

Baker Tilly TPA Index
Gdzie jesteśmy w cyklu
gospodarczym?

Now, for tomorrow

Spis treści

	Stagnacja? Rozkwit? A może recesja? Na co wskazuje Baker Tilly TPA Index?	4
	Baker Tilly TPA Index	6
	Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny	11
	Złudna EBITDA – cz. I	17
	Koszt kapitału własnego – ile wynosi?	22
	Załącznik – Opis wskaźników koniunktury	30
	O Baker Tilly TPA	35

Szanowni Państwo,

przedstawiamy drugie 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. Dodatkowo aktualizujemy nasze szacunki dotyczące kosztu kapitału dla poszczególnych sektorów oraz uzupełniamy publikację treściami dotyczącymi finansów przedsiębiorstw, czy też prawnych lub podatkowych aspektów działalności firm.

Co obejmuje Baker Tilly TPA Index?

1

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 odreagowanie gospodarki, choć krótkoterminowe ryzyko dla dalszego wzrostu jest bardzo wysokie.

2

Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w 2020 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW.

W ostatnim kwartale liczba transakcji wróciła do poziomów przed kryzysowych, natomiast mnożniki wyceny pozostają na historycznie niskich poziomach.

3

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 6,17%.

W bieżącej edycji, prezentujemy również **pierwszą część analizy czynników wpływających na wartość EBITDA**, które warto uwzględnić w umowach transakcyjnych lub programach motywacyjnych.

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

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający
Baker Tilly TPA

Tomasz Manowiec, CFA, ACCA
Dyrektor w zespole corporate finance
Baker Tilly TPA

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



Stagnacja? Rozkwit? A może recesja?

Na co wskazuje Baker Tilly TPA Index?

Co obejmuje Baker Tilly TPA Index?



Ogólny Wskaźnik
Syntetyczny
Koniunktury
Gospodarczej GUS



Composite
Leading
Indicator OECD



Economic Sentiment
Indicator (ESI)
Komisji Europejskiej

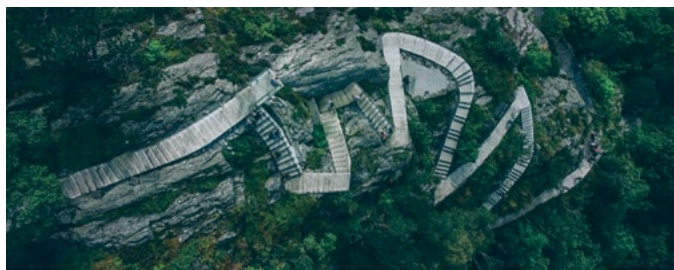


PMI
Przemysłu

Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index: **0,59**

w Q3 2020: **0,56**

powrót do neutralnej strefy w cyklu gospodarczym



Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce



Q4 2020
6,2 %



Q3 2020
6,6 %

Aktywność transakcyjna - odwrócenie trendu spadkowego

Q4

99 transakcji



Q3

77 transakcji



2020

295 transakcji
fuzji i przejęć

2019

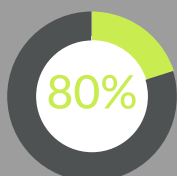
424 transakcje
fuzji i przejęć



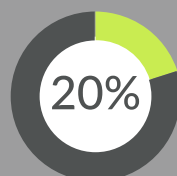
Stagnacja? Rozkwit? A może recesja?

Na co wskazuje Baker Tilly TPA Index?

Struktura nabywców w sfinalizowanych umowach



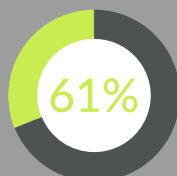
80%
podmioty
polskie



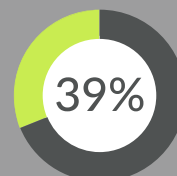
20%
podmioty
zagraniczne

2020

2019



61%
podmioty
polskie



39%
podmioty
zagraniczne

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A



Spółki
technologiczne



Podmioty
przemysłowe



Usługi



Produkty
konsumenckie

Wyceny na Giełdzie Papierów Wartościowych

Mediana mnożników giełdowych

EV/EBITDA

grudzień
6,97x

wrzesień
6,25x

najniższy poziom
od połowy 2008 r.

EV/Sales

Q4
0,94x

Q3
0,86x



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 gospodarke? 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.

Wykorzystywane wskaźniki

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:

1

OECD (wskaźnik CLI)

2

GUS (ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej)

3

Komisję Europejską (wskaźnik ESI)

4

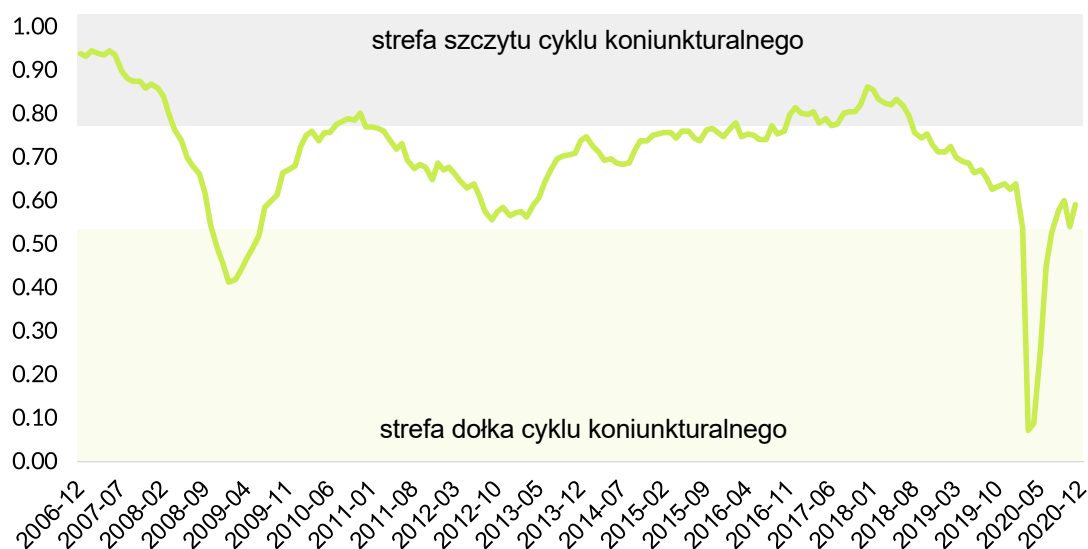
a także indeks PMI przemysłu



Baker Tilly TPA Index

Aktualna wartość tych wskaźników prezentowana jest przez ich dostawców w każdym miesiącu. W niniejszej publikacji, 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.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA



Baker Tilly TPA Index

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 ujednoliciliśmy (znormalizowaliśmy) te wskazania w odniesieniu do historii odczytów dla każdego wskaźnika. Na bazie historycznych wyników określamy co miesiąc, gdzie znajduje się bieżąca wartość w przedziale od 0 do 100% zakresu wyznaczonego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdą się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla czterech wskaźników, która zawsze będzie zawierać się w przedziale od 0 do 1.

Analiza przeszłych wskazań naszego indeksu pozwala wyznaczyć **poziomy 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.



Baker Tilly TPA Index

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

W czwartym kwartale 2020 r. wskaźniki koniunktury gospodarczej ustabilizowały się na poziomach osiągniętych we wrześniu. Chwilowy spadek nastąpił w listopadzie, kiedy ogłoszono kolejną falę zamknięć w gospodarce, jednak **grudzień znów przyniósł poprawę**, zawdzięczaną głównie **sektorowi przemysłowemu**, który realizuje swoją produkcję, a stosunkowo wysokie poziomy kursu EUR/PLN wspierają rentowność w **części eksportowej**.

Znacznie gorsze otoczenie występuje w **sektorze usługowym**, gdzie wiele obszarów pozostaje od listopada lub grudnia bardzo ograniczone w możliwości funkcjonowania lub zupełnie wyłączone z działalności. Podobny stan obserwowany jest również na początku bieżącego roku.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index na tle dynamiki PKB Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS.

Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,59 w skali od 0 do 1. Sugeruje on wyjście z najgorszej fazy spowolnienia i powrót do neutralnych odczytów PKB, zbliżonych do zera.

Obraz ten może być jednak nieco wypaczony i nazbyt optymistyczny przez duży udział przemysłu we wskazaniach indeksów cząstkowych, przez co bardzo zła sytuacja sektora usługowego nie jest w pełni odzwierciedlona w ostatecznym wyniku.



Baker Tilly TPA Index

Dowodem na to jest wartość wskaźników PMI Przemysłu oraz OECD CLI na poziomach bliskich maksimum z ostatnich 30 miesięcy, podczas gdy wskaźnik GUS, a szczególnie ESI publikowany przez Komisję Europejską, wskazują na utrzymywanie się istotnego spowolnienia w aktywności gospodarczej.

W ocenie przedsiębiorców sytuacja zaczyna się stabilizować, jedynie działalność związana z **gastronomią i hotelarstwem doświadcza znacznego** pogorszenia sytuacji. Poprawa wskazywana jest w obszarze **finansów oraz usług informatycznych**, jednak wszystkie sektory wskazują na niższą aktywność od średniej oraz poziomów sprzed roku. Będzie to oznaczało, że dynamika PKB w czwartym kwartale utrzyma się na ujemnym poziomie, może nawet niższym niż w trzecim kwartale, gdy spadek wyniósł 1,5%. Wskazują na to również oczekiwania NBP.

Sytuacji popytowej nie będzie wspierał również rynek pracy. Niemal we wszystkich sektorach spodziewane są **redukcje zatrudnienia** w stosunku do obecnego poziomu, co może być opóźnionym przez wymogi prawa pracy efektem restrukturyzacji dostosowania po stronie pracodawców.

Sytuacja pozostaje wciąż bardzo niejasna odnośnie ścieżki rozwoju polskiej gospodarki. Nadal kluczową kwestią pozostaje sytuacja epidemiologiczna i jej wpływ na panujące obostrzenia.

W takim otoczeniu sugerowana jest **ostrożność w podejmowaniu decyzji o inwestycjach realnych**. Natomiast w przypadku inwestycji portfelowych (zakupu akcji/udziałów innych podmiotów) może być to atrakcyjny moment ze względu na słabe bieżące wyniki, ostrożne prognozy, a także problemy operacyjne i płynnościowe wielu przedsiębiorstw, jak również utrzymujące się historycznie niskie mnożniki wycen panujące w polskich realiach.



Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

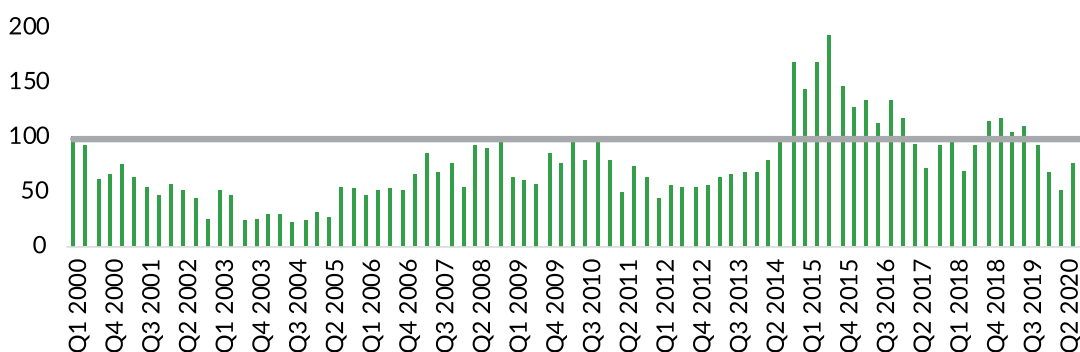
Aktywność transakcyjna w Polsce w czwartym kwartale 2020 r. wykazała wyższy poziom niż w trzech pierwszych kwartałach. Według zebranych przez nas danych w ciągu tych trzech miesięcy miało miejsce 99 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Jest to wartość nieco niższa, lecz zbliżona do średniej z ostatnich kilku lat (ok. 110 transakcji kwartalnie). Daje ona jednak potwierdzenie odwrócenia się trendu spadkowego. Trend ten, w kwartalnej liczbie transakcji, trwał praktycznie od początku 2019 r. i odwrócił się w trzecim kwartale 2020 r.

Obowiązujące nadal obostrzenia i niepewność odnośnie do nadchodzących miesięcy z pewnością utrudniają odbudowę aktywności transakcyjnej do obserwowanych wcześniej poziomów. W całym **2020 roku odbyło się 295 transakcji fuzji i przejęć**, co jest wartością istotnie niższą niż **w 2019 r., kiedy to doszło do 424 transakcji**. W ostatniej dekadzie niższą aktywność niż w 2020 r. zanotowano jedynie w latach 2011-13.



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.

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



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

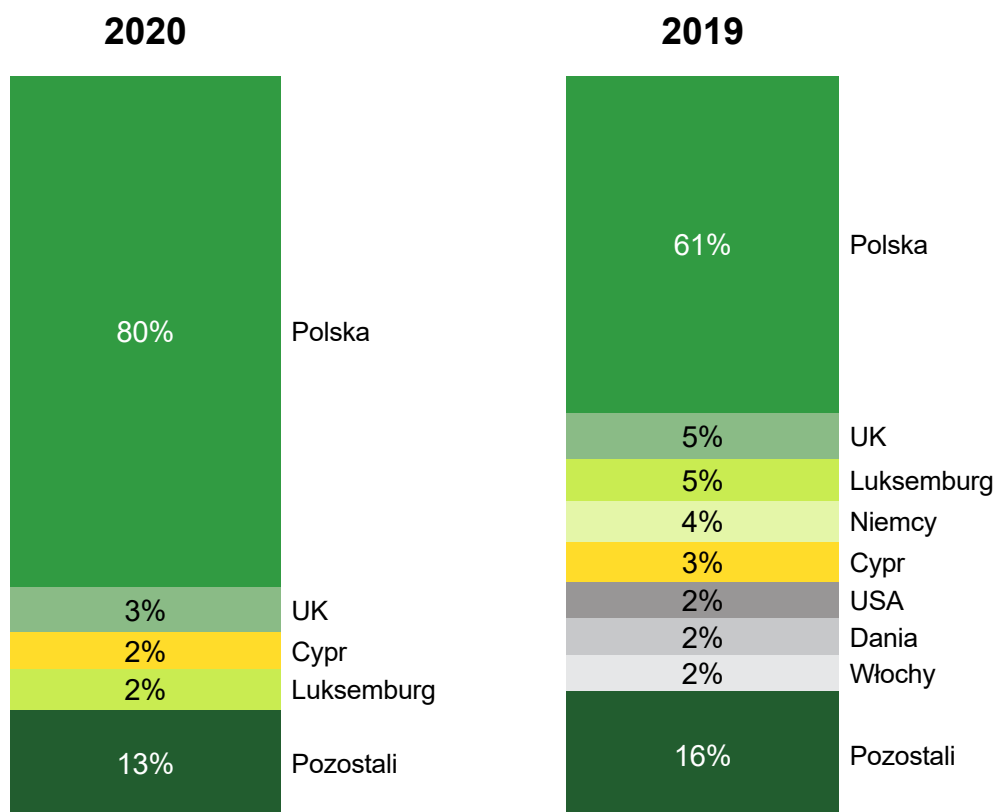


Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Potwierdzeniem utrudnień w realizacji transakcji w tym roku jest struktura nabywców w sfinalizowanych umowach, która była zupełnie nietypowa – **w 2020 r. 80% przejmujących stanowiły podmioty polskie, a zaledwie 20% podmioty zagraniczne**. Wśród obecnych graczy spoza Polski, choć było ich niewielu, dominowały podmioty z **Cypru, Wielkiej Brytanii, USA oraz zarejestrowane w Luksemburgu**.

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**.

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.



Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w czwartym kwartale 2020 r., podobnie jak w całym 2020 r., najwięcej było transakcji dotyczących **spółek technologicznych**. Odpowiadały one za ponad **20% wszystkich umów w tym kwartale**. Duży udział stanowiły także **podmioty przemysłowe**, które zwykle są przedmiotem licznych transakcji. Trzeci największy odsetek przypadł sektorowi **usług i produktów konsumenckich**.

W 2020 r. znacznie większy udział w transakcjach fuzji i przejęć przypadł sektorom technologicznym i nieruchomości, w porównaniu do całego okresu ostatnich 20 lat. Spadło natomiast znaczenie sektorów: dobra podstawowe, surowce i media. Świadczyć to może m.in. o wysokiej konsolidacji tych sektorów.

Podział transakcji ze względu na sektory

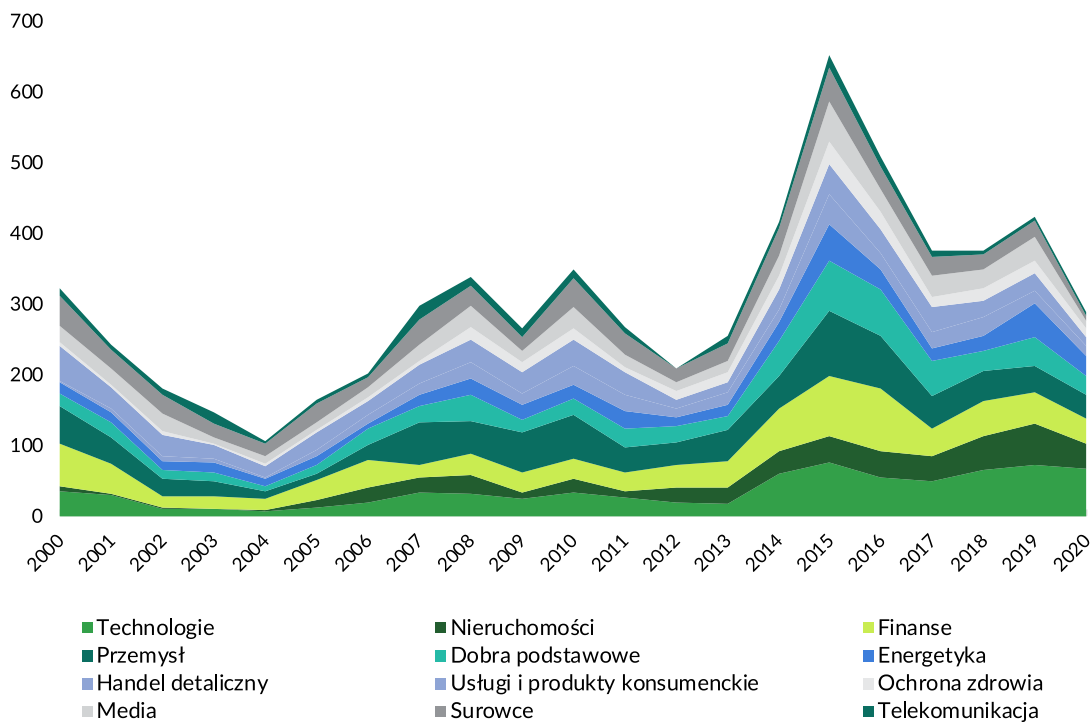
	4Q 2020	2020	2000-2020
Dobra podstawowe	3,2%	4,2%	9,0%
Usługi i produkty konsumenckie	14,0%	9,3%	9,5%
Energetyka	7,5%	9,3%	6,9%
Finanse	9,7%	12,1%	12,9%
Ochrona zdrowia	3,2%	4,2%	4,0%
Technologie	20,4%	23,2%	11,8%
Przemysł	15,1%	11,8%	13,9%
Surowce	2,2%	2,4%	8,9%
Media	5,4%	4,2%	7,6%
Nieruchomości	7,5%	12,5%	7,1%
Handel detaliczny	6,5%	5,2%	5,4%
Telekomunikacja	5,4%	1,7%	3,2%
Łącznie transakcji	93	289	6 389

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



Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Liczba i podział transakcji ze względu na sektory na przestrzeni lat 2000-2020



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

Powyższy wykres ukazuje zmiany w wielkości liczby transakcji na przestrzeni lat 2000-2020 w podziale na sektory. Zauważalny jest, potwierdzony również w 2020 roku, **rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze technologicznym i nieruchomości**. Stały, dość wysoki udział mają **sektory finansowe i przemysłu**. Ich średni udział w analizowanym okresie wyniósł odpowiednio **13,0% oraz 13,8%**. Największy spadek zaobserwowano w przypadku sektorów **usług i produktów konsumenckich oraz surowcowym**.

Wyceny na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

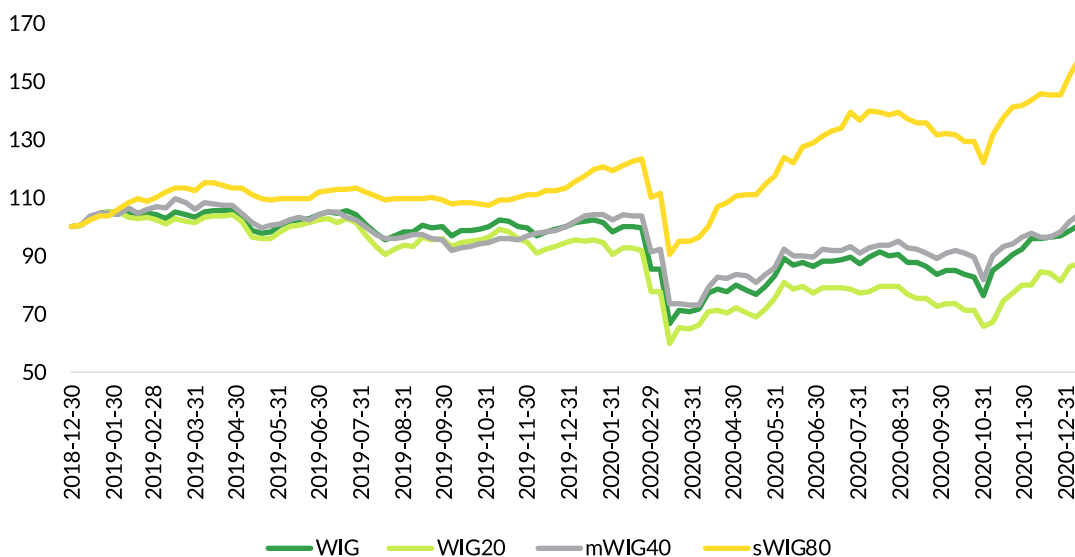
Wyceny spółek notowanych na GPW zanotowały dynamiczne wzrosty po załamaniu związanym z lockdownem i zamknięciem gospodarki. Mimo tego **główne indeksy polskiej giełdy wciąż pozostają poniżej poziomów obserwowanych przed marcem bieżącego roku**.

Wyjątkiem jest indeks **swIG80** grupujący podmioty o mniejszej kapitalizacji, który **w trzecim kwartale 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 małych spółek w porównaniu z większymi emitentami**.



Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

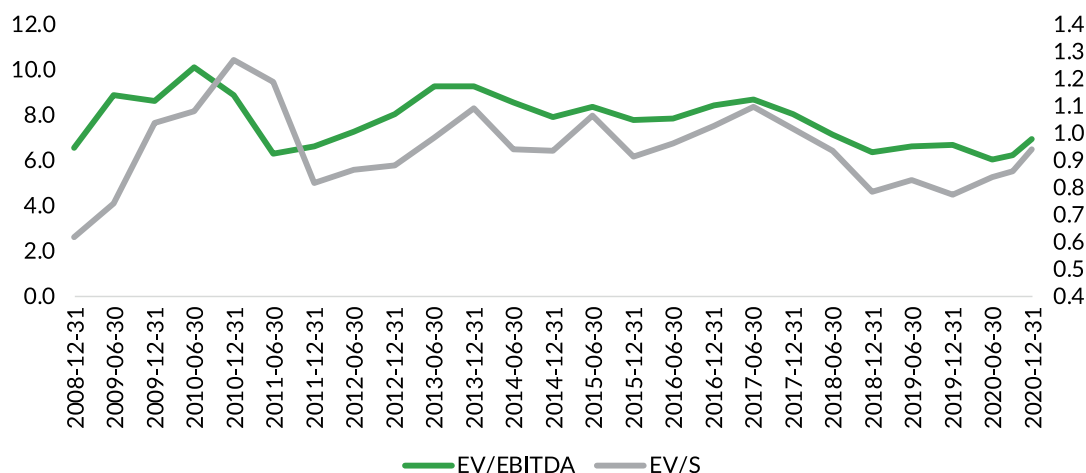
Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce od początku 2018 r.



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

Ze względu na wzrost kursów akcji i jednocześnie spadek wyników finansowych w trzecim kwartale w porównaniu z poprzednim rokiem, **krocząco mnożniki wycen (za ostatnie cztery kwartały) na GPW uległy lekkiemu zwiększeniu.**

Mediana mnożników giełdowych na GPW EV/EBITDA (lewa skala) i EV/Sales (prawa skala)



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



Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Na koniec grudnia **mediana wskaźnika EV/EBITDA dla spółek z indeksu WIG wyniosła 6,97x**. Jeszcze we wrześniu wynosiła ona ok. 6,25x 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 0,94x** pozostaje jednak w rejonach charakterystycznych dla historycznie niskich poziomów wycen spółek na GPW. Jest jednak nieco wyższa niż w poprzednim kwartale, kiedy **wynosiła 0,86x**.

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.



Złudna EBITDA – cz. I

Co decyduje o wartości przedsiębiorstwa?

Lepiej zapobiegać niż leczyć. To powiedzenie stosowane w medycynie można również wykorzystać w świecie finansów, gdzie przyjęłoby raczej formę „lepiej zapobiegać niż płacić”. Dotyczy to sytuacji, w których umowa i jej zapisy powinny przewidywać wszelkie sytuacje mogące prowadzić do bezzasadnego uzyskania korzyści przez jednego kontrahenta kosztem drugiej strony. Działanie takie może być celowe bądź niezamierzone, jednak w każdym przypadku lepiej się przed nim ustrzec.

Jednym z przykładów takich zdarzeń są umowy transakcyjne, w których część płatności zostaje odroczone i uzależniona od przyszłych wyników przejmowanego podmiotu. Wyniki najczęściej mierzone są na podstawie zysku na poziomie EBITDA, czyli przed amortyzacją, odsetkami i podatkiem. Wynik ten jest mnożony przez określony współczynnik, co wyznacza podstawę do określenia wartości kupowanego pakietu. Płacona kwota będzie wtedy wprost zależna od przyjętej do obliczeń wartości EBITDA, więc warto przewidzieć, co może na nią wpływać i jak uniknąć nieprzyjemnych niespodzianek przy rozliczeniu. Podobny problem może dotyczyć programów motywacyjnych dla zarządów spółek, które często oparte są na zrealizowanym poziomie zysku, często również mierzonym przez EBITDA.

Dobrze skonstruowana umowa transakcyjna czy też regulamin programu motywacyjnego powinny uwzględniać czynniki, które mogą wypaczyć prawdziwy obraz działalności lub też sztucznie zwiększyć wartość EBITDA kosztem innych okresów.

Poniżej wskazane zostały obszary, które wymagają szczególnej uwagi przy weryfikacji osiągniętego wyniku, jak również prewencyjnego ujęcia w zapisach umownych, o ile mogą stanowić realne zagrożenie dla obiektywizmu rozliczenia. Ponieważ aspektów do omówienia jest wiele, część z nich zostanie przedstawiona w drugiej części opublikowanej w następnym kwartale.



Złudna EBITDA - cz. I

Wydatki dyskrecjonalne

Najprostszym sposobem na poprawę rentowności w krótkim terminie jest ograniczenie dyskrecjonalnych wydatków, w szczególności takich, które nie wpłyną na wartość sprzedaży bezpośrednio po zmianie, ale mogą mieć konsekwencje dopiero w dłuższym horyzoncie czasowym.

Przykładem mogą tu być **koszty marketingowe**, których redukcja zapewne przełoży się na spadek popytu w przyszłości. Jednak bieżący okres obciążony będzie niższymi kosztami i wykaże wyższy wynik operacyjny.

Zwykło się mawiać, że połowa wydatków marketingowych jest nietrafiona, tylko nigdy nie wiadomo która to część. Ograniczenie promocji ma jednak zwykle negatywny wpływ na pozycję marki. Odbudowanie pozycji rynkowej może być bardziej kosztowne niż jej utrzymanie, dlatego takie decyzje są wyjątkowo groźne dla długoterminowego właściciela.

Innym przykładem dyskrecjonalnych wydatków mogą być nakłady decydujące o konkurencyjności przedsiębiorstwa w kolejnych latach, jak np. **środki na badania i rozwój**, które są ujmowane w kosztach i nie podlegają aktywowaniu, jak również **szkolenia pracowników**. Ich koszty obciążają bieżący wynik, jednak przyczyniają się do poprawy pozycji firmy na rynku.

Ubytek w tych wydatkach nie będzie miał od razu widocznych efektów, ale będzie musiał być nadrobiony w przyszłości lub doprowadzi do istotnego pogorszenia perspektyw spółki.

W tym aspekcie warto także zweryfikować politykę rachunkowości spółki pod kątem aktywowania kosztów badań i rozwoju. Koszty te w takiej sytuacji nie wchodzi do wyniku okresu, a jedynie są amortyzowane, przez co nie wpływają na wartość EBITDA (jest to wynik przed amortyzacją).

W efekcie zbyt agresywne podejście do przenoszenia kosztów na bilans może prowadzić do permanentnego zawyżania generowanego zysku EBITDA, przy czym aspekt ten nabiera istotnego znaczenia w przypadku podmiotów wytwarzających znaczne wartości niematerialne, jak np. w sektorze wysokich technologii, gier komputerowych, oprogramowania lub w branży farmaceutycznej.



Złudna EBITDA – cz. I

Pozostała działalność operacyjna

Poza podstawową działalnością generującą wynik z operacji spółki, składową EBITDA są także pozycje prezentowane w pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych, które mogą wykazywać wysokie salda, a często należą do wartości określanych arbitralnie przez kierownictwo jednostki.

Odpisy na zapasy

Wystarczy spojrzeć na **odpis na zapasy** – czy spisanie części magazynu było dokonane w kwocie adekwatnej do realnej sytuacji? Bardzo liberalne podejście zarządu do tego aspektu może prowadzić od wykazywania składników aktywów **po zawyżonych stawkach**, jednocześnie zawyżając wynik bieżącego okresu. Przyszła sprzedaż będzie bowiem prowadzić do generowania strat w przypadku towarów lub produktów, których wartość odzyskiwalna nie pokrywa kosztu nabycia lub wytworzenia. Staje się to zatem przesunięciem straty na kolejne okresy sprawozdawcze. Zainteresować nas powinny także odwrócone odpisy – ich zasadność oraz przyjęta kwota.

Rezerwy na należności

W pozostałych kosztach znajdziemy również **rezerwy na należności**, których termin spłaty już minął. Polityka rachunkowości powinna wskazywać okresy, po których następuje redukcja wartości bilansowej należności i rozpoznanie odpisu, jednak nie zawsze jest to skwantyfikowane. Co więcej, tu również możemy spotkać się z bardzo liberalnym podejściem, w którym należności odpisywane będą np. dopiero po upływie roku od terminu płatności. Skutkiem tego będzie **przekłamanie wyniku wynikające z rozpoznania sprzedaży**, która prawdopodobnie nie spowoduje wpływu i wygenerowania marży. Analogicznie jak w przypadku zapasów, warto zweryfikować, czy potencjalne odwrócenie odpisu ma pełne poparcie w danych faktycznych.

Sprzedaż aktywów trwałych

Znaczne wartości mogą przyjmować pozycje związane ze **sprzedażą aktywów trwałych**, gdzie wykazywany jest zysk ze sprzedaży posiadanych nieruchomości, pojazdów, maszyn czy innych składników majątku. Nadwyżka ceny sprzedaży ponad wartość bilansową trafia do pozostałych przychodów operacyjnych i zostanie uwzględniona w EBITDA. Jeśli skala zdarzenia była istotna, może ona odpowiadać nawet za **kilkadziesiąt procent wartości wyniku operacyjnego i EBITDA**. W związku z tym powinna podlegać wyłączeniu przy określaniu parametrów umownych ze względu na swój incydentalny i niepowtarzalny charakter.

Salda rezerwy pracowniczych

Wpływ na pozostałą działalność będzie mieć także **zmiana salda rezerw dotyczących aspektów pracowniczych**. Chodzi tu przede wszystkim o premie pracownicze, które często wypłacane są w kolejnym roku, jednak wiążą się z wynikami pracowników za dany okres sprawozdawczy. Powinno to być odzwierciedlone w saldzie rezerwy na premie dla zatrudnionych. Przesunięcie wypłat między okresami w porównaniu z przeszłymi zwyczajami będzie istotną **wskazówką do podjęcia korekt w wyliczeniach**. Znacznie mniejszy efekt może wywierać zmiana salda rezerw z tytułu urlopów pracowniczych, ale ta również powinna zostać uwzględniona w kalkulacjach.



Złudna EBITDA - cz. I

Obszar związany z kapitałem obrotowym

Krótkoterminowy pozytywny efekt na generowany wynik można uzyskać nie tylko poprzez zmianę kwot wybranych kosztów czy też zabiegi księgowe związane z aktywami.

Innym sposobem jest **modyfikacja warunków handlowych z klientami lub dostawcami**. Wydłużenie okresu spłaty należności dla odbiorcy za lepszą cenę sprzedaży przyczyni się do wyższej marży, jednak będzie okupione wyższym poziomem kapitału obrotowego, który wymaga finansowania.

Podobny skutek będzie miało **skrócenie terminu płatności zobowiązań wobec dostawców w zamian za lepszą cenę zakupu towarów lub produktów**. Znow pozwoli to na osiągnięcie wyższego wyniku kosztem wcześniejszej płatności, a zatem wyższych kosztów finansowych, które nie są ujmowane w kalkulacji EBITDA. Zjawiska te będą niepożądane, jeśli koszt finansowania przewyższy korzyść pochodzącą z lepszej zyskowności operacyjnej.

Jeszcze bardziej wysublimowanym sposobem wpływania na wartość zysku operacyjnego będzie **zwiększenie stanu zapasów produktów**, aby zaabsorbować maksymalną wartość kosztów ogólnych zamiast ujmować je w koszt okresu. W przypadku niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych koszty ogólne, które nie zostały alokowane do kosztu wytworzenia zapasów, podlegają rozpoznaniu w wyniku. Dlatego zwiększając produkcję do pełnej teoretycznej zdolności wytwórczej, unikniemy przypisania kosztów do okresu, gdyż zostaną one w pełni aktywowane na bilansie w wartości wytworzenia produktów. To również wiąże się ze związaniem większego kapitału w aktywa obrotowe, a zatem i z wyższym kosztem finansowym. EBITDA będzie jednak wyższa.

Inne metody

Wyższą wartość EBITDA osiągniemy przy zwiększeniu przychodów lub zmniejszeniu kosztów. Możliwe cięcia kosztowe zostały już opisane wyżej, pozostały zatem sposoby na podreperowanie sprzedaży.

Oprócz wydłużenia okresu należności, co może zachęcić klientów do większych zakupów, można posunąć się do **przesunięć pomiędzy miesiącami granicznymi**. Chodzi o przyspieszenie sprzedaży z kolejnego roku lub opóźnienie faktur z roku poprzedniego. Dla klienta taka zmiana może nie być istotna, natomiast jej efektem będzie **zwiększenie sprzedaży kosztem innych okresów i sztuczne zawyżenie generowanej marży**, a w konsekwencji również zysku.

Podobny rezultat przyniesie **poluzowanie standardów weryfikacji kredytowej kontrahenta**. Doprowadzi to do wpuszczenia do grona klientów takich podmiotów, którzy mogą nie zapłacić za odebrany towar. Odpis na należności obciążą jednak dopiero kolejny rok, szczególnie jeśli sprzedaż jest realizowana pod koniec roku i brak jest przesłanek do zawiązania rezerw na należności.



Złudna EBITDA – cz. I

Jak się bronić?

Powyższe przykłady pokazują, że jest wiele możliwości zniekształcenia raportowanego wyniku operacyjnego, które mogą pozostać niezauważone. Odbywają się one jednak kosztem długoterminowej zdolności dochodowej przedsiębiorstwa lub w najlepszym wypadku jedynie skutkują przesunięciami między okresami. Warto jest być świadomym takich zagrożeń i uwzględnić je na etapie konstruowania zapisów umownych, aby potem uniknąć sporów i niespodzianek. W takiej sytuacji najlepiej jest skorzystać z usług wyspecjalizowanego i doświadczonego doradcy, który przygotuje odpowiednią treść umów uwzględniającą potencjalne ryzyka.

Podsumowując powyższe zestawienie, ocena wyniku EBITDA i jego określenie w kluczowych kwestiach umownych powinny brać pod uwagę następujące pozycje:

wydatki na marketing	rezerwy na należności	wynik na sprzedaży aktywów trwałych
skrócenie zobowiązań za lepszą cenę zakupu	rozliczenie premii pracowniczych oraz rezerwy z nimi związane	poluzowanie standardów kredytowych
nakłady na R&D i szkolenia pracowników	odpisy na zapasy	wydłużenie należności za lepszą cenę sprzedaży
zwiększenie stanu zapasów produktów i absorpcja kosztów ogólnych	przesunięcie sprzedaży pomiędzy miesiącami	

Pozostałe metody zostaną omówione w drugiej części artykułu w kolejnym wydaniu Baker Tilly TPA Index.



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 Polsce w całej gospodarce szacujemy 6,17%.

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	4,0%	Metale i górnictwo	7,0%	Sprzedaż hurtowa	5,7%
Banki uniwersalne	7,3%	Metale szlachetne	5,8%	Sprzęt elektryczny	7,3%
Budowlany	6,6%	Militaria/obronność	6,9%	Sprzęt i usługi biurowe	6,7%
Chemiczny (podstawowy)	5,3%	Napoje alkoholowe	4,3%	Sprzęt telekomunikacyjny	5,8%
Chemiczny (specjalistyczny)	6,1%	Napoje bezalkoholowe	5,0%	Sprzęt wydobywczy	7,6%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	7,5%	Nieruchomości	5,2%	Stalowy	7,1%
Części samochodowe	8,3%	Obuwie	6,7%	Szpitaly / placówki opieki zdrowotnej	4,6%
Deweloperski	5,4%	Odzież	6,7%	Technologie dla ochrony zdrowia	5,4%
Dystrybucja ropy / gazu	6,4%	Opakowania	5,4%	Telekomunikacja	5,6%
Edukacja	5,4%	Opony	6,7%	Telewizja	5,6%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	7,1%	Oprogramowanie (Internet)	4,9%	Telewizja kablowa	5,3%
Elektronika (ogólna)	6,1%	Oprogramowanie (rozrywka)	6,4%	Transport	5,5%



Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	5,3%	Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	5,6%	Transport kolejowy	7,1%
Energia odnawialna	5,7%	Papierowy i drzewny	5,3%	Transport lotniczy	8,8%
Farmaceutyczny	5,8%	Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	4,7%	Transport samochodowy	6,5%
Handel detaliczny	4,5%	Półprzewodniki	7,3%	Tytoń	3,6%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	4,1%	Produkty gospodarstwa domowego	5,0%	Ubezpieczenia (majątkowe)	4,9%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	6,3%	Produkty zdrowotne	5,9%	Ubezpieczenia (ogólne)	6,4%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	6,8%	Przemysł stoczniowy i morski	6,6%	Ubezpieczenia (życie)	7,7%
Handel detaliczny (online)	6,7%	Przetwórstwo spożywcze	4,5%	Usługi biznesowe i konsumenckie	6,1%
Hotele i hazard	7,1%	R.E.I.T.	5,4%	Usługi dla nieruchomości	4,4%
Hurtownicy żywności	5,0%	Reasekuracja	8,4%	Usługi finansowe	5,9%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	5,0%	Reklama	5,9%	Usługi informacyjne	6,6%
Inżynieria / budownictwo	6,1%	Rekreacja	6,0%	Usługi informatyczne	5,8%
Kanalizacja i ścieki	3,4%	Restauracje	8,1%	Usługi środowiskowe i odpadowe	5,7%
Komputery / urządzenia peryferyjne	5,9%	Rolnictwo	4,5%	Usługi telekomunikacyjne	4,8%
Leki (biotechnologia)	6,2%	Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	8,2%	Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	4,9%
Maszynowy	6,3%	Ropa i gaz (zintegrowany)	7,4%	Użyteczności publicznej	4,8%
Materiały budowlane	5,7%	Rozrywkowy	6,0%	Węgiel	7,1%
Podwykonawcy budowlani	6,6%	Samochody i ciężarówki	8,3%	Wydawnictwa i gazety	5,6%
Mebłe / wyposażenie domu	6,4%	Sprzedaż detaliczna	7,3%		

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA.



Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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 1,23%**. 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 4,94%**. Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa **w Polsce, która obecnie wyniesie 6,17%**. 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, 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 amerykańskiego, jednak uważamy, że są reprezentatywne również dla innych gospodarek.



Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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 1,23%),

β – współczynnik beta,

MRP – rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,94%).

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.



Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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 0,53%. Dla waluty EUR będzie to -0,58%, a dla USD jest na poziomie 0,91%.

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 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 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.



Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczenia kosztu kapitału własnego na dzień 31.12.2020 r.

Parametr	Wartość	Parametr	Wartość
r_{fPL}	1,23%	MRP	4,94%
r_f		Kapitał własny do (mln USD)	α^*
PLN	0,53%	1.132	0,9%
EUR	-0,58%	779	1,5%
USD	0,91%	517	1,8%
CRP		333	2,1%
Polska	0,82%	212	2,4%
Niemcy	0,00%	127	2,8%
USA	0,00%	30	3,8%
Francja	0,48%		
Hiszpania	1,55%		

* dodatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego

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

Wartość współczynników beta dla poszczególnych sektorów gospodarki

Sektor	Beta	Beta aktywów	Sektor	Beta	Beta aktywów
Banki regionalne/ spółdzielcze	0,6	-	Półprzewodniki	1,2	1,2
Banki uniwersalne	1,2	-	Produkty gospodarstwa domowego	0,8	0,7
Budowlany	1,1	1,1	Produkty zdrowotne	0,9	0,9
Chemiczny (podstawowy)	0,8	0,7	Przemysł stoczniowy i morski	1,1	0,8
Chemiczny (specjalistyczny)	1,0	0,9	Przetwórstwo spożywcze	0,7	0,6
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1,3	1,1	R.E.I.T.	0,8	0,5
Części samochodowe	1,4	1,2	Reasekuracja	1,4	1,4



Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Beta	Beta aktywów	Sektor	Beta	Beta aktywów
Deweloperski	0,9	0,6	Reklama	0,9	0,7
Dystrybucja ropy / gazu	1,0	0,5	Rekreacja	1,0	0,8
Edukacja	0,8	0,6	Restauracje	1,4	1,0
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1,2	1,2	Rolnictwo	0,7	0,4
Elektronika (ogólna)	1,0	0,9	Ropa i gaz (produkcja i wydobycie)	1,4	0,8
Energetyka	0,8	0,6	Ropa i gaz (zintegrowany)	1,2	0,9
Energia odnawialna	0,9	0,7	Rozrywkowy	1,0	0,9
Farmaceutyczny	0,9	0,8	Samochody i ciężarówki	1,4	0,7
Handel detaliczny	0,7	0,4	Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1,2	1,1
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	0,6	0,4	Sprzedaż hurtowa	0,9	0,7
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1,0	0,8	Sprzęt elektryczny	1,2	1,2
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1,1	0,8	Sprzęt i usługi biurowe	1,1	0,9
Handel detaliczny (online)	1,1	1,1	Sprzęt telekomunikacyjny	0,9	1,0
Hotele i hazard	1,2	0,9	Sprzęt wydobywczy	1,3	1,0
Hurtownicy żywności	0,8	0,2	Stalowy	1,2	1,0
Inwestycje i zarządzanie aktywami	0,8	0,8	Szpitala / placówki opieki zdrowotnej	0,7	0,4
Inżynieria / budownictwo	1,0	0,7	Technologie dla ochrony zdrowia	0,9	0,8
Kanalizacja i ścieki	0,4	0,3	Telekomunikacja	0,9	0,4
Komputery / urządzenia peryferyjne	0,9	0,9	Telewizja	0,9	0,7
Leki (biotechnologia)	1,0	1,0	Telewizja kablowa	0,8	0,5
Maszynowy	1,0	1,0	Transport	0,9	0,6
Materiały budowlane	0,9	0,8	Transport kolejowy	1,2	0,5
Podwykonawcy budowlani	1,1	0,9	Transport lotniczy	1,5	1,0



Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Beta	Beta aktywów	Sektor	Beta	Beta aktywów
Meble / wyposażenie domu	1,0	1,0	Transport samochodowy	1,1	0,4
Metale i górnictwo	1,2	1,0	Tytoń	0,5	0,3
Metale szlachetne	0,9	0,9	Ubezpieczenia (majątkowe)	0,7	0,7
Militaria/obronność	1,2	1,1	Ubezpieczenia (ogólne)	1,1	0,9
Napoje alkoholowe	0,6	0,5	Ubezpieczenia (życie)	1,3	0,8
Napoje bezalkoholowe	0,8	0,7	Usługi biznesowe i konsumenckie	1,0	0,9
Nieruchomości	0,8	0,5	Usługi dla nieruchomości	0,6	0,4
Obuwie	1,1	1,0	Usługi finansowe	0,9	0,3
Odzież	1,1	1,0	Usługi informacyjne	1,1	1,0
Opakowania	0,8	0,7	Usługi informatyczne	0,9	0,9
Opony	1,1	0,9	Usługi środowiskowe i odpadowe	0,9	0,8
Oprogramowanie (Internet)	0,8	0,7	Usługi telekomunikacyjne	0,7	0,4
Oprogramowanie (rozrywka)	1,1	1,0	Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0,7	0,5
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	0,9	0,9	Użyteczności publicznej	0,7	0,4
Papierowy i drzewny	0,8	0,7	Węgiel	1,2	1,2
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	0,7	0,7	Wydawnictwa i gazety	0,9	0,7

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

1

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

Jest on prezentowany od stycznia 2011 r., przy czym zawiera szeregi od stycznia 2004 r. Do budowy ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury gospodarczej dla poszczególnych rodzajów działalności wykorzystywane są zestandaryzowane wskaźniki proste wyrównane sezonowo, pochodzące z badań koniunktury gospodarczej: przetwórstwa przemysłowego (wskaźniki bieżącego poziomu zapasów, bieżącego portfela zamówień oraz przewidywanej produkcji), budownictwa (wskaźniki bieżącego portfela zamówień i przewidywanego zatrudnienia), handlu detalicznego (wskaźniki bieżącego poziomu zapasów, sprzedaży w ostatnich trzech miesiącach oraz przewidywanej sprzedaży) oraz usług (wskaźniki ogólnej sytuacji jednostki, popytu w ostatnich trzech miesiącach oraz przewidywanego popytu). Na ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej składają się wyżej wymienione wskaźniki proste z przyporządkowanymi im wagami – przetwórstwo przemysłowe (50%), usługi (38%), handel detaliczny (6%), budownictwo (6%).

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej jest zestandaryzowany wobec poziomu 100 o odchyleniu standardowym 10. Gdy jego wartość jest większa od 100, oznacza to, że kształtuje się on na poziomie powyżej średniej długookresowej, gdy jest niższa od 100 – poniżej tej średniej. W przetwórstwie przemysłowym badaniem objęte są podmioty o liczbie pracujących 10 i więcej osób. W pozostałych badaniach (budownictwo, handel, usługi) uczestniczą również podmioty o liczbie pracujących do 9 osób.

Historyczne wartości Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury

GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS.

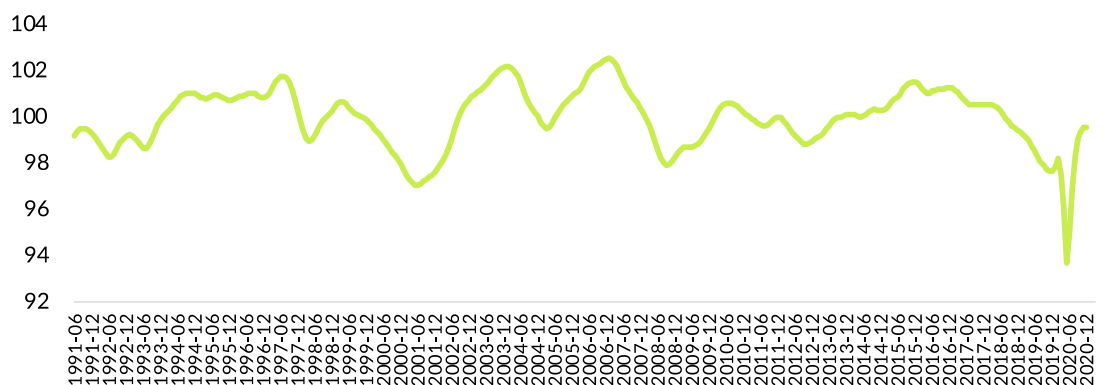


Załącznik – Opis wskazników koniunktury

2 Composite Leading Indicator (CLI) OECD

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

Historyczne wartości CLI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych OECD.



Załącznik – Opis wskaźników koniunktury

3 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.

Historyczne wartości ESI dla Polski



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



Załącznik – Opis wskaźników koniunktury

4 Indeks PMI

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 indeksu PMI przemysłu dla Polski



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

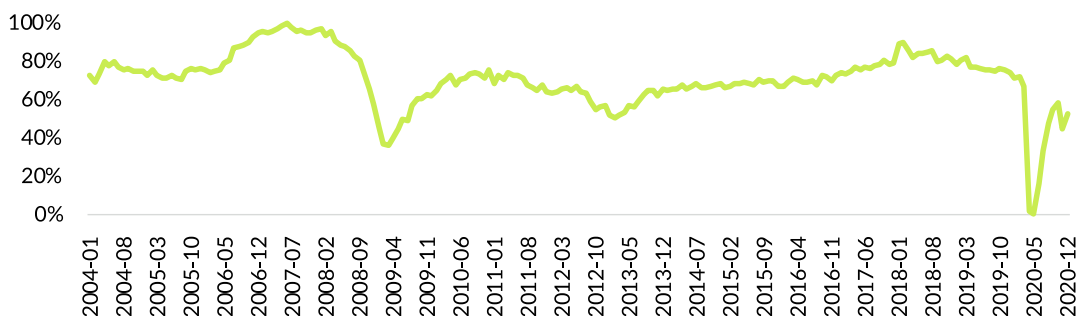


Załącznik – Opis wskaźników koniunktury

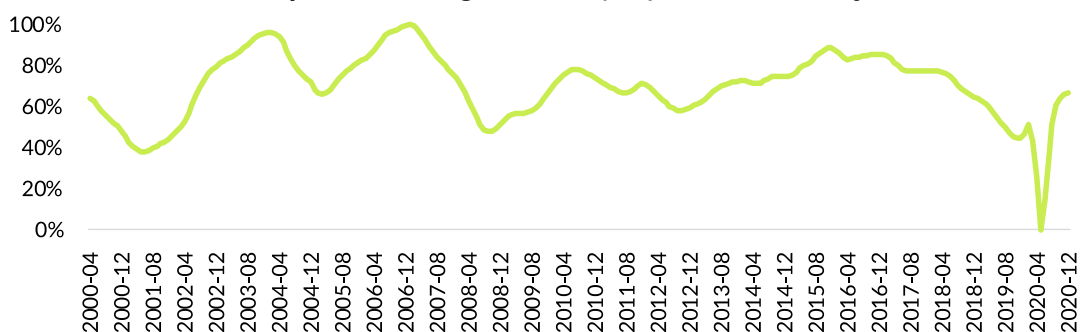
Poniżej zaprezentowane są znormalizowane wartości poszczególnych wskaźników, na bazie których obliczony został Baker Tilly TPA Index.

Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie TPA)

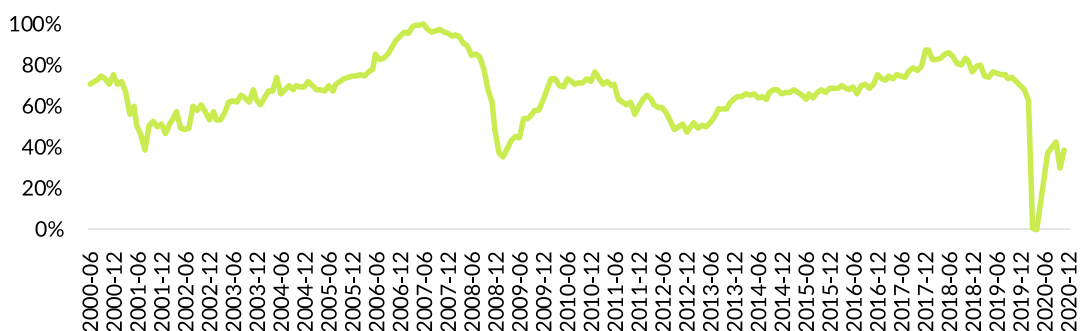
Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS znormalizowany



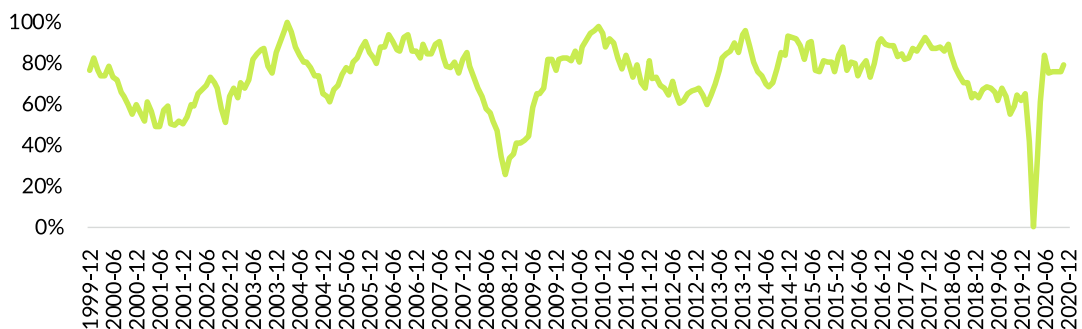
Composite Leading Indicator (CLI) znormalizowany



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 wspaniałych 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:

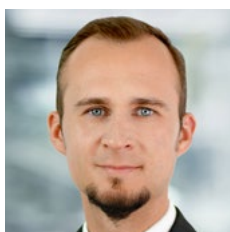


Krzysztof Horodko

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.



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

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.