

Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Październik 2020

Now, for tomorrow

Szanowni Państwo,

przedstawiamy nową cykliczną publikację przygotowaną przez zespół Baker Tilly TPA. Co kwartał będziemy podsumowywać aktualną sytuację gospodarczą i jej perspektywy dla Polski, a także prezentować dane dotyczące aktywności transakcyjnej w naszym kraju oraz poziomy wycen na GPW w Warszawie. Dodatkowo będziemy aktualizować nasze szacunki kosztu kapitału dla poszczególnych sektorów oraz wzbogacać 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. Jego obecne poziomy wskazują na powrót gospodarki do normalnej aktywności, choć ryzyko dla dalszego wzrostu jest bardzo wysokie.
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce oraz poziomów wycen na GPW. W ostatnim kwartale liczba transakcji była wyraźnie zmniejszona w stosunku do poprzednich lat ze względu na utrudnione prowadzenie procesów, natomiast mnożniki wyceny pozostają na historycznie bardzo niskich poziomach.
- Prezentacja szacowanych przez nas wartości kosztu kapitału własnego dla poszczególnych sektorów oraz zmiennych niezbędnych do wyznaczenia tej wartości na własne potrzeby. Wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 6,6%.

W bieżącej edycji, oprócz pierwszego wydania naszego indeksu **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, prezentujemy również charakterystykę wewnętrznych i niefinansowych metod zwiększania wartości przedsiębiorstwa, które mogą nabierać większego znaczenia w okresie słabszych wyników finansowych.

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

Z poważaniem

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

Tomasz Manowiec, CFA, ACCA
Dyrektor

Baker Tilly TPA, TPA oraz Baker Tilly Woroszyńska Legal są nazwami handlowymi odpowiednio TPA Sp. z o.o. Sp.k. oraz Baker Tilly Woroszyńska Legal Sp.k. Obie firmy są członkami globalnej sieci Baker Tilly International Ltd. w ramach której każda firma członkowska ma odrębną i niezależną osobowość prawną.

TPA Sp. z o.o. Sp. k.
Sąd Rejonowy w Poznaniu, VIII Wydział Gospodarczy
KRS 0000671994 | NIP: 778-143-20-33 | REGON: 300184858
ul. Młyńska 12, 61-730 Poznań | Tel.: +48 61 630 05 00
ul. Przyokopowa 33, 01-208 Warszawa | Tel.: +48 22 647 97 00
al. Różdzieńskiego 188 H, 40-203 Katowice | Tel.: +48 32 732 00 00



Spis treści

Baker Tilly TPA Index	3
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny	6
Jak zwiększyć wartość przedsiębiorstwa, nie tylko w trudnych czasach	10
Koszt kapitału własnego – ile wynosi?	13
Załącznik – Opis wskaźników koniunktury	19

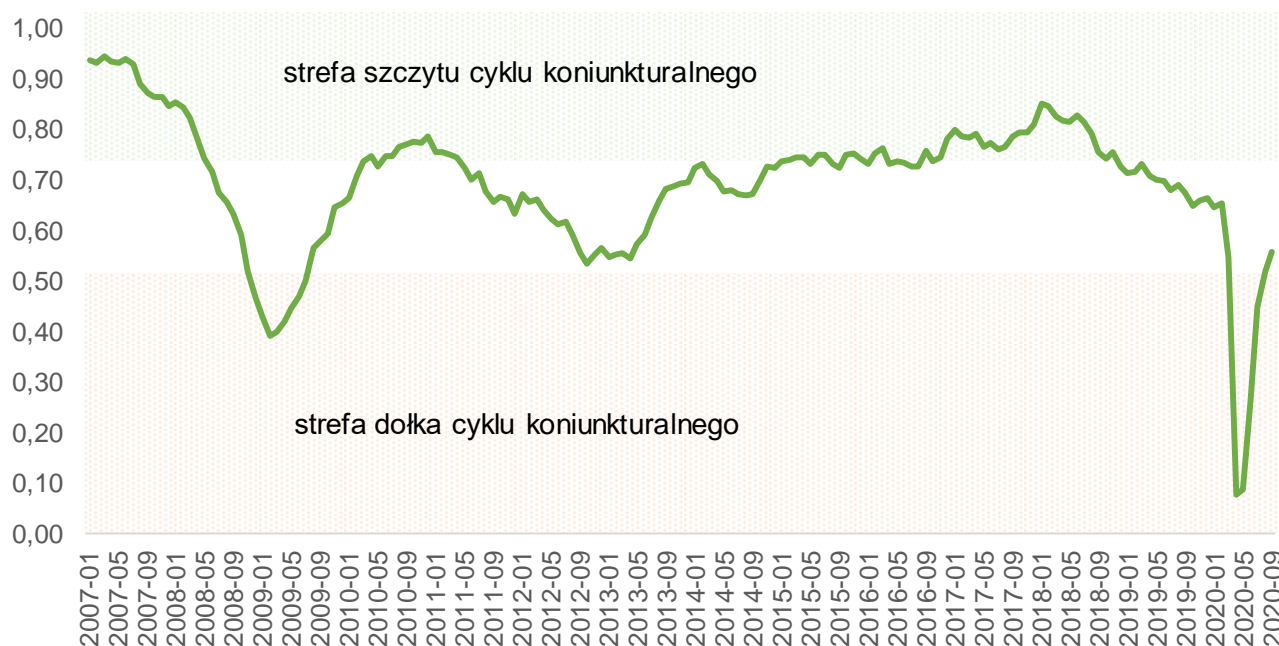
Baker Tilly TPA Index

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, zarządców 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.

Publikacji określających stan koniunktury jest wiele – 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), a także indeks PMI przemysłu. Aktualna wartość tych wskaźników prezentowana jest przez ich dostawców w każdym miesiącu. W niniejszej publikacji, którą zamierzamy aktualizować 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.

Wykres. Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA.

Jak czytać Baker Tilly TPA Index

Baker Tilly TPA Index powstaje na bazie czterech wskaźników badających stan koniunktury gospodarczej w Polsce – ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury gospodarczej GUS, Composite Leading Indicator OECD, Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej oraz 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.

Ponieważ wskaźniki te przyjmują wartości w różnym stopniu oscylujące wokół 100 lub 50, ich bieżąca wartość może nie być jednoznaczna w interpretacji dla wszystkich odbiorców bez długoterminowej analizy odczytów – 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 określamy co miesiąc, 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 wskaźników, która zawsze będzie zawierać się w przedziale od 0 do 1.

Analiza przeszłych wskazań naszego indeksu pozwala wyznaczyć poziom powyżej 75% jako implikujące szczyt cyklu koniunkturalnego, natomiast poniżej 50% 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.


Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Po rekordowo niskich wskazaniach indeksu w drugim kwartale kolejne miesiące przyniosły bardzo dynamiczne odreagowanie w ocenach stanu koniunktury gospodarczej. Zakończyło to 2,5-letni okres trendu spadkowego i pogarszania się koniunktury w Polsce, którego kulminacją był lockdown w drugim kwartale. Wychodzenie z zamrożenia gospodarek przebiega szybko i w wielu sektorach następuje wyraźna poprawa w stosunku do poprzednich miesięcy, aczkolwiek wiele branż (w szczególności turystyka, gastronomia, eventy czy inne usługi) wciąż nie są w stanie prowadzić działalności w sposób zbliżony do okresu przed pandemią.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS.



Dzięki istotnemu wzrostowi wartości wskaźników składowych dla Baker Tilly TPA Index w okresie letnim bieżący odczyt (0,56) powrócił do neutralnej strefy w cyklu gospodarczym. Trend wzrostowy wskazuje na tendencję poprawy koniunktury w kolejnych okresach wraz z odbudowywaniem się gospodarki po okresie zamknięcia. Ryzykiem dla dalszego rozkwitu i ekspansji jest ponowne rozprzestrzenianie się wirusa, który może prowadzić do powrotu do wcześniej wprowadzanych obostrzeń i ograniczeń. Innym czynnikiem ryzyka jest rosnące bezrobocie – poziom zatrudnienia obniża się w Polsce niemal nieustannie od końcówki 2019 r., a opóźniony efekt restrukturyzacji i reakcji przedsiębiorstw na spowolnienie może prowadzić do wzrostu bezrobocia w okresie jesienno-zimowym, ograniczając potencjał odbudowy popytu. W większości branż ankietowane firmy wskazują bowiem na redukcję zatrudnienia w najbliższej przyszłości.

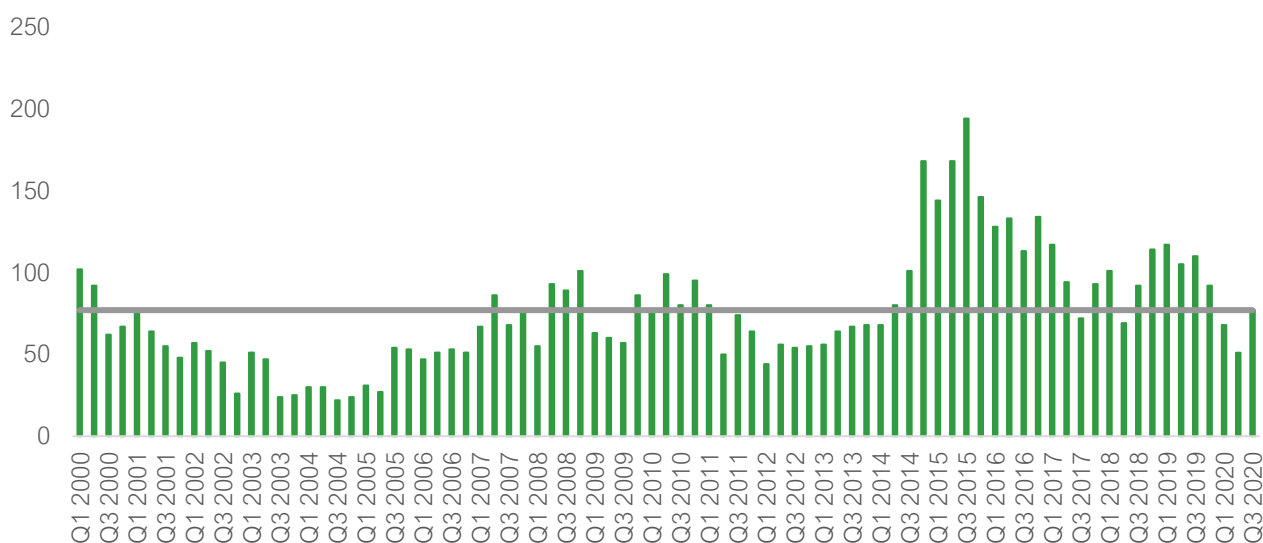
Zdecydowanie obecna sytuacja charakteryzuje się wysokim poziomem niepewności, choć patrząc na notowania indeksów giełdowych w Polsce i za granicą, można zaobserwować dużą wiarę w szybki powrót do przedkryzysowych poziomów aktywności. Po spadku polskiego PKB w drugim kwartale o rekordowe 8%, pierwszym tego typu zdarzeniu w okresie po transformacji, w trzecim kwartale prawdopodobnie zobaczymy już ponownie dodatnie odczyty, choć nie będą zapewne odbiegać istotnie od zera. Sugeruje to ostrożność w podejmowaniu decyzji o inwestycjach realnych, natomiast w przypadku inwestycji portfelowych (zakupu akcji/udziałów innych podmiotów) może być to ciekawy moment ze względu na słabe bieżące wyniki, ostrożne prognozy, a także problemy operacyjne i płynnościowe wielu przedsiębiorstw.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Aktywność transakcyjna w Polsce w trzecim kwartale 2020 r. wykazała wyższy poziom niż w pierwszych dwóch kwartałach bieżącego roku. Według zebranych przez nas danych w ciągu tych trzech miesięcy miało miejsce 77 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Jest to wartość istotnie niższa od średniej z ostatnich kilku lat (ponad 100 transakcji kwartalnie), co zapewne jest efektem wciąż panujących utrudnień w przemieszczaniu się, choćby w przypadku inwestorów zagranicznych. Niemniej jednak został odwrócony trend spadkowy w kwartalnej liczbie transakcji, który trwał praktycznie od początku 2019 r. Obowiązujące nadal obostrzenia i niepewność odnośnie do nadchodzących miesięcy zapewne nie pomogą w odbudowie aktywności transakcyjnej do obserwowanych wcześniej poziomów również w nadchodzących miesiącach.

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. Dodatkowo 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.

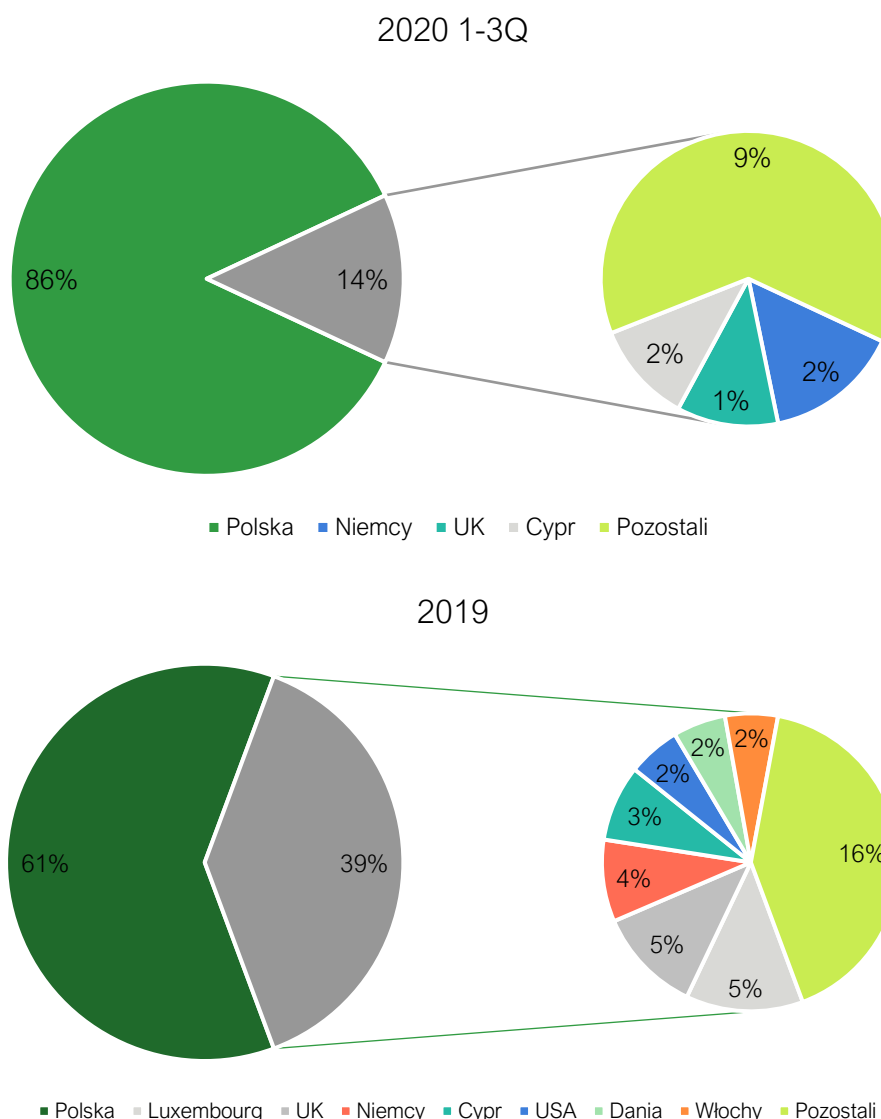
Wykres. Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce w poszczególnych kwartałach od 2000 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters.

Potwierdzeniem utrudnień w realizacji transakcji w tym roku jest struktura nabywców w sfinalizowanych umowach, która była zupełnie nietypowa – w trakcie trzech kwartałów 2020 r. 86% przejmujących stanowiły podmioty polskie, a zaledwie 14% podmioty zagraniczne. Wśród obecnych graczy spoza Polski, choć było ich niewiele, dominowały podmioty z Niemiec, Wielkiej Brytanii oraz zarejestrowane na Cyprze. Struktura ta znacznie różni się od obserwowanych w poprzednich latach. Dla porównania prezentujemy również strukturę nabywców w ubiegłym roku, kiedy przy ponad 400 transakcjach podmioty krajowe odpowiadały za ok. 61% przejęć. Natomiast inwestorzy z innych państw pochodzili głównie z Luksemburga, Wielkiej Brytanii, Niemiec, Cypru oraz USA.

Wykres. Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia od początku 2020 r. w porównaniu z 2019 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters.

Pod względem sektorowym w trzecim kwartale 2020 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek technologicznych. Odpowiadały one za ponad ¼ wszystkich umów. Duży udział stanowiły także podmioty finansowe i przemysłowe, które zwykle są przedmiotem licznych transakcji. Natomiast ubiegły kwartał wyróżniał się pod względem zwiększonej aktywności w sektorach nieruchomości oraz energetyki. Szczególnie w pierwszym przypadku jest to dość zaskakujące, biorąc pod uwagę dużą niepewność oraz zmianę w otoczeniu funkcjonowania branży nieruchomości w ostatnim czasie. W tym drugim przypadku, czyli sektora energetycznego, większa liczba transakcji wiąże się przede wszystkim z zainteresowaniem branżą energii odnawialnej. Wyjątkowo mało było z kolei zmian właścicielskich w spółkach surowcowych oraz mediowych, które zwykle cieszyły się większym powodzeniem u inwestorów.

Podział transakcji ze względu na sektory

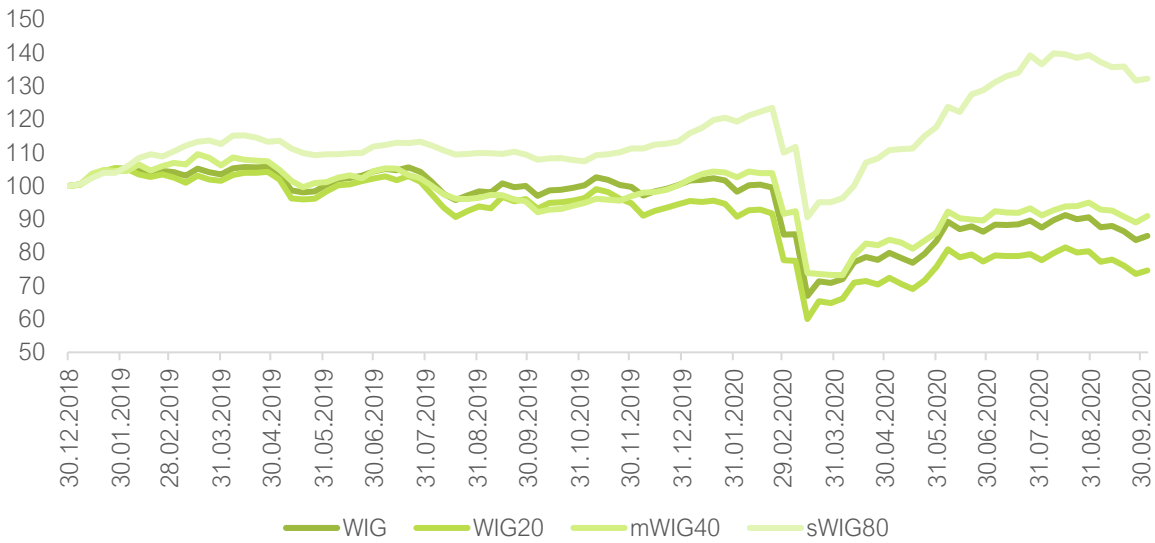
III kwartał 2020 r.		2000 – III kwartał 2020 r.	
Technologie	27,3%	Przemysł	13,9%
Nieruchomości	14,3%	Finanse	12,9%
Energetyka	13,0%	Technologie	11,7%
Finanse	13,0%	Usługi i produkty konsumenckie	9,4%
Przemysł	9,1%	Dobra podstawowe	9,1%
Usługi i produkty konsumenckie	7,8%	Surowce	9,0%
Ochrona zdrowia	6,5%	Media	7,6%
Handel detaliczny	6,5%	Nieruchomości	7,1%
Dobra podstawowe	1,3%	Energetyka	6,9%
Surowce	1,3%	Handel detaliczny	5,4%
Media	–	Ochrona zdrowia	4,0%
Telekomunikacja	–	Telekomunikacja	3,1%
Łącznie transakcji	77	Łącznie transakcji	6 296

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters.

Wyceny na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wyceny spółek notowanych na GPW zanotowały dynamiczne wzrosty po załamaniu związanym z lockdownem i zamknięciem gospodarki. Mimo tego główne indeksy polskiej giełdy wciąż pozostają poniżej poziomów obserwowanych przed marcem bieżącego roku. Wyjątkiem jest indeks sWIG80 grupujący podmioty o mniejszej kapitalizacji, który zbliżył się do najwyższych kwotowań zanotowanych w ciągu ostatnich kilku lat. Może się to wiązać ze zwiększoną aktywnością inwestorów indywidualnych, która jest zauważalna od wiosny bieżącego roku, jak również z dużo niższymi mnożnikami wyceny w porównaniu z większymi emitentami.

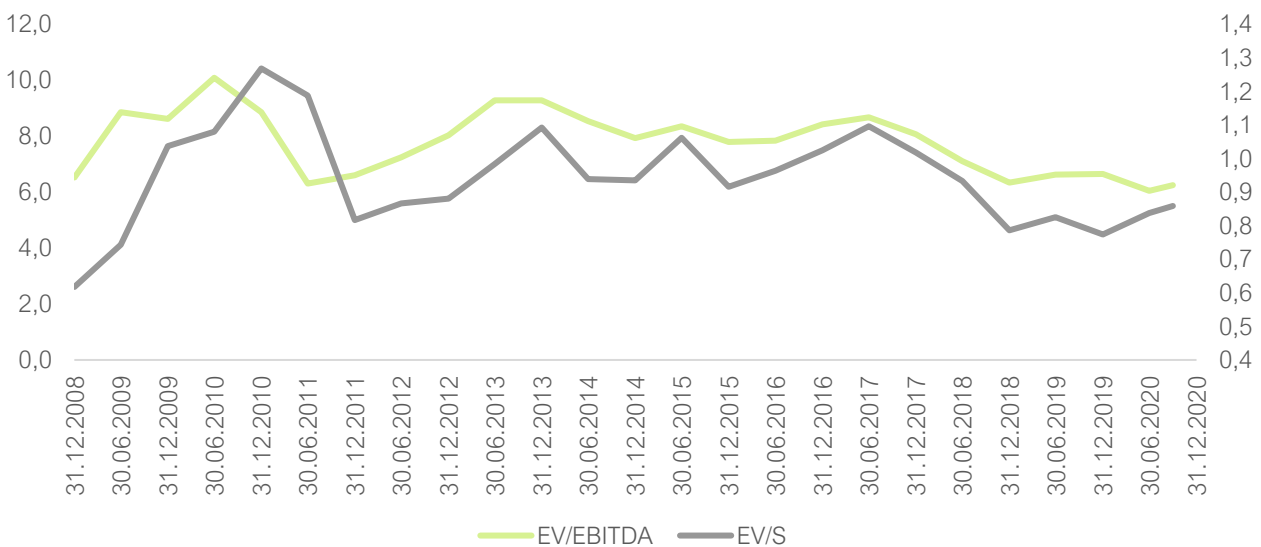
Wykres. Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce od początku 2019 r.



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

Ze względu na wzrost kursów akcji i jednoczesny spadek wyników finansowych w drugim kwartale w porównaniu z poprzednim rokiem, kroczące mnożniki wycen (za ostatnie cztery kwartały) na GPW uległy lekkiemu zwiększeniu. Na koniec września mediana wskaźnika EV/EBITDA dla spółek z indeksu WIG wyniosła 6,25x. Jeszcze w czerwcu wynosiła ona ok. 6,0x i był to najniższy poziom od połowy 2008 r. W przypadku mnożnika EV/S (stosunek Enterprise Value do przychodów) również obserwowany był lekki wzrost w stosunku do poprzednich miesięcy. Obecna wartość 0,86x pozostaje jednak w rejonach charakterystycznych dla historycznie niskich poziomów wycen spółek na GPW. Odzwierciedla to jednak niższe poziomy rentowności panujące obecnie w spółkach oraz wysoki poziom niepewności odnośnie dalszego rozwoju sytuacji w polskiej gospodarce w związku z pandemią.

Wykres. Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/EBITDA (lewa skala) i EV/S (prawa skala)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters.

Jak zwiększyć wartość przedsiębiorstwa, nie tylko w trudnych czasach

Co decyduje o wartości przedsiębiorstwa?

Z ekonomicznego punktu widzenia przedsiębiorstwo nie różni się od innych aktywów inwestycyjnych – instrumentów finansowych czy nieruchomości. Jego wartość determinowana jest przez wielkość przepływów finansowych, które jest w stanie wygenerować dla właściciela, zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową na dzień wyceny. Określamy zatem dwa parametry – prognozowane strumienie gotówki oraz koszt kapitału. Wartość przepływów jest zmienną pochodzącą ze spółki, zależną od oczekiwanych wyników oraz nakładów związanych z prowadzeniem działalności. Natomiast o koszcie kapitału decydują czynniki rynkowe oraz specyficzne dla konkretnego inwestora, niemniej pozostają zewnętrznymi wobec spółki.

W bardziej uproszczonym podejściu, niewymagającym sporządzania wieloletnich projekcji finansowych, wartość przedsiębiorstwa jest po prostu wynikiem przemnożenia wielkości zysku (najczęściej na poziomie EBITDA) przez określony mnożnik. Tu również jedna zmienna (EBITDA) zależna jest od spółki, natomiast druga (mnożnik) określana jest przez aspekty rynkowe i optykę danego nabywcy.

W czasie kryzysu wywołanego pandemią większość przedsiębiorstw boryka się ze spadkiem bieżących przychodów oraz generowanych zysków, czyli kluczowych czynników wpływających na wartość firmy. Jednocześnie niesprzyjające otoczenie skłania do obniżania prognoz osiągniętych wyników w najbliższej przyszłości. Ma to jednoznacznie negatywny wpływ na szacowaną wartość przedsiębiorstwa. Warto zatem podjąć działania, które mogą przyczynić się do zneutralizowania tego niekorzystnego wpływu poprzez pozytywny efekt w innych obszarach branż pod uwagę przez potencjalnych kupujących.

Mniejsze ryzyko biznesowe podnosi wartość

Aspektem wpływającym na koszt kapitału i stopę dyskontową (a w uproszczonej wersji wyceny na mnożnik) jest skala ryzyka biznesowego w spółce. Mowa tu przede wszystkim o ryzyku branżowym, ale tego elementu nie będziemy w stanie zmienić. Można natomiast wpływać na specyficzne ryzyko związane z naszą spółką. Na przykład duże uzależnienie działalności od jednego klienta lub jednego dostawcy będzie olbrzymim czynnikiem ryzyka dla kupującego. Zakończenie lub nawet tylko pogorszenie relacji z takim partnerem biznesowym może mieć katastrofalne skutki dla całej spółki. Dlatego eliminowanie tego ryzyka poprzez dywersyfikację w łańcuchu dostaw oraz po stronie sprzedaży będzie korzystnie wpływać na ocenę biznesową firmy.

Podobnie wygląda sytuacja w przypadku występowania zjawiska „niezastąpionych” pracowników. Mogą to być specjaliści, personel odpowiadający za relacje z kooperantami, a często nawet sam właściciel, który trzyma w swoich rękach procesy operacyjne lub sprzedażowe. W wielu firmach, szczególnie tych o mniejszej skali działalności, wycofanie się lub odejście takiej kluczowej osoby może zagrozić kontynuacji funkcjonowania, co nie jest mile widziane przez przyszłych właścicieli analizujących spółkę. Warto zatem zawczasu pomyśleć o rozproszeniu takiego ryzyka poprzez związanie kluczowych pracowników z firmą (np. przez programy motywacyjne lub udziały) lub przez unikanie zbytnej „władzy” w rękach pojedynczych osób. To również zmniejszy postrzegane ryzyko wejścia do takiej spółki i pozytywnie wpłynie na cenę transakcyjną.

Kolejny obszar ryzyka operacyjnego, które można eliminować, to kwestia procesów, a przede wszystkim parku maszynowego. Firmy oparte na przestarzałych technologiach z awaryjnymi maszynami stwarzają ryzyko zwiększonych przestojów remontowych lub dużych nakładów na modernizację po akwizycji. Niska awaryjność czy też niski współczynnik wadliwości produktów lub reklamacji klientów będą budować zaufanie i na pewno zostaną

uwzględnione w wycenie spółki. Ale nie tylko czynniki biznesowe mogą wpływać na postrzeganie ryzyka operacyjnego.

Strach przed „trupami w szafie”

Inwestor wchodzący do spółki w trakcie analiz może przeprowadzić badanie due diligence, które ma na celu zweryfikować spółkę pod kątem finansowym, prawnym czy podatkowym. Jednak z zewnątrz nie jest w stanie sprawdzić absolutnie wszystkiego. Zawsze pozostaje obawa, że po podpisaniu umowy ujawnią się niezdiagnozowane wcześniej problemy ukryte celowo lub bez złej intencji przez sprzedającego. W trakcie procesu badania można zbudować zaufanie między stronami przez pełną transparentność i otwartość w komunikacji. To może zmniejszyć obawy przed przykrymi niespodziankami, a w efekcie również korzystnie wpłynąć na postrzegane ryzyko.

Efekt ten można osiągnąć nie tylko przez szczerą i pełną prezentację faktów, ale również przez wysoką jakość zarządzania widoczną w organizacji. Profesjonalne poukładanie procesów, kontroli wewnętrznej, struktur oraz strategii, wysoka jakość controllingu i księgowości – wszystkie te elementy będą budzić zaufanie i zmniejszać poczucie niepewności odnośnie do prawdziwego obrazu sytuacji. Ułatwią one również wejście operacyjne nowemu właścicielowi i ewentualnie nowej kadrze kierowniczej po zmianie właścicielskiej. To też ma swoją wartość.

Optymalizacja źródeł finansowania zmniejsza koszt kapitału

Jak zostało wspomniane wcześniej, koszt kapitału przyjmowany przez inwestora do szacowania wartości przedsiębiorstwa jest zmienną raczej niezależną od spółki. Zarówno instrumenty wykorzystywane do finansowania, jak i struktura finansowania mogą podlegać modyfikacjom po zmianie właściciela. Jednak warto zadbać o to, by stosowane narzędzia były zoptymalizowane zarówno pod względem ich kosztu, jak również poziomu zadłużenia. Zgodnie z teorią finansową oraz praktyką rynkową zwiększanie finansowania dłużnego w strukturze kapitałowej korzystnie wpływa na WACC. Oczywiście po przekroczeniu bezpiecznych poziomów wpływ ten może być negatywny poprzez zwiększenie ryzyka finansowego. Niemniej zdrowy poziom zadłużenia będzie sprzyjał efektywności zainwestowanego kapitału, przy czym określenie tego „zdrowego” poziomu jest kwestią indywidualną zależną od branży, wielkości spółki, dostępu do kapitału, zmienności wyników i innych parametrów.

Drugi aspekt związany z finansowaniem to jego koszt. Nowy inwestor może mieć dostęp do taniego źródła długu, choćby przez jego silną pozycję kapitałową, ale nie zawsze tak jest. Czasem kupujący sam lewaruje się pod transakcję i dług w przejmowanej spółce pozostaje niezmienny aż do jego zapadalności lub uzyskania zdolności do refinansowania całej grupy. W takiej sytuacji koszt zadłużenia celu przejęcia będzie już miał istotne znaczenie dla szacowania wartości przedsiębiorstwa, więc powinien on być zminimalizowany poprzez pozyskanie najtańszego dostępnego długu w optymalnej formie – może to być również leasing czy faktoring, a nie tylko standardowe kredytowanie bankowe. W ten sposób korzystnie wpłyniemy na element, który bezpośrednio wpływa na szacowaną wartość firmy.

Poszukiwanie maksymalnych synergii

O wartości przedsiębiorstwa nie decyduje tylko to, co jest przedmiotem transakcji, ale również kto jest kupującym. Zwykle to inwestor strategiczny będzie mógł zapłacić najwyższą cenę, ponieważ jest w stanie osiągnąć tzw. synergie, czyli korzyści wynikające z połączenia operacji dwóch podmiotów. Mogą to być synergie sprzedażowe (dotarcie na nowe rynki, cross-selling, wymiana kontaktów handlowych), kosztowe (oszczędności na większej skali zakupów, zredukowaniu zdublowanych pozycji kosztowych, np. w księgowości, sprzedaży, magazynach) oraz finansowe (wynikające z korzystniejszego dostępu do finansowania dla większych podmiotów). Dlatego największą wartość przyniesie poszukiwanie najbardziej dopasowanego partnera, dla którego synergie te osiągną maksymalną kwotę, a część z niej będzie w stanie zaalokować na cenę sprzedaży.

Jednak nie zawsze najwyższa cena pochodzić będzie od inwestora strategicznego. Bywają momenty w cyklu, kiedy to inwestorzy finansowi oferują kwoty nieracjonalne z punktu widzenia graczy branżowych, ponieważ panuje

moda lub hossa na wybranej kategorii biznesów. By w pełni wykorzystać takie niuanse transakcyjne, najlepiej jest skorzystać z usług profesjonalnych doradców, którzy poprowadzą firmę przez cały proces sprzedaży oraz wyszukają optymalnego nabywcę w danym czasie dla danego podmiotu.

Wartość buduje się w długim terminie

Kluczowe dla wartości firmy są czynniki finansowe, nad którymi właściciele i zarządzający pracują nieustannie i dążą do osiągnięcia jak najlepszych efektów. Jednak efekt finansowy można wzmocnić przez wspomniane powyżej aspekty. Raczej trudno będzie je wdrożyć czy zmienić z dnia na dzień. Zwykle wymagają one dobrego przygotowania i planowania oraz pracy przez wiele miesięcy, a czasem może nawet kilka kwartałów. Dlatego warto uwzględnić je w zarządzaniu i strategii właścicielskiej na każdym etapie życia przedsiębiorstwa. Nigdy nie wiadomo, czy sprzedaż biznesu nie będzie musiała nastąpić w mniej korzystnym i niespodziewanym momencie, choćby z powodów osobistych lub finansowych. Dobrze być na to przygotowanym, by w takiej sytuacji uzyskać maksymalnie wysoką cenę w potencjalnym procesie sprzedaży.

Podsumowując – wartość przedsiębiorstwa można budować i powiększać nie tylko przez aspekty finansowe, ale również przez:

- Zmniejszanie ryzyka biznesowego specyficznego dla danej firmy;
- Odpowiednie zarządzanie kluczowym personelem – długoterminowe związanie kluczowych osób z firmą oraz unikanie nadmiernej władzy w ograniczonym gronie;
- Dbłość o jakość produkcji, stan aktywów i ich unowocześnianie;
- Wysokie standardy w zarządzaniu i procesach wewnętrznych oraz transparentność w relacji z kupującym;
- Optymalizację struktury kapitału oraz kosztu jego pozyskania;
- Znalezienie najbardziej dopasowanego nabywcy, który osiągnie najwyższe efekty synergii.

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.

Ze względu na bardzo niskie stopy procentowe obecną wartość kosztu kapitału własnego w całej gospodarce szacujemy na 6,6%.

Tabela. Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne / spółdzielcze	4,3%	Metale i górnictwo	8,2%	Sprzedaż hurtowa	8,1%
Banki uniwersalne	6,6%	Metale szlachetne	8,9%	Sprzęt elektryczny	8,9%
Budowlany	5,7%	Militaria/obronność	7,8%	Sprzęt i usługi biurowe	10,0%
Chemiczny (podstawowy)	8,6%	Napoje alkoholowe	7,3%	Sprzęt telekomunikacyjny	6,0%
Chemiczny (specjalistyczny)	7,4%	Napoje bezalkoholowe	7,8%	Sprzęt wydobywczy	9,7%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	11,1%	Nieruchomości	9,9%	Stalowy	9,9%
Części samochodowe	7,7%	Obuwie	5,9%	Szpitaly / placówki opieki zdrowotnej	7,8%
Deweloperski	7,9%	Odzież	6,9%	Technologie dla ochrony zdrowia	7,9%
Dystrybucja ropy / gazu	6,7%	Opakowania	6,6%	Telekomunikacja	7,4%
Edukacja	9,8%	Opony	6,5%	Telewizja	7,7%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	8,1%	Oprogramowanie (Internet)	10,2%	Telewizja kablowa	7,2%
Elektronika (ogólna)	7,4%	Oprogramowanie (rozrywka)	8,1%	Transport	8,2%
Energetyka	4,4%	Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	7,7%	Transport kolejowy	13,2%
Energia odnawialna	7,0%	Papierowy i drzewny	9,5%	Transport lotniczy	8,9%
Farmaceutyczny	8,5%	Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	9,0%	Transport samochodowy	8,6%
Handel detaliczny	7,4%	Półprzewodniki	8,1%	Tytoń	10,2%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	4,4%	Produkty gospodarstwa domowego	6,8%	Ubezpieczenia (majątkowe)	4,9%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	8,5%	Produkty zdrowotne	6,8%	Ubezpieczenia (ogólne)	5,2%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	8,4%	Przemysł stoczniowy i morski	12,8%	Ubezpieczenia (życie)	7,0%
Handel detaliczny (online)	7,8%	Przetwórstwo spożywcze	6,0%	Usługi biznesowe i konsumenckie	7,0%
Hotele i hazard	8,0%	R.E.I.T.	4,9%	Usługi dla nieruchomości	6,2%
Hurtownicy żywności	5,9%	Reasekuracja	5,7%	Usługi finansowe	5,2%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	6,8%	Reklama	8,9%	Usługi informacyjne	7,1%
Inżynieria / budownictwo	9,8%	Rekreacja	6,1%	Usługi informatyczne	7,7%
Kanalizacja i ścieki	4,9%	Restauracje	6,5%	Usługi środowiskowe i odpadowe	8,0%
Komputery / urządzenia peryferyjne	10,6%	Rolnictwo	6,0%	Usługi telekomunikacyjne	6,9%
Leki (biotechnologia)	8,9%	Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	9,1%	Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	7,5%
Maszynowy	7,9%	Ropa i gaz (zintegrowany)	8,2%	Użyteczności publicznej	2,8%
Materiały budowlane	7,8%	Rozrywkowy	8,4%	Węgiel	8,7%
Podwykonawcy budowlani	8,5%	Samochody i ciężarówki	7,1%	Wydawnictwa i gazety	7,0%
Meble / wyposażenie domu	7,0%	Sprzedaż detaliczna	6,8%		

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA.

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Ze względu na problem z zebraniem 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 będziemy prezentować nasze podejście do wyznaczania kosztu kapitału własnego, by ułatwić jego oszacowanie w różnych przedsiębiorstwach i przedsięwzięciach, aktualizując cyklicznie zmienne, które są wymagane do obliczeń.

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. Obecnie ich rentowność wynosi 1,32%. 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 5,29%. Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 6,61%. Jednak ryzyko poszczególnych działalności istotnie się różni.

By 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, by 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 amerykańskiego, jednak uważamy, że są reprezentatywne również dla innych gospodarek.

Powyższe 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:

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

gdzie:

k_e – koszt kapitału własnego,

r_{fPL} – rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce (aktualnie 1,32%),

β – współczynnik beta,

MRP – rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 5,29%).

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.

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

gdzie:

k_e – koszt kapitału własnego,

r_f – stopa wolna od ryzyka w danej walucie,

CRP – ryzyko kraju (country risk premium),

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 0,51%. Dla waluty EUR będzie to -0,54%, a dla USD jest na poziomie 0,68%. 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 poniżej. Dla działalności prowadzonej w całości w Polsce suma stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko dla Polski będzie 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 poniżej 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.

Tabela. Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na dzień 1.10.2020 r.

Parametr	Wartość	Parametr	Wartość
r_{fPL}	1,32%	MRP	5,29%
r_f		Kapitał własny do (mln USD)	α^*
PLN	0,51%	1.132	0,9%
EUR	-0,54%	779	1,5%
USD	0,68%	517	1,8%
CRP		333	2,1%
Polska	0,81%	212	2,4%
Niemcy	0,00%	127	2,8%
USA	0,00%	30	3,8%
Francja	0,29%		
Hiszpania	0,79%		

* dodatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych z Reuters, Ibbotson, Damodaran.

Tabela. Wartość współczynników beta dla poszczególnych sektorów gospodarki

Sektor	Beta	Beta aktywów	Sektor	Beta	Beta aktywów
Banki regionalne/spółdzielcze	0.6	0.4	Półprzewodniki	1.3	1.2
Banki uniwersalne	1.0	0.6	Produkty gospodarstwa domowego	1.0	0.9
Budowlany	0.8	0.7	Produkty zdrowotne	1.0	1.0
Chemiczny (podstawowy)	1.4	1.0	Przemysł stoczniowy i morski	2.2	1.6
Chemiczny (specjalistyczny)	1.1	1.0	Przetwórstwo spożywcze	0.9	0.7
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1.9	1.2	R.E.I.T.	0.7	0.4
Części samochodowe	1.2	1.0	Reasekuracja	0.8	0.8
Deweloperski	1.2	0.9	Reklama	1.4	0.9
Dystrybucja ropy / gazu	1.0	0.6	Rekreacja	0.9	0.8
Edukacja	1.6	1.4	Restauracje	1.0	0.8
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1.3	1.3	Rolnictwo	0.9	0.6
Elektronika (ogólna)	1.2	1.1	Ropa i gaz (produkcja i wydobycie)	1.5	1.1
Energetyka	0.6	0.4	Ropa i gaz (zintegrowany)	1.3	1.1
Energia odnawialna	1.1	0.6	Rozrywkowy	1.3	1.2
Farmaceutyczny	1.4	1.3	Samochody i ciężarówki	1.1	0.5
Handel detaliczny	1.1	1.0	Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1.0	0.7
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	0.6	0.4	Sprzedaż hurtowa	1.3	0.9
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1.4	1.2	Sprzęt elektryczny	1.4	1.3
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1.3	0.9	Sprzęt i usługi biurowe	1.7	1.2
Handel detaliczny (online)	1.2	1.2	Sprzęt telekomunikacyjny	0.9	0.8
Hotele i hazard	1.3	0.9	Sprzęt wydobywczy	1.6	1.2
Hurtownicy żywności	0.9	0.7	Stalowy	1.6	1.3
Inwestycje i zarządzanie aktywami	1.0	0.9	Szpitala / placówki opieki zdrowotnej	1.2	0.6
Inżynieria / budownictwo	1.6	1.3	Technologie dla ochrony zdrowia	1.2	1.2
Kanalizacja i ścieki	0.7	0.6	Telekomunikacja	1.1	0.6
Komputery / urządzenia peryferyjne	1.8	1.6	Telewizja	1.2	0.7
Leki (biotechnologia)	1.4	1.4	Telewizja kablowa	1.1	0.8
Maszynowy	1.3	1.1	Transport	1.3	1.0
Materiały budowlane	1.2	1.0	Transport kolejowy	2.2	1.9
Podwykonawcy budowlani	1.4	1.1	Transport lotniczy	1.4	0.8
Meble / wyposażenie domu	1.1	0.8	Transport samochodowy	1.4	1.0

Sektor	Beta	Beta aktywów	Sektor	Beta	Beta aktywów
Metale i górnictwo	1.3	1.1	Tytoń	1.7	1.4
Metale szlachetne	1.4	1.3	Ubezpieczenia (majątkowe)	0.7	0.6
Militaria/obronność	1.2	1.1	Ubezpieczenia (ogólne)	0.7	0.6
Napoje alkoholowe	1.1	0.9	Ubezpieczenia (życie)	1.1	0.7
Napoje bezalkoholowe	1.2	1.1	Usługi biznesowe i konsumenckie	1.1	0.9
Nieruchomości	1.6	1.5	Usługi dla nieruchomości	0.9	0.7
Obuwie	0.9	0.8	Usługi finansowe	0.7	0.1
Odzież	1.1	0.8	Usługi informacyjne	1.1	1.0
Opakowania	1.0	0.7	Usługi informatyczne	1.2	1.0
Opony	1.0	0.5	Usługi środowiskowe i odpadowe	1.3	1.1
Oprogramowanie (Internet)	1.7	1.5	Usługi telekomunikacyjne	1.1	0.7
Oprogramowanie (rozrywka)	1.3	1.3	Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	1.2	1.0
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	1.2	1.2	Użyteczności publicznej	0.3	0.2
Papierowy i drzewny	1.5	1.3	Węgiel	1.4	1.1
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	1.5	0.6	Wydawnictwa i gazety	1.1	0.8

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

Załącznik – Opis wskaźników koniunktury

Wskaźniki koniunktury wykorzystywane w obliczaniu Baker Tilly TPA Index

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS jest 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.

Wykres. Historyczne wartości Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS

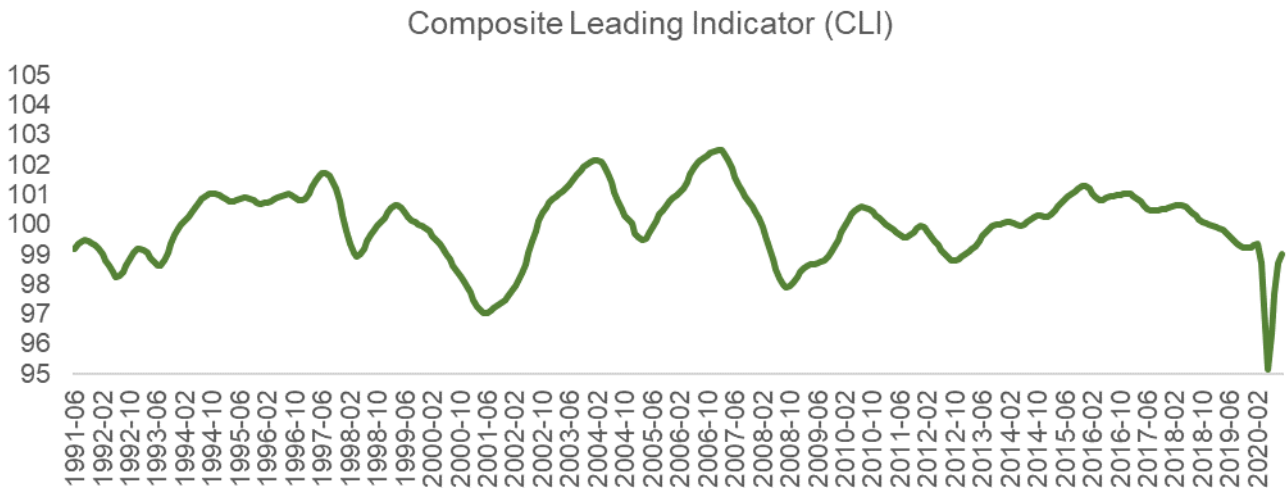


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS.

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.

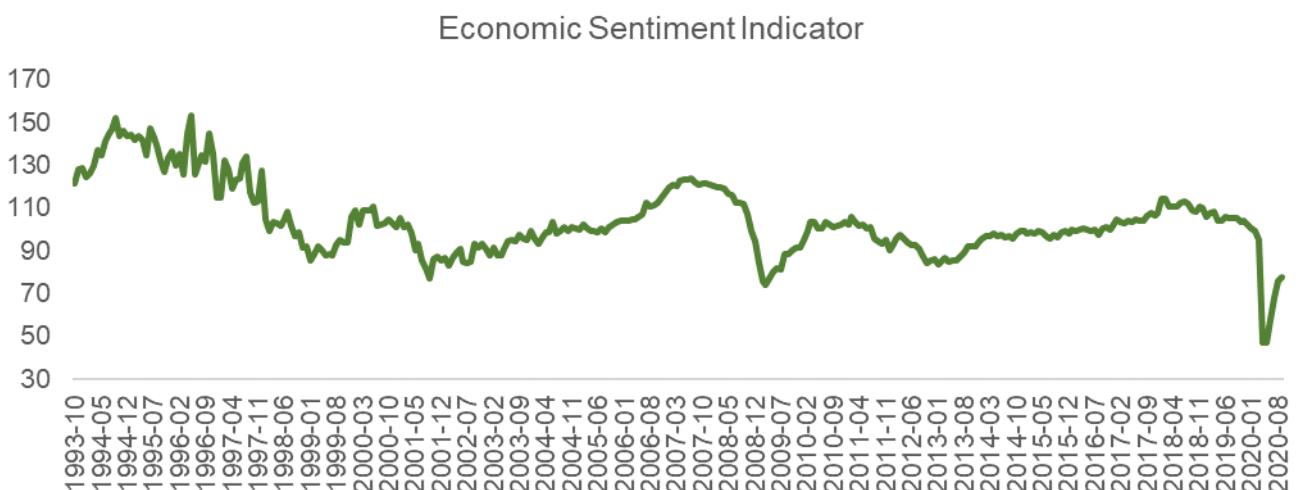
Wykres. Historyczne wartości CLI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych OECD.

Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej jest 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.

Wykres. Historyczne wartości ESI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej.

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.

Wykres. Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



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

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

Wykres. Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie TPA)





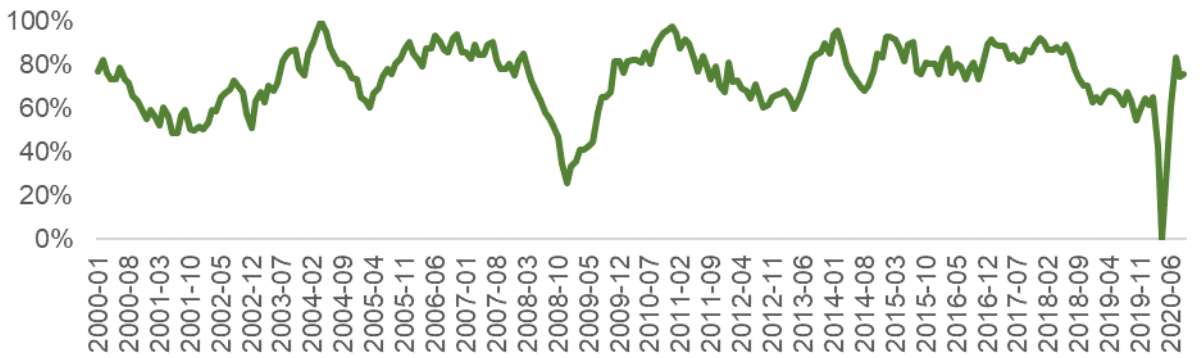
Composite Leading Indicator (CLI) znormalizowany



Economic Sentiment Indicator znormalizowany



Indeks PMI przemysłu znormalizowany



O Baker Tilly TPA

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. Dostarczamy także obsługę prawną poprzez naszą kancelarię Baker Tilly Woroszyńska Legal.

Tworzymy wyjątkowe doświadczenia z naszymi klientami, aby rozwiązywać ich najpilniejsze problemy i wykorzystywać pojawiające się możliwości.

Decydując się na współpracę z Baker Tilly TPA, firmą członkowską Baker Tilly International, wybierasz firmę, która wierzy w siłę wspólnych relacji, konstruktywnych rozmów i świetlanej przyszłości.

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

www.bakertilly-tpa.pl

Kontakt:



Krzysztof Horodko
Partner Zarządzający
krzysztof.horodko@bakertilly.pl
Tel.: +48 603 935 516



Tomasz Manowiec, CFA, ACCA
Dyrektor
tomasz.manowiec@bakertilly.pl
Tel.: +48 795 554 311

Uwaga: Niniejszy dokument został przygotowany wyłącznie w celach informacyjnych i ma charakter ogólny. Każdorazowo przed podjęciem działań na podstawie prezentowanych informacji rekomendujemy uzyskanie wiążącej opinii ekspertów Baker Tilly TPA i/lub TPA Poland i/lub Baker Tilly Woroszyńska Legal.

Baker Tilly TPA, TPA oraz Baker Tilly Woroszyńska Legal są nazwami handlowymi odpowiednio TPA Sp. z o.o. Sp.k. oraz Baker Tilly Woroszyńska Legal Sp.k. Obie firmy są członkami globalnej sieci Baker Tilly International Ltd., w ramach której każda firma członkowska ma odrębną i niezależną osobowość prawną.



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