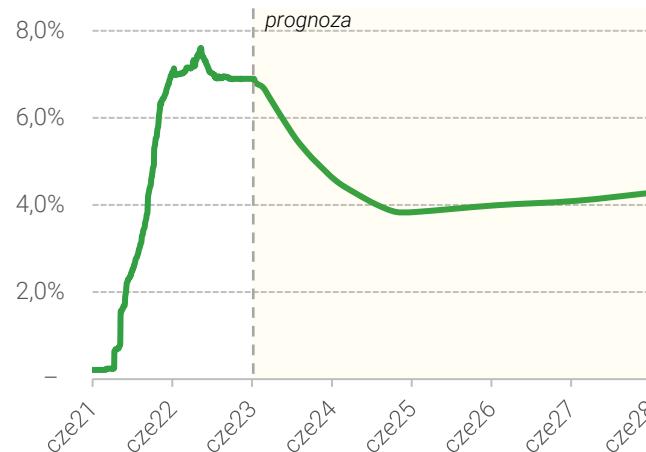
Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy.

Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.



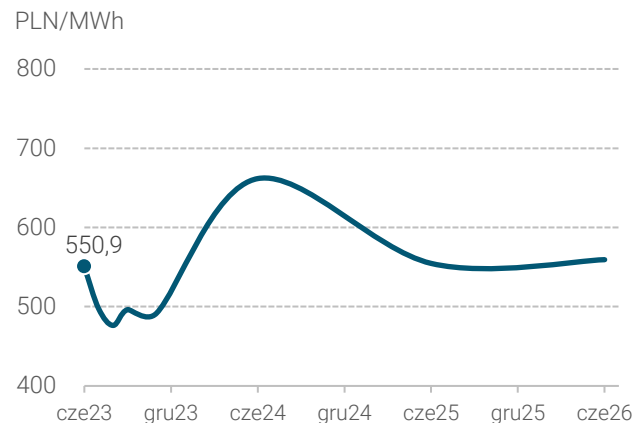
Źródło: NBP: Projekcja inflacji i PKB – lipiec 2023 r., GUS

WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Refinitiv

Bieżąca cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE (czerwiec 2023 r.)



Źródło: TGE

Rentowność obligacji skarbowych na 30.06.2023

Zapadalność	Rentowność
1 rok	6,10%
2 lata	5,85%
3 lata	5,79%
5 lat	5,65%
Ż10 lat ^{Refinitiv}	5,78%

Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- Dynamika PKB i inflacja (CPI) pochodzą z najbardziej aktualnej projekcji publikowanej przez Narodowy Bank Polski (z lipca 2023 r.).
- Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 30.06.2023 r.
- Prognoza cen energii przedstawia średnioważone ceny dla miesięcznych, kwartalnych oraz rocznych kontraktów BASE, czyli dostawy we wszystkie dni, przez wszystkie godziny doby w latach 2023–2026.

Spis treści

6

O Baker Tilly TPA

9

Baker Tilly TPA Index

13

Aktywność
transakcyjna
i mnożniki wyceny

19

Zakończenie kariery
przedsiębiorcy/właściciela –
możliwe opcje wyjścia

21

Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?

28

Załącznik – Opis
wskaźników koniunktury

www.bakertilly-tpa.pl



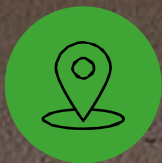
Baker Tilly TPA świadczy kompleksowe usługi audytorskie oraz doradztwa biznesowego. Łączymy rozwiązania najwyższej jakości z międzynarodowym doświadczeniem oraz najlepszymi regionalnymi praktykami rynkowymi.



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 ekspertów 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 usługi w obszarze corporate finance:



Wycena przedsiębiorstw

- Cykliczna (roczna/kwartalna) wycena spółek portfelowych
- Wyceny związane z transakcjami
- Wycena na potrzeby opinii odnośnie do 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*:

BLISKO
430
WYCEN

PONAD
45
ANALIZ FINANSOWYCH

PONAD
185
FINANSOWYCH
DUE DILIGENCE

PONAD
76
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 Pyszczek

Associate w dziale corporate finance
maciej.pyszczek@bakertilly-tpa.pl
Tel.: +48 22 647 97 00

Maciej ma 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

Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,49 wobec odczytu 0,48 w marcu 2023 r. Oznacza to kontynuację pozytywnych trendów w polskiej gospodarce, choć tempo poprawy wyraźnie zwolniło.

Minimalny poziom indeksu został wyznaczony w październiku 2022 r. przy wartości 0,37. W ciągu kolejnych miesięcy analizowane wskaźniki zanotowały poprawę, choć nie równomierną. Nadal znajdujemy się w strefie słabej koniunktury gospodarczej, ale cykliczność odczytów indeksu i zapoczątkowany trend powinny pozwolić na opuszczenie jej w najbliższych miesiącach, może nawet już w lipcu.

Analizując zachowanie poszczególnych składowych, widzimy, że najsilniejszy trend poprawy utrzymuje się w przypadku Bieżącego Wskaźnika Ufności Konsumenckiej (BWUK), wskazując na znaczącą poprawę w odbiorze sytuacji przez polskich konsumentów. Gorzej sytuacja wygląda w zakresie wskaźników obejmujących aktywność przemysłową. PMI Przemysłu, który zrealizował dużą poprawę do marca bieżącego roku, od tego momentu zanotował regres (48,5 pkt w marcu i tylko 45,1 pkt w czerwcu). Niewielki wzrost od jesieni notuje też wskaźnik ESI, a najgorzej wygląda ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS, który w zasadzie znajduje się na tym samym poziomie od jesieni 2022 r.

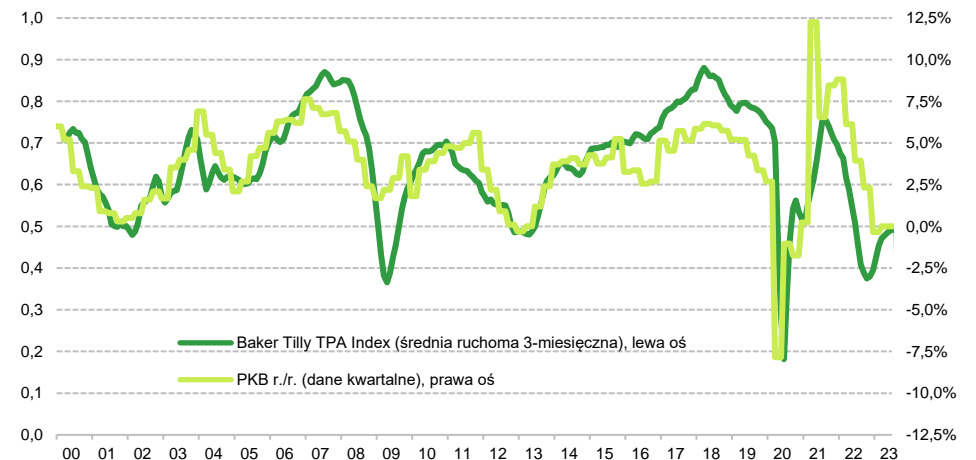
Powyższe dane wskazują, że II kwartał 2023 r. wypadł znacznie gorzej, niż wcześniej można było oczekiwać i poprawa koniunktury nieco spowolniła. Efektem tego jest obniżenie prognoz wzrostu PKB r./r. w tym okresie. Jeszcze w marcu zakładany był przyrost o 0,8%, natomiast lipcowa projekcja NBP przedstawia oczekiwania na poziomie -0,1%. Tym samym zanotujemy prawdopodobnie drugi kwartał z rzędu z ujemną dynamiką PKB r./r. (po spadku o 0,3% w I kwartale), co oznacza techniczną recesję.

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

Dużym pocieszeniem pozostaje fakt, że pierwsze półrocze 2023 r. zapewne wyznaczy dotek cyklu koniunkturalnego, co widoczne jest w prezentowanej na str. 4 najnowszej projekcji NBP z lipca 2023 r. Od III kwartału powinniśmy widzieć znaczące przyspieszenie wzrostu gospodarczego i kontynuację tej tendencji w kolejnych okresach. Cały bieżący rok wypadnie jednak błodo ze wzrostem na poziomie zaledwie około pół procentu.

Poprawiające się nastroje konsumentów zawdzięczane są utrzymującej się silnej koniunkturze na rynku pracy. Stopa bezrobocia pozostaje na rekordowo niskich poziomach, sezonowo nieobserwowanych jeszcze w nowoczesnej historii Polski. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń

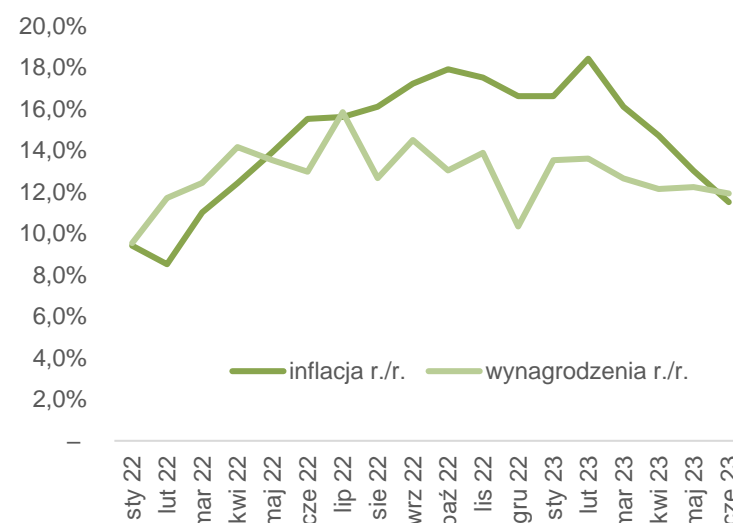
w gospodarce utrzymuje się na wysokim poziomie. Od czerwca znów kompensuje on jeszcze wciąż bardzo wysoką inflację, dzięki czemu realny wzrost płac jest ponownie dodatni, a w kolejnych miesiącach relacja płac do inflacji będzie zapewne dalej się poprawiać. Przyczyni się do tego spadające tempo wzrostu cen, które już w III kwartale prawdopodobnie zacznie osiągać jednocyfrowe poziomy.

W ślad za oczekiwaniem niższej dynamiki cen podążają prognozy stóp procentowych. Obecnie rynek wycenia już pierwsze obniżki stopy referencyjnej przez RPP w III kwartale, czyli na wrześniowym posiedzeniu. Będzie to początek cyklu obniżek, który ma sprowadzić stawkę WIBOR 3M do ok. 4% na początku 2025 r.

Jak wcześniej wspomnieliśmy, mniej optymizmu jest wśród przedsiębiorców. Ostatnia ankieta przeprowadzona na potrzeby kalkulacji wskaźnika PMI zawiera raczej pesymistyczne przesłanie. Bardzo słabo wypadł indeks nowych zamówień (najgorzej w tym roku), ale pogorszenie zauważalne jest również w bieżącej produkcji, aktywności zakupowej oraz zatrudnieniu. Jedyne aspekty spadku kosztów był pozytywnie odbierany przez ankietowanych menedżerów.

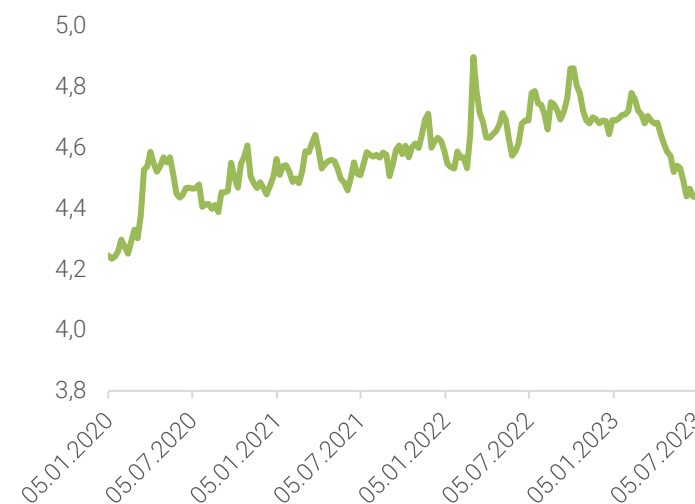
Rodzi to duże wątpliwości odnośnie do siły odbicia gospodarki w kolejnych miesiącach. Istnieje zatem duże ryzyko, że wysokie oczekiwania odnośnie do III kwartału mogą także nie spełnić nadziei, podobnie jak było w II kwartale.

Dynamika wynagrodzeń na tle inflacji



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Kurs EUR/PLN



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych stoop.pl

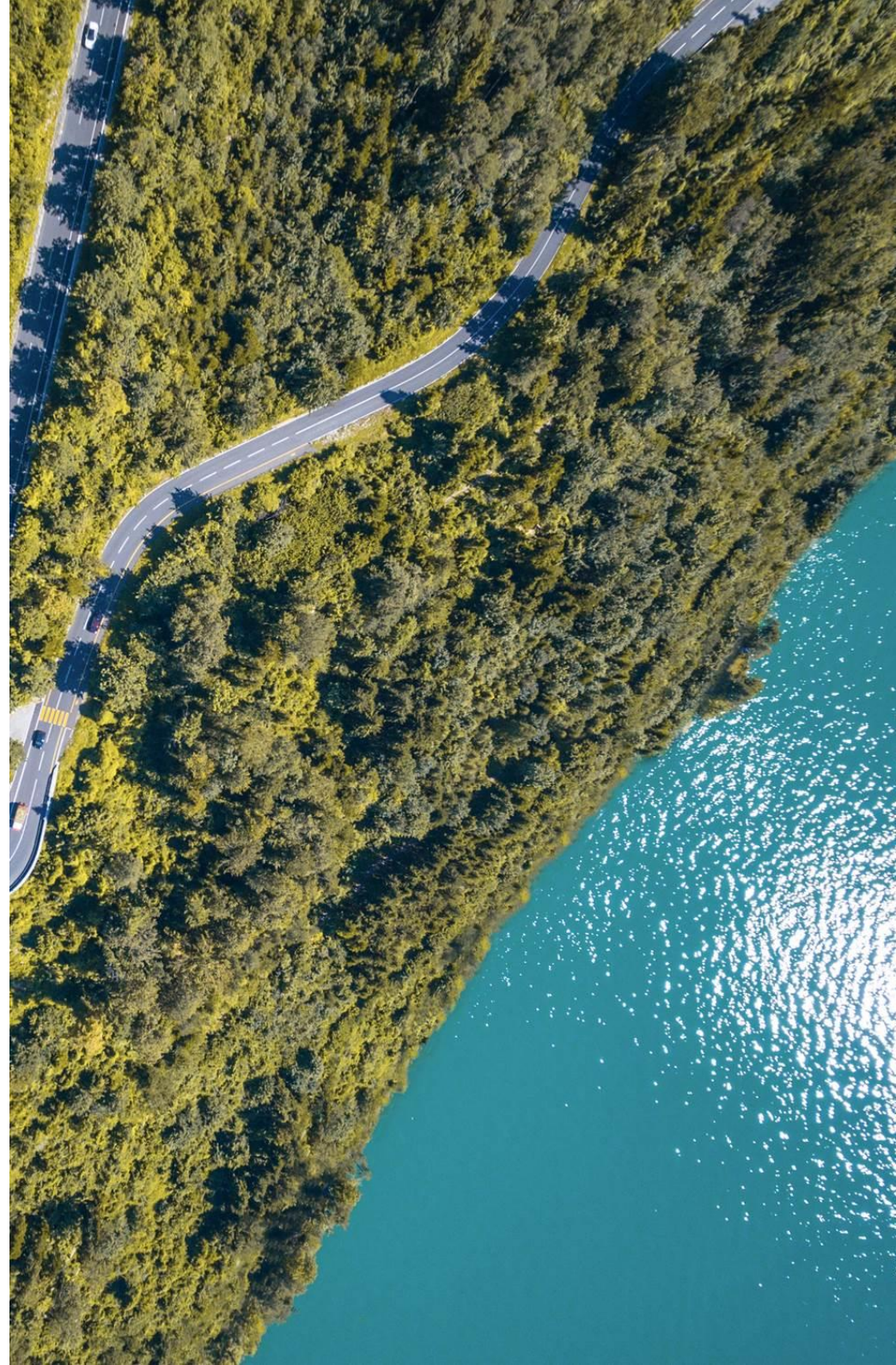
Baker Tilly TPA Index

Sytuacji popytowej nie sprzyja spowolnienie w gospodarce strefy euro. Obecnie rozwija się ona w tempie ok. 1% i nie zanoszą się na znaczące przyspieszenie w najbliższym czasie, a lata 2024–2025 przyniosą tylko nieznaczoną poprawę (do ok. 1,5%). Dodatkowo negatywnie na sprzedaż zagraniczną i rentowność eksporterów wpływa kurs EUR/PLN, który w ostatnich miesiącach obniżył się do poziomów 4,40, ostatnio obserwowanych w 2020 r.

W kontekście inwestycji portfelowych obecny czas wydaje się nadal sprzyjać kupującym. Utrzymujące się umiarkowane

wyceny na GPW, będące również punktem odniesienia dla transakcji prywatnych, dają szansę na realizację ponadprzeciętnych stóp zwrotu w horyzoncie kilku następnych kwartałów, mimo zanotowanych już znaczących wzrostów w ostatnich miesiącach.

Z kolei inwestycje realne, zależne oczywiście od specyfiki danej branży i sytuacji poszczególnych podmiotów, powinny wyprzedzać zmiany w koniunkturze. Warto być gotowym na spodziewane ożywienie w latach 2024–2025, kiedy wzrost gospodarczy może sięgać nawet ponad 3%.



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 dobrze prosperującą gospodarkę? A może jest to odpowiedni moment 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 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 ujednolicić (znormalizować) te wskazania w odniesieniu do historii odczytów dla każdego wskaźnika. Na bazie historycznych wyników co miesiąc określamy, gdzie znajduje się bieżąca wartość w przedziale od 0 do 100%

zakresu wyznaczanego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdują się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla czterech 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 i mnożniki wyceny

W II kwartale 2023 r. aktywność transakcyjna utrzymała się na podobnym poziomie w porównaniu z poprzednim kwartałem i jest powyżej poziomu odnotowanego w odpowiednim kwartale roku poprzedniego.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce 105 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce w porównaniu ze 104 transakcjami w I kwartale 2023 r.

Aktywność transakcyjna w II kwartale tego roku jest powyżej długoterminowej średniej liczby transakcji (od 2000 r.) oraz powyżej średniego poziomu z ostatnich trzech lat (około 93 transakcji kwartalnie).

W II kwartale 2023 r. zrealizowano 105 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 104 transakcjami kwartał wcześniej oraz 92 transakcjami w odpowiednim kwartale roku poprzedniego. Liczba transakcji nadal jednak utrzymuje się powyżej długoterminowej średniej liczby transakcji (od 2000 r.) oraz powyżej średniego poziomu z ostatnich trzech lat.

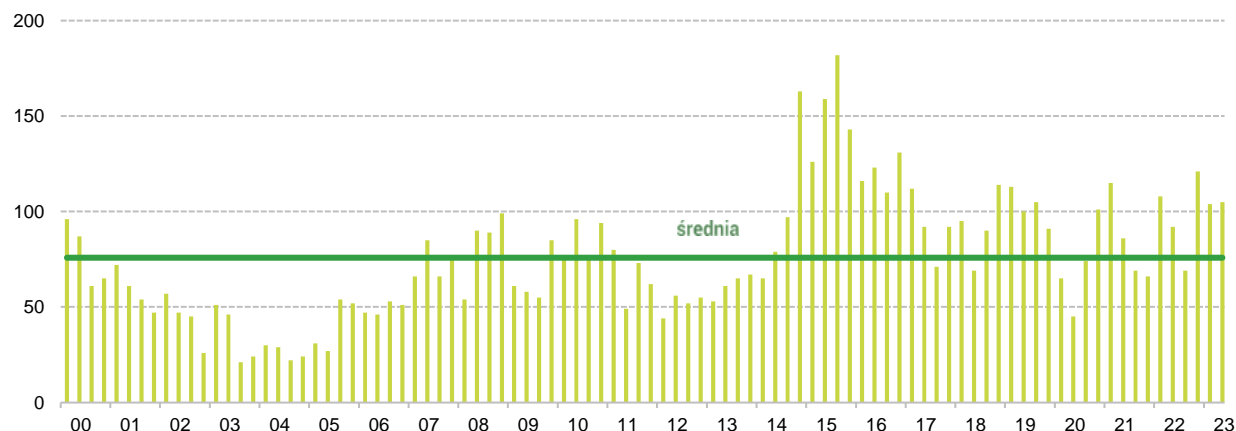
Zagraniczne podmioty były odpowiedzialne za 47 transakcji w porównaniu z 48 transakcjami w I kwartale 2023 r. Liczba transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty wzrosła o 2 i wyniosła 58 transakcji w II kwartale 2023 r.

Udział transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty wyniósł 55% w porównaniu z 54% w poprzednim kwartale.

Dla I kwartału 2023 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miały wtedy miejsce 104 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 Refinitiv i Mergermarket

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

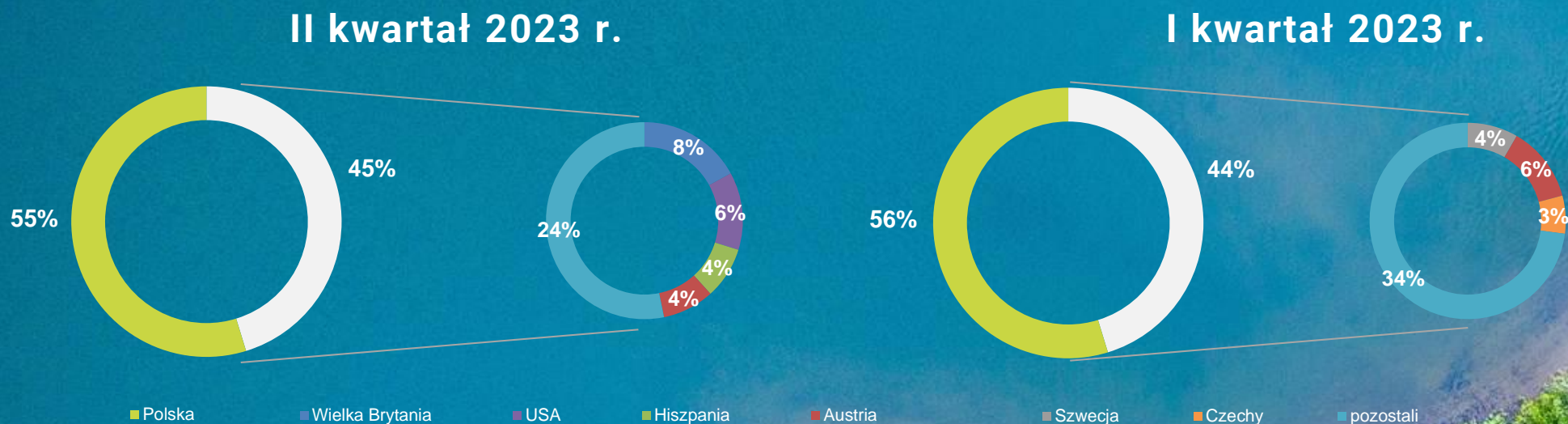
W II kwartale 2023 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 45% transakcji, więcej niż długoterminowa średnia z lat 2000–2022 (około 1/3 transakcji) oraz nieznacznie mniej niż w poprzednim kwartale (46%).

W całym 2022 r. udział inwestorów zagranicznych wyniósł 53%, co stanowi wzrost o 8,5 punktu procentowego w porównaniu z 2021 r.

W II kwartale wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z Wielkiej Brytanii (8 transakcji), USA (6 transakcji) oraz Hiszpanii i Austrii (po 4 transakcje).

Najwięcej transakcji w I kwartale 2023 r. przeprowadziły podmioty z Austrii (5 transakcji). W dalszej kolejności mamy nabywców ze Szwecji (4 transakcje) oraz Czech (3 transakcje).

Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w II i I kwartale w 2023 r.



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w II kwartale 2023 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii, które odpowiadały za 26% transakcji ogółem. Oznacza to wzrost udziału tego sektora w porównaniu z zeszłym kwartałem (15% udziału) oraz wyższy poziom niż w latach 2021 i 2022 (16% udziału). Wysoką popularnością na tle całej historii transakcyjnej cieszyły się także przemysł (20% udziału w strukturze), usługi i produkty konsumenckie (15%) oraz ochrona zdrowia (7%). W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory dóbr podstawowych (6%), energetyki (6%) oraz mediów (5%).

Podział transakcji ze względu na sektory

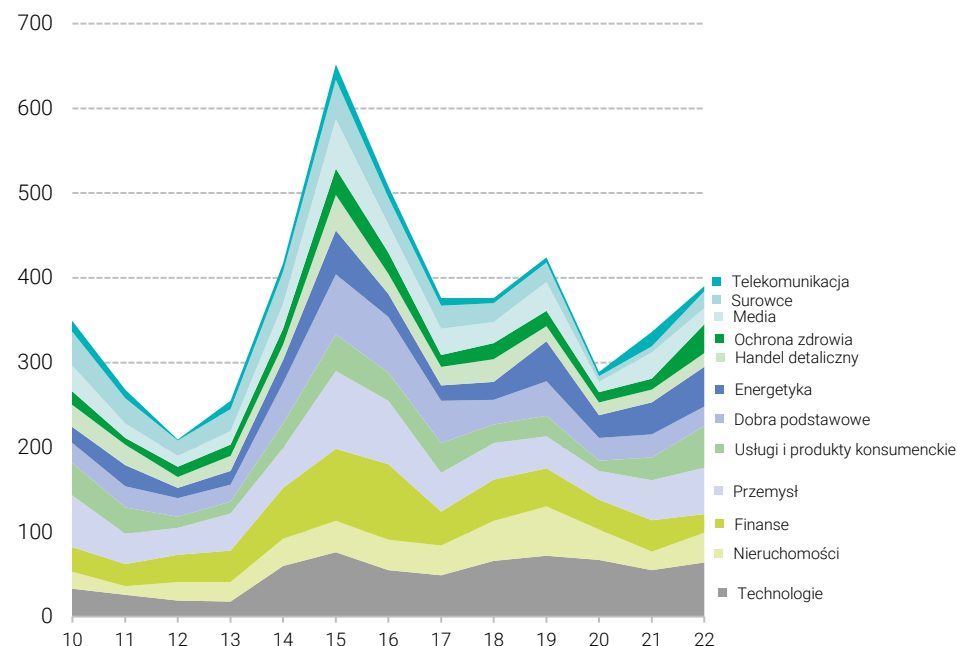
	II kw. 2023	I kw. 2023	2022	2021	2000–2023
Dobra podstawowe	6%	8%	6%	8%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	15%	6%	13%	8%	10%
Energetyka	6%	8%	12%	11%	7%
Finanse	4%	7%	6%	11%	12%
Ochrona zdrowia	7%	13%	9%	4%	4%
Technologie	26%	15%	16%	16%	13%
Przemysł	20%	15%	14%	14%	14%
Surowce	4%	3%	5%	2%	8%
Media	5%	5%	5%	9%	7%
Nieruchomości	4%	8%	9%	7%	7%
Handel detaliczny	4%	11%	4%	4%	5%
Telekomunikacja	1%	2%	2%	5%	3%
Łącznie transakcji	105	104	390	336	7121

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

Poniższy wykres ukazuje zmiany w liczbie transakcji na przestrzeni lat 2010–2022 w podziale na sektory. Największa liczba transakcji w 2022 r., podobnie jak w roku poprzednim, dotyczyła spółek technologicznych. Stanowiły one 16% wszystkich transakcji w 2022 r. W porównaniu z 2021 r. zauważalny jest rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze usług i produktów konsumenckich, ochrony zdrowia, surowców oraz nieruchomości.

Stały, dość wysoki udział ma sektor przemysłowy. Jego średni udział w latach 2021 i 2022 był na poziomie 14%. Największy spadek zaobserwowano w przypadku sektorów telekomunikacji, mediów oraz sektora finansowego.

Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2010–2022



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Wyceny na GPW w Warszawie

W II kwartale 2023 r. obserwowaliśmy wzrost głównego indeksu giełdowego WIG. Największy wzrost odnotował WIG20, który jest 15,5% poniżej swojego maksimum z listopada 2021 r. Indeksy mWIG40 oraz sWIG80 odnotowały zbliżony umiarkowany wzrost.

Poziomy głównych indeksów, poza sWIG80, pozostają o 10–20% poniżej odczytów z III kwartału 2021 r., kiedy ustanowiły one lub zbliżyły się do swoich historycznych rekordów.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec II kwartału wartość 2.060,38. W stosunku do końca I kwartału 2023 r. indeks wzrósł o 17% i znajduje się 15,5% poniżej szczytu z listopada 2021 r.

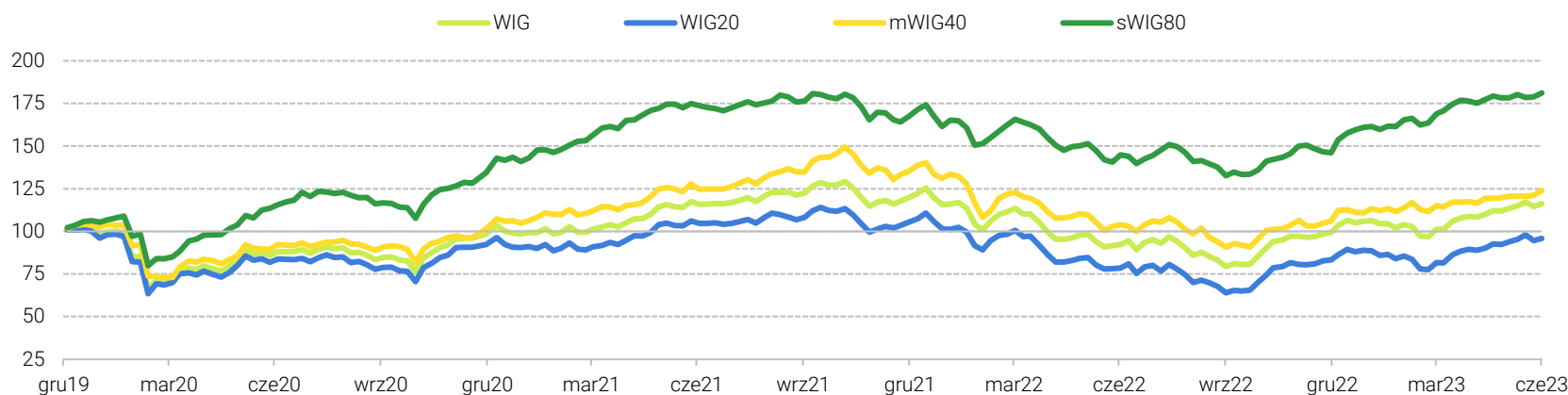
Indeksy sWIG80 oraz mWIG40 wzrosły o 7–8% kw./kw. Natomiast indeks WIG wzrósł o 15% kw./kw.

W II kwartale 2023 r. sytuacja makroekonomiczna ustabilizowała się. Nastąpił także spadek rentowności długoterminowych obligacji skarbowych. Znalazło to odzwierciedlenie we wzrostach indeksów giełdowych, które jednak nadal są poniżej historycznych maksimów.

Kluczowe dla przyszłych kursów powinno być zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza oraz geopolityczna. Nadzieję na potencjalne dalsze wzrosty dają historycznie niskie wyceny oraz 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.

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

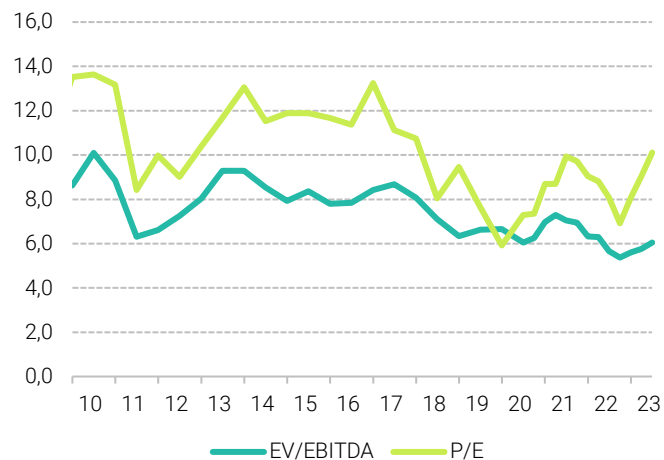


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Obserwując mnożniki wycen na GPW, zauważamy kontynuację trendu wzrostowego. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła na koniec II kwartału 2023 r. wartość 6,05x w porównaniu z 5,77x na koniec I kwartału 2023 r. i 5,60x na koniec 2022 r. Natomiast EV/Sales wzrósł do 0,80x, jednak jest nadal istotnie poniżej wartości na 31.12.2021 r. (1,00x) oraz długoterminowej średniej. Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec II kwartału 2023 r. 10,11x (vs. 9,03x na 31.03.2023 r. oraz 8,07x na 31.12.2022 r.)¹.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/Sales



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Głównym powodem wzrostów wartości mnożników w ostatnim kwartale był wyższy rynkowy poziom wycen spółek (odzworowany we wzroście indeksów giełdowych). Mnożniki zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) nadal jednak sugerują 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.

Mnożniki wyceny w porównaniu z innymi rynkami

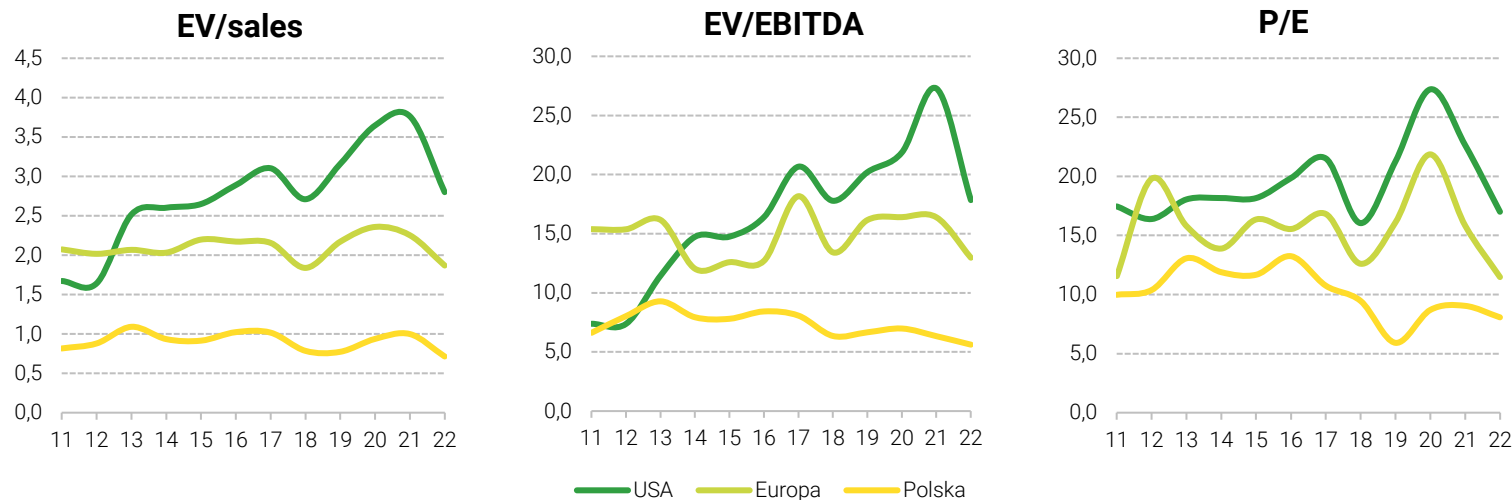
W celu lepszego zrozumienia poziomu wycen na GPW zaprezentowaliśmy porównanie mnożników wycen do rynku europejskiego i amerykańskiego w okresie 2011–2022. Mnożniki wycen dla tych rynków są zdecydowanie wyższe od rynku polskiego. Wyższe poziomy wycen wynikają z różnicy w stopach procentowych (a w konsekwencji również kosztu kapitału), dojrzałości rynku oraz poziomu rozwinięcia rynków kapitałowych, a także innego składu sektorowego indeksów w poszczególnych krajach. Na wycenę wpływa także premia za ryzyko kraju, która jest wyższa dla krajów mniej rozwiniętych, w tym także dla Polski.

Najmniejsza różnica występuje w przypadku mnożnika P/E, który na koniec 2022 r. był niższy o 30% w porównaniu z rynkiem europejskim oraz o 53% w porównaniu z rynkiem amerykańskim. Historycznie mnożnik P/E stanowił około 2/3 mnożnika dla rynku europejskiego oraz 54% dla rynku amerykańskiego.

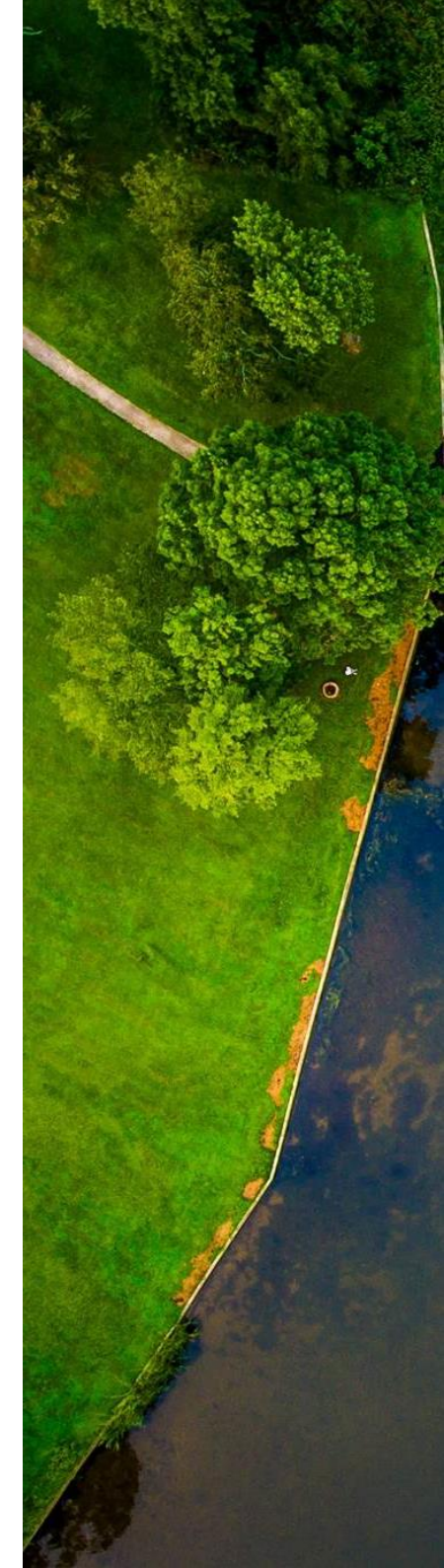
Mnożnik EV/EBITDA na koniec 2022 r. był niższy o 57% i 69% w porównaniu z, odpowiednio, rynkiem europejskim i amerykańskim, a historycznie stanowił średnio około 50% wartości mnożników dla obu rynków.

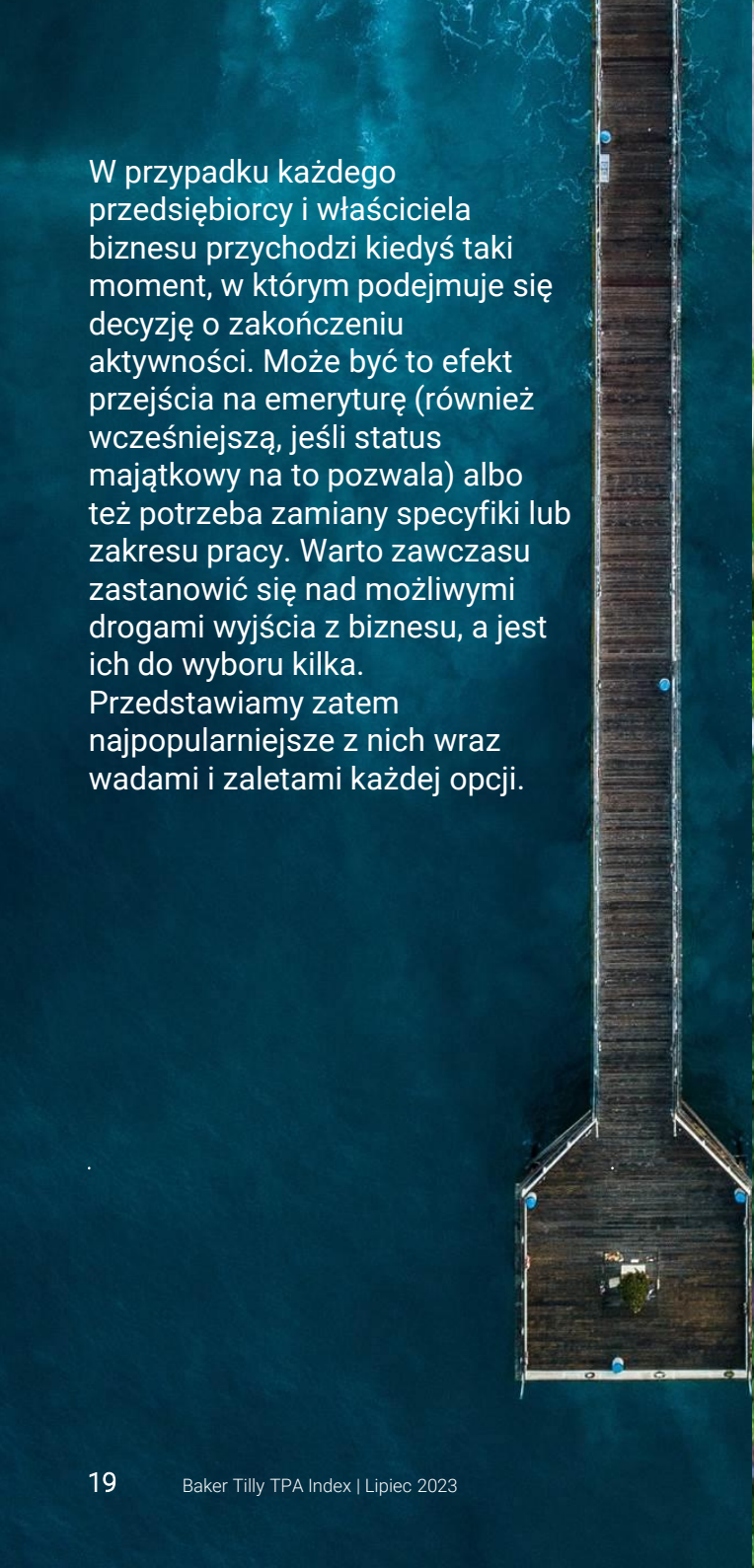
Mnożnik EV/sales na koniec 2022 r. był natomiast niższy o 62% i 74% w porównaniu z, odpowiednio, rynkiem europejskim i amerykańskim. W analizowanym okresie był zazwyczaj niższy o ponad połowę od porównywanych rynków.

Mediana mnożników giełdowych dla rynku polskiego, europejskiego i amerykańskiego.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv oraz prof. Damodarana





W przypadku każdego przedsiębiorcy i właściciela biznesu przychodzi kiedyś taki moment, w którym podejmuje się decyzję o zakończeniu aktywności. Może być to efekt przejścia na emeryturę (również wcześniej, jeśli status majątkowy na to pozwala) albo też potrzeba zamiany specyfiki lub zakresu pracy. Warto zawnazu zastanowić się nad możliwymi drogami wyjścia z biznesu, a jest ich do wyboru kilka. Przedstawiamy zatem najpopularniejsze z nich wraz wadami i zaletami każdej opcji.

Zakończenie kariery przedsiębiorcy/ właściciela – możliwe opcje wyjścia

Zakończenie kariery przedsiębiorcy kojarzone jest najczęściej z przejściem na emeryturę i zasłużony wypoczynek, jednak może wiązać się również z realizacją wartości zbudowanej przez wieloletnią działalność i dotyczyć osób nadal aktywnych, które pozyskane środki będą dalej inwestować w inne przedsięwzięcia. Niezależnie od powodów wyjścia z biznesu warto rozważyć różne możliwości dostępne w takiej sytuacji.

Według ankiety przeprowadzonej na rynku amerykańskim najczęściej brana pod uwagę opcja to sprzedaż przedsiębiorstwa do podmiotu trzeciego. Mogą nim być konkurent, inwestor strategiczny lub finansowy, w tym fundusz private equity, czy indywidualne osoby dysponujące odpowiednimi środkami. Druga najbardziej popularna droga wyjścia to sprzedaż lub przekazanie biznesu dzieciom albo innym członkom rodziny. Na trzecim miejscu była transakcja ze współwłaścicielami lub współpracownikami.

Inne, rzadziej stosowane rozwiązania obejmują transakcje z pracownikami, wprowadzenie spółki na giełdę lub jej likwidację i spieniężenie majątku. Mimo że statystyki dotyczą rynku amerykańskiego, polska gospodarka oferuje te same możliwości i możemy je ocenić z perspektywy rodzimego przedsiębiorcy, zaczynając od najpowszechniej stosowanej.

Główną zaletą **sprzedaży do podmiotu trzeciego** jest otrzymanie całości lub przynajmniej większości płatności odpowiadającej wartości działalności w jednym momencie. Części odroczone lub tzw. earn-outy mogą jednak wydłużyć ten proces. Zwykle wartość wypłaty w tej opcji będzie największa ze wszystkich dostępnych, szczególnie jeśli kupującym będzie inwestor strategiczny, który może wygenerować synergie. Sprzedający ma oczywiście wpływ na to, kto ostatecznie będzie nowym właścicielem, co może mieć znaczenie w kontekście kontynuacji działalności

i troski o dobro pracowników. Wadą takiego rozwiązania jest zupełna utrata kontroli nad przyszłością firmy oraz długotrwały proces poszukiwania potencjalnych nabywców, który może w niektórych przypadkach ciągnąć się latami. Sam proces przeniesienia własności zwykle będzie trwał od kilku miesięcy, a jego skomplikowanie będzie zależało od skali przedsiębiorstwa oraz specyfiki nabywcy.

Naturalną ścieżką wyjścia oczekiwaną przez wielu przedsiębiorców jest **przeniesienie własności na członka/członków rodziny**. Praktyka pokazuje jednak, że nie zawsze następcy są zainteresowani taką opcją. Co więcej, mimo dobrych chęci, mogą nie mieć odpowiednich kompetencji i zdolności do prowadzenia firmy, albo istotnie różnić się wizją jej rozwoju. Dodatkowo trudno jest mentalnie wyłączyć się z biznesu, jeśli pozostaje on w rodzinie. Wciąż będzie potrzebne wsparcie lub ekspertyza założyciela, który ma duże doświadczenie i wiedzę, a wręcz sam może nie potrafić się odciąć od bieżących spraw. Jest to jednak zaleta dla osób, które chcą mieć wpływ na dalszy bieg wydarzeń po oficjalnym wyjściu. Dzięki temu można też wdrażać następców, nawet przez długi czas, tak aby byli jak najlepiej przygotowani do objęcia nowej roli, a odchodzący właściciel może stopniowo zmniejszać swoje zaangażowanie. W tym przypadku duże znaczenie mają również niematerialne aspekty, takie jak zachowanie biznesu w rodzinie, utrzymanie kultury organizacyjnej, bliska współpraca z następcami czy zapewnienie atrakcyjnego zatrudnienia rodzinie.

Sukcesja w rodzinie rzadko wiąże się jednak z płatnością za przekazane aktywa, pozostawiając poprzedniego właściciela bez zabezpieczenia finansowego. Z drugiej strony ma to zaletę polegającą na uniknięciu podatku od transakcji i zysku kapitałowego osiągniętego przy sprzedaży.

Zakończenie kariery przedsiębiorcy/właściciela – możliwe opcje wyjścia

Nie zawsze dostępnym, ale ciekawym, rozwiązaniem może być **transakcja ze współwłaścicielami firmy**. Często działalność zakładana jest przy udziale wspólników i mogą być oni naturalnymi kandydatami do przejęcia biznesu od odchodzących partnerów. Taka sytuacja pozwala swobodnie zaplanować harmonogram i strukturę procesu wyjścia, dostosowując je do potrzeb i oczekiwań obu stron. Daje to też możliwość uzyskania istotnych jednorazowych (lub ratalnych) płatności za przekazane udziały, choć ustalenie ich wartości może prowadzić do sporów, a spłaty będą raczej uzależnione od możliwości generowania gotówki przez biznes. Opcja ta zapewnia również prostą kontynuację dla obecnej kultury organizacyjnej oraz specyfiki działalności. Odejście w kontekście operacyjnym może być zarówno szybkie i definitywne, jak również rozłożone w czasie i stopniowe.

Rzadko jeszcze praktykowana w polskich warunkach jest **sprzedaż do pracowników**, tych kluczowych z najwyższego kierownictwa lub do szerokiego grona załogi. W pierwszym przypadku jest to podobne do transakcji ze współwłaścicielem, gdyż mamy do czynienia z osobami zaangażowanymi w działalność przez długi czas i na poziomie decyzyjnym. W drugim to raczej tylko modyfikacja podejścia polegająca na włączeniu większej liczby osób i danie możliwości stania się częściowym właścicielem, ponieważ wiodącą rolę w takim procesie i tak musi odgrywać kierownictwo, które będzie kontynuować zarządzanie po zmianie właścicielskiej.

Opcją zarezerwowaną dla dużych przedsiębiorstw jest **oferta publiczna i sprzedaż akcji na giełdzie** do inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Przy dobrej koniunkturze może wiązać się ona z najwyższą wyceną i płatnością za sprzedawane udziały. Sprzedaż musiałaby

być jednak rozłożona na etapy, ponieważ nie praktykuje się pełnego wyjścia w jednym kroku – inwestorzy potrzebują poparcia wiarygodności biznesu przez przynajmniej czasowe pozostanie właścicieli na znaczącym pakiecie udziałów. Może to stanowić jednak zaletę – sprzedaż części spółki może zabezpieczyć finansowo właściciela, pozostawiając kwestię zarządzania otwartą oraz dając możliwość przejścia w rolę pasywnego inwestora. Proces wejścia na giełdę jest dość długotrwały (przynajmniej kilka miesięcy) i kosztowny, również sam status spółki publicznej wiąże się z kosztami i dodatkowymi obowiązkami.

Ostatnia z opcji, jeśli wcześniej opisane nie przyniosą wyższych wpływów lub nie będą możliwe, jest **likwidacja działalności i spieniężenie majątku**. Będzie to raczej wyjście awaryjne niż scenariusz bazowy, ale w specyficznych przypadkach może okazać się najbardziej korzystnym rozwiązaniem, szczególnie dla małych działalności. Nie pozostaje wtedy żadna kontynuacja po przedsięwzięciu, proces może być wydłużony i pracochłonny (sprzedaż wszystkich składników aktywów), ale przyniesie wpływy gotówkowe i uwolni od wszelkich zobowiązań, finansowych i operacyjnych.

Decyzja o drodze wyjścia pozostaje zawsze w gestii właściciela, choć czasem może być podyktowana okolicznościami i charakterystyką przedsiębiorstwa. Niemniej, **praktycznie w każdym przypadku wskazane jest skorzystanie z doradców w zakresie podatkowym i finansowym, w szczególności zlecenie wyceny działalności, która może wnieść dużą wartość do przeprowadzenia procesu.**

Oczekiwane ścieżki wyjścia właścicieli przedsiębiorstwa



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie *Business OwnerSurvey Report*, Business Enterprise Institute, Inc., 2022, dane dla rynku amerykańskiego

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 kolejnych spadkach rentowności polskich obligacji skarbowych, a także premii za ryzyko rynkowe, obecną przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce szacujemy na

10,78%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	8,3%
Banki uniwersalne	11,7%
Budowlany	11,5%
Chemiczny (podstawowy)	10,9%
Chemiczny (specjalistyczny)	11,4%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	10,9%
Części samochodowe	13,4%
Deweloperski	9,8%
Dystrybucja ropy/gazu	9,9%
Edukacja	10,0%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	11,2%
Elektronika (ogólna)	11,8%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	9,9%
Energia odnawialna	10,3%
Farmaceutyczny	10,9%
Handel detaliczny	9,5%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,0%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	11,9%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	11,3%
Handel detaliczny (online)	13,6%
Hotele i hazard	11,8%
Hurtownicy żywności	9,8%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	10,6%
Inżynieria/budownictwo	10,8%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Produkty gospodarstwa domowego	10,1%
Produkty zdrowotne	11,7%
Przemysł stoczniowy i morski	11,1%
Przetwórstwo spożywcze	9,6%
R.E.I.T.	9,4%
Reasekuracja	11,2%
Reklama	11,2%
Rekreacja	10,9%
Restauracje	11,6%
Rolnictwo	9,9%
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	10,3%
Ropa i gaz (zintegrowany)	10,5%
Rozrywkowy	10,8%
Samochody i ciężarówki	12,5%
Sprzedaż detaliczna	12,3%
Sprzedaż hurtowa	11,0%
Sprzęt elektryczny	12,5%
Sprzęt i usługi biurowe	10,4%
Sprzęt telekomunikacyjny	10,6%
Sprzęt wydobywczy	11,7%
Stalowy	11,4%
Szpitala/placówki opieki zdrowotnej	9,2%
Technologie dla ochrony zdrowia	11,8%

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

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 30.06.2023 r. ich rentowność wyniosła 5,78% (w porównaniu z 6,07% na koniec marca 2023 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 5,00% (vs 5,44% na 31.03.2023 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 10,78%.

Wart odnotowania jest ostatni spadek kosztu kapitału własnego wobec końca 2022 r., kiedy wyniósł 12,82%. W pierwszym półroczu bieżącego roku nastąpił dalszy spadek rentowności obligacji skarbowych (co przełożyło się na spadek stopy wolnej od ryzyka) oraz spadek premii za ryzyko rynkowe (co dodatkowo pomniejszyło 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 5,78%)
β	współczynnik beta
MRP	rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 5,00%)

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	dotatkowa 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 pozbawioną ryzyka). Obecnie taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 4,66%. Dla waluty EUR będzie to 2,39%, a dla USD jest na poziomie 3,82%.

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 30.06.2023 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,78%
r_f	
PLN	4,66%
EUR	2,39%
USD	3,82%
CRP	
Polska	1,28%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,75%
Hiszpania	2,43%
MRP	5,00%
Kapitał własny do (mln USD):	α^*
9,611	1,00%
2,083	1,70%
448	3,58%

* Dodatkowa 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	0,5	0,2
Banki uniwersalne	1,2	0,4
Budowlany	1,1	1,2
Chemiczny (podstawowy)	1,0	0,9
Chemiczny (specjalistyczny)	1,1	1,0
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1,0	0,8
Części samochodowe	1,5	1,2
Deweloperski	0,8	0,6
Dystrybucja ropy / gazu	0,8	0,6
Edukacja	0,9	0,6
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1,1	1,1
Elektronika (ogólna)	1,2	1,1
Energetyka	0,8	0,5
Energia odnawialna	0,9	0,7
Farmaceutyczny	1,0	0,9
Handel detaliczny	0,7	0,4
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	0,8	0,6
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1,2	0,9
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1,1	0,9
Handel detaliczny (online)	1,6	1,5
Hotele i hazard	1,2	1,0

Sektor	Beta	Beta aktywów
Hurtownicy żywności	0,8	0,2
Inwestycje i zarządzanie aktywami	1,0	1,2
Inżynieria / budownictwo	1,0	0,8
Kanalizacja i ścieki	0,6	0,3
Komputery/urządzenia peryferyjne	1,1	1,0
Leki (biotechnologia)	1,2	1,2
Maszynowy	1,2	1,2
Materiały budowlane	1,1	1,0
Podwykonawcy budowlani	1,2	0,9
Meble / wyposażenie domu	1,0	0,8
Metale i górnictwo	1,2	1,1
Metale szlachetne	1,2	1,1
Militaria / obronność	0,9	0,9
Napoje alkoholowe	0,6	0,5
Napoje bezalkoholowe	0,9	0,7
Nieruchomości	0,9	0,4
Obuwie	1,1	1,0
Odzież	1,1	1,0
Opakowania	0,9	0,7
Opony	1,1	0,9
Oprogramowanie (Internet)	1,2	1,0

Sektor	Beta	Beta aktywów
Oprogramowanie (rozrywka)	1,3	1,3
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	1,1	1,1
Papierowy i drzewny	0,9	0,8
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	0,9	0,7
Półprzewodniki	1,5	1,4
Produkty gospodarstwa domowego	0,9	0,8
Produkty zdrowotne	1,2	1,1
Przemysł stoczniowy i morski	1,1	1,0
Przetwórstwo spożywcze	0,8	0,7
REIT	0,7	0,4
Reasekuracja	1,1	1,0
Reklama	1,1	0,9
Rekreacja	1,0	0,9
Restauracje	1,2	1,0
Rolnictwo	0,8	0,6
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	0,9	0,7
Ropa i gaz (zintegrowany)	0,9	0,8
Rozrywkowy	1,0	0,9
Samochody i ciężarówki	1,4	0,9
Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1,3	1,2
Sprzedaż hurtowa	1,1	0,8

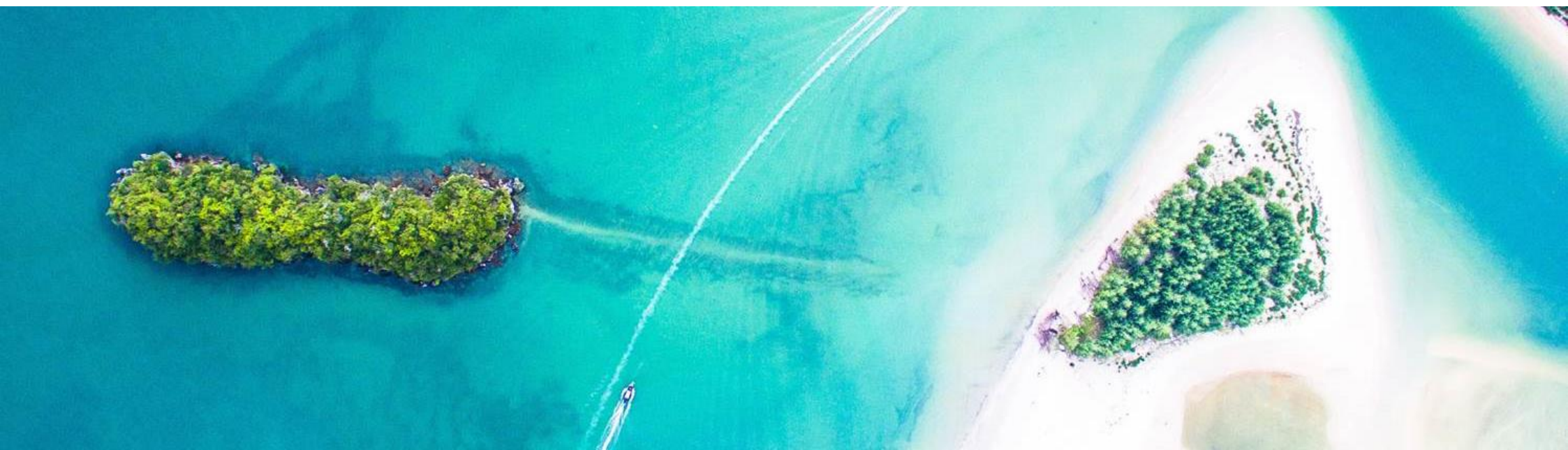
Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Sektor	Beta	Beta aktywów
Sprzęt elektryczny	1,3	1,3
Sprzęt i usługi biurowe	0,9	0,7
Sprzęt telekomunikacyjny	1,0	1,0
Sprzęt wydobywczy	1,2	1,1
Stalowy	1,1	1,1
Szpitaly/placówki opieki zdrowotnej	0,7	0,2
Technologie dla ochrony zdrowia	1,2	1,1
Telekomunikacja	0,7	0,3
Telewizja	0,9	0,8
Telewizja kablowa	0,5	0,3

Sektor	Beta	Beta aktywów
Transport	1,1	0,9
Transport kolejowy	0,8	0,8
Transport lotniczy	1,3	0,8
Transport samochodowy	1,0	0,4
Tytoń	0,4	0,3
Ubezpieczenia (majątkowe)	0,9	0,8
Ubezpieczenia (ogólne)	0,9	0,8
Ubezpieczenia (życie)	1,1	0,6
Usługi biznesowe i konsumenckie	1,1	0,9
Usługi dla nieruchomości	0,8	0,4

Sektor	Beta	Beta aktywów
Usługi finansowe	1,0	0,2
Usługi informacyjne	1,3	1,2
Usługi informatyczne	1,0	1,0
Usługi środowiskowe i odpadowe	1,2	1,0
Usługi telekomunikacyjne	0,8	0,4
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0,9	0,5
Użyteczności publicznej	0,8	0,5
Węgiel	1,2	1,4
Wydawnictwa i gazety	0,8	0,6

Źródło: Analiza prof. A. Damodarana, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



Opis wskaźników koniunktury

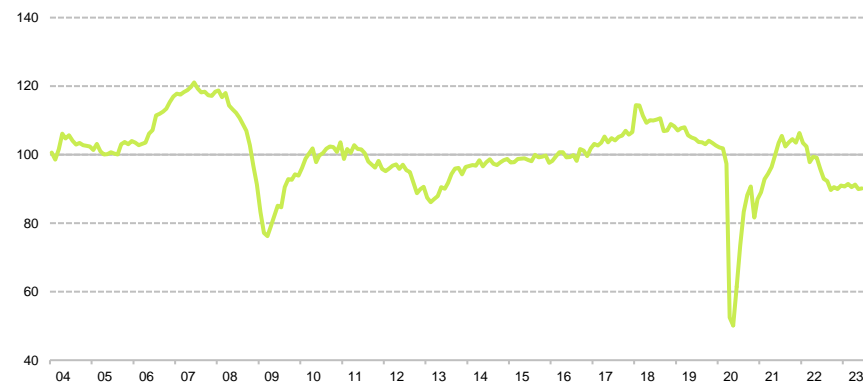
Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

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, a 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.

BWUK

Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej publikowany jest przez Główny Urząd Statystyczny. Obliczany jest 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 Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Historyczne wartości BWUK



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Opis wskaźników koniunktury

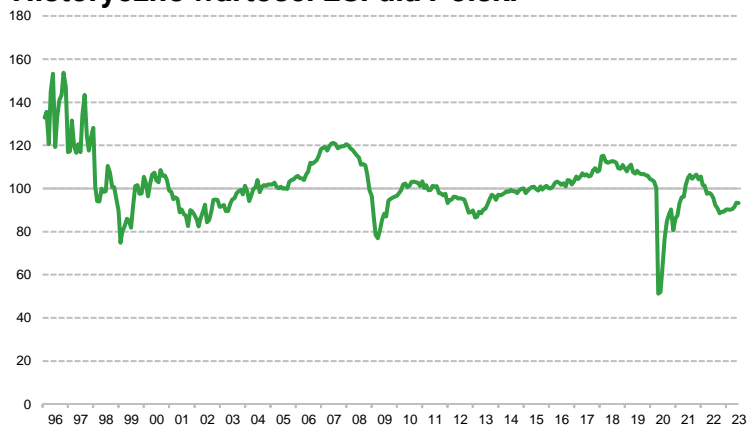
Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej

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

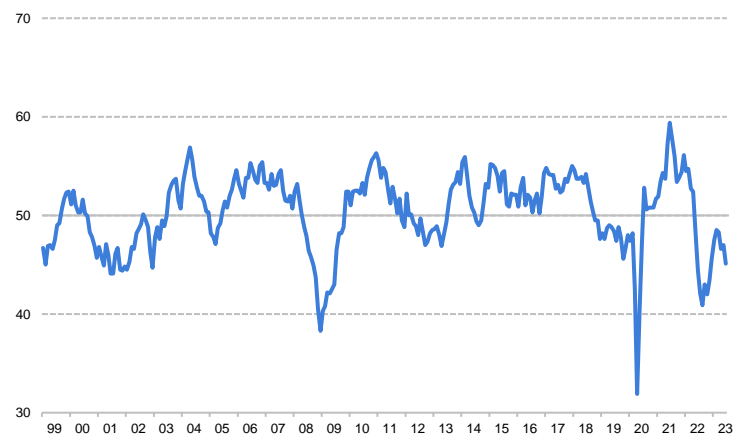
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych 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

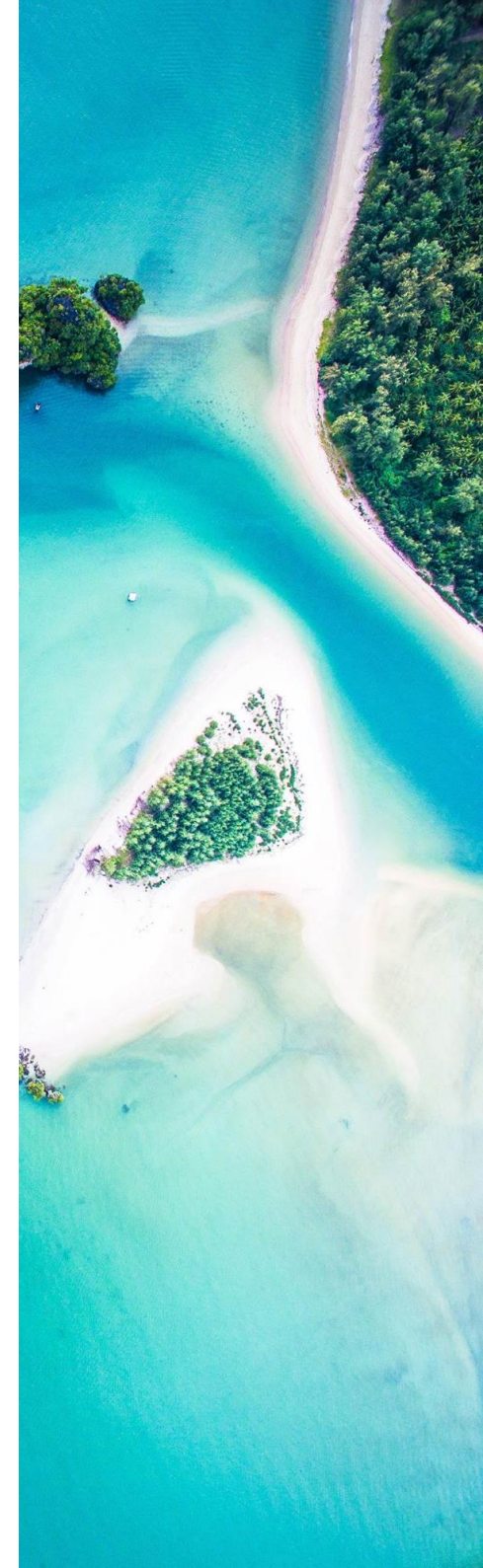


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl



Opis wskaźników koniunktury

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



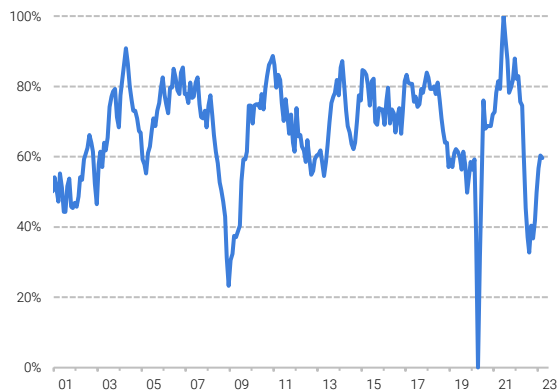
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany



Economic Sentiment Indicator, znormalizowany



Indeks PMI przemysłu, 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

Katowice

Al. Roździeńskiego 188H
40-203 Katowice
Tel: +48 32 732 00 00