

Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

KWIECIEŃ 2021

Now, for tomorrow

Spis treści

	Stagnacja? Rozkwit? A może recesja?	4
	Baker Tilly TPA Index	6
	Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny	10
	Złudna EBITDA – cz. II	16
	Koszt kapitału własnego – ile wynosi?	20
	Załącznik – Opis wskaźników koniunktury	28
	O Baker Tilly TPA	34

Szanowni Państwo,

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

Celem tej publikacji jest:

- Podsumowanie koniunktury gospodarczej w postaci indeksu **Baker Tilly TPA Index** agregującego wartości kilku wskaźników mierzących stan koniunktury gospodarczej w Polsce. Sugeruje on obecnie wyjście z fazy spowolnienia i powrót do neutralnej strefy aktywności w gospodarce, choć wzrost PKB powróci dopiero w II kwartale.
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w I kw. 2021 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. W ostatnim kwartale liczba transakcji wróciła do poziomów przedkryzysowych, natomiast mnożniki wyceny mimo lekkiego wzrostu pozostają na historycznie niskich poziomach.
- Prezentacja szacowanych przez nas wartości kosztu kapitału własnego dla poszczególnych sektorów oraz zmiennych niezbędnych do wyznaczenia tej wartości na własne potrzeby. Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 5,80%.

W bieżącej edycji, oprócz drugiego wydania naszego indeksu **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, prezentujemy również drugą 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 i zachęcamy do lektury.

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

Tomasz Manowiec, CFA, FCCA
Dyrektor

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

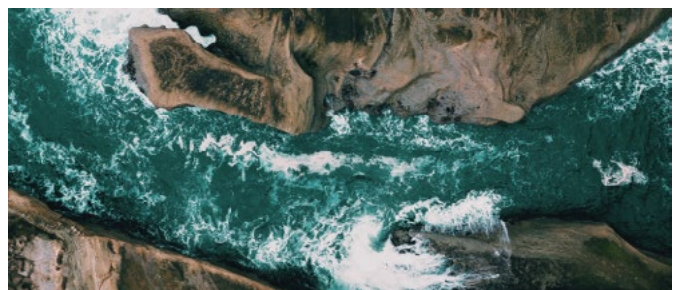


PMI
Przemysłu

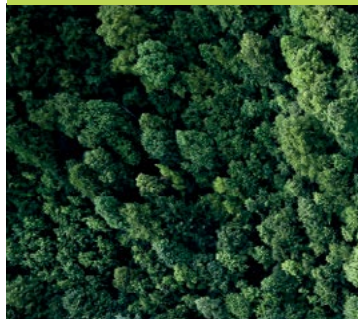
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index: **0,70**

w Q4 2020: **0,59**

wyjście z najgorszej fazy spowolnienia i powrót do neutralnej strefy aktywności w gospodarce



Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce



Q2 2021
5,8 %



Q1 2021
6,2%

Aktywność transakcyjna poniżej wieloletniej średniej

Q1 2021

77
transakcji

Q4 2020

99
transakcji



2020

298 transakcji
fuzji i przejęć

2019

424 transakcje
fuzji i przejęć

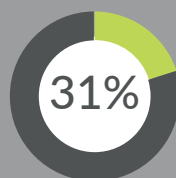
Kto inwestuje w Polsce?

Jakie branże są popularne? Jakie są wyceny?

Struktura nabywców w sfinalizowanych umowach



podmioty
polskie



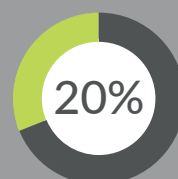
podmioty
zagraniczne

Q1
2021

2020



podmioty
polskie



podmioty
zagraniczne

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A w Q1 2021



Sektor
technologiczny



Sektor
finansowy



Sektor usług
i produktów konsumenckich



Sektor
nieruchomości

Wyceny na Giełdzie Papierów Wartościowych

Mediana mnożników giełdowych

EV/EBITDA

Marzec 2021
7,29x

Grudzień 2020
6,97x

EV/Sales

Marzec 2021
1,02x

Grudzień 2020
0,94x

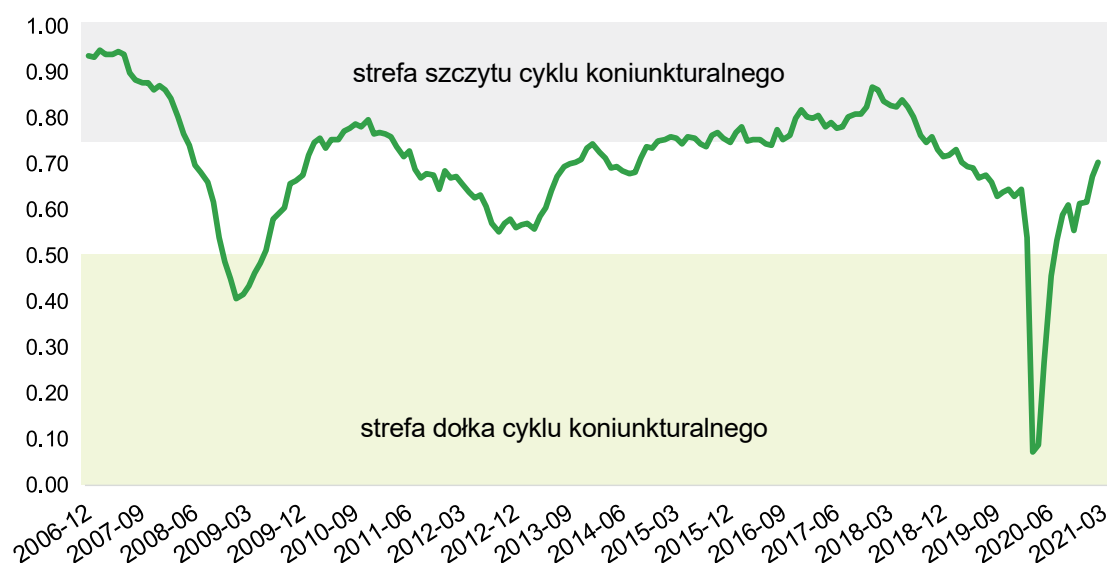
Baker Tilly TPA Index

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

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

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.

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.

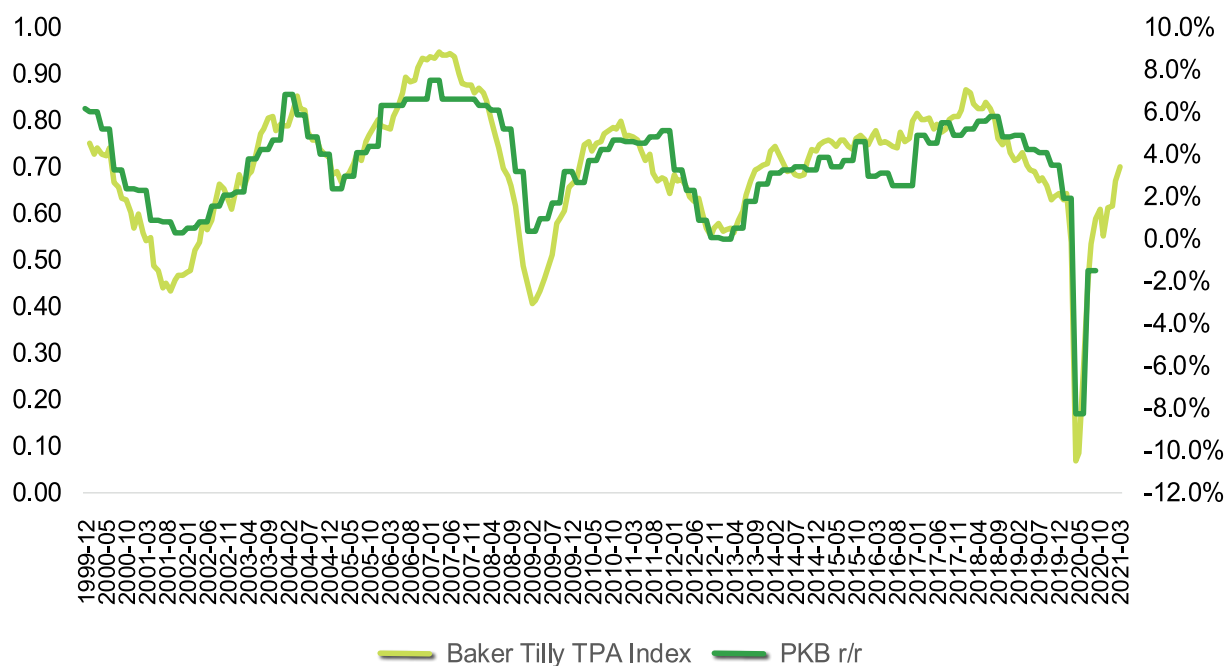
Ponieważ wskaźniki te przyjmują wartości w różnym stopniu oscylujące wokół 100 lub 50, ich bieżąca wartość może nie być jednoznaczna w interpretacji dla wszystkich odbiorców bez długoterminowej analizy odczytów – czy obecny poziom oznacza dobry, czy bardzo dobry stan gospodarki; lub analogicznie – słaby czy bardzo słaby stan koniunktury. Dlatego postanowiliśmy ujednoczyć (znormalizować) te wskazania w odniesieniu do historii odczytów dla każdego wskaźnika. Na bazie historycznych wyników określamy co miesiąc, gdzie znajduje się bieżąca wartość w przedziale od 0 do 100% zakresu wyznaczonego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdą się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla 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.

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

W I kw. 2021 r. wskaźniki koniunktury gospodarczej zanotowały istotny wzrost w stosunku do poziomów z końca 2020 r. Podobnie jak w końcówce ubiegłego roku można tłumaczyć to zjawisko dominacją sektora przemysłowego w ocenie kondycji gospodarki. Wskaźniki wchodzące w skład naszego indeksu przykładają wagę do sektora usług na poziomie ok. 30% w przypadku ESI oraz wskaźnika GUS lub obejmują je tylko pośrednio przez poziom zatrudnienia, albo wcale (jak indeks PMI przemysłu). Dlatego obraz prezentowany przez nasz indeks może prowadzić do nieco bardziej optymistycznych wniosków, niż wydawałoby się po obserwacji otoczenia gospodarczego.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index na tle dynamiki PKB Polski



Źródło: Baker Tilly TPA

Baker Tilly TPA Index

Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,70 (wobec 0,59 na koniec grudnia) w skali od 0 do 1. Sugeruje on wyjście z najgorszej fazy spowolnienia i powrót do neutralnej strefy aktywności w gospodarce. Można by oczekiwać, że wracamy do wzrostu gospodarczego. Bylibyśmy dalecy od prostego przełożenia obecnego wskazania indeksu na poziom dynamiki PKB. Jak wspomnieliśmy, wskaźniki niedoszacowują spowolnienia wynikającego z pandemii. Ograniczenie aktywności w sektorze usług, a także odłożona lub utracona konsumpcja ze względu na częściowy lockdown, powodują, że wzrost produktu krajowego brutto w I kwartale może być znów ujemny, tym bardziej że baza z 2019 r. jest jeszcze dość wysoka, ponieważ ograniczenia wprowadzono wtedy jedynie od połowy marca. Będzie to jednak prawdopodobnie ostatni kwartał ze spadkiem PKB r/r.

Podobnie jak w poprzednim wydaniu, widzimy duże rozbieżności w ocenie sytuacji poszczególnych branż w zależności od skutków wprowadzanych obostrzeń w różnych gałęziach. Nadal najbardziej poszkodowany jest sektor zakwaterowania i gastronomii. Dowodem na to są wyniki z ankiety GUS, w której blisko 97% ankietowanych z tej branży odpowiedziało, że widzi poważne lub zagrażające stabilności kontynuacji działalności skutki pandemii. Zupełnie inaczej sytuacja kształtuje się w przedsiębiorstwach przemysłowych lub budownictwie, gdzie ok. 70% podmiotów nie widzi żadnych lub obserwuje jedynie nieznaczne negatywne skutki dla swojej działalności. Nadal w większości sektorów (z wyjątkiem informacji i komunikacji) planowane są redukcje zatrudnienia, co wskazuje na kontynuację tendencji wzrostowej stopy bezrobocia, która w I kwartale osiągnęła poziom 6,4%, najwyższy od trzech lat.

Jedyna pewna rzecz w obecnym otoczeniu to niepewność. Mamy jednak nadzieję, że zapowiadane na maj luzowanie obostrzeń odwróci negatywne tendencje w branżach dotkniętych pandemią i wpłynie na istotne przyspieszenie tempa wzrostu PKB. Realizowany program szczepień pozwala oczekiwać, że w ślad za Izraelem i Wielką Brytanią, również pozostałe państwa szybko wrócą do normalności. W związku z tym bardziej optymistyczne spojrzenie w przyszłość jest uzasadnione, co można przekładać na większe inwestycje realne, szczególnie w branżach lub podmiotach o wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych. Natomiast w przypadku inwestycji portfelowych (zakupu akcji/ udziałów innych podmiotów) najlepszy okres na transakcje pod względem wycen może powoli być za nami, gdyż te od kilku miesięcy przesuwają się stale na wyższe poziomy, a w niektórych sektorach (energia odnawialna, gry komputerowe i innowacje) są już na mocno wyśrubowanych poziomach. Jednak okazje mogą wiązać się z przejściami firm z problemami, ponieważ już blisko co szоста spółka w krajach OECD nie jest w stanie funkcjonować bez pomocy państwa (wg analiz Bank of America). Aktywności transakcyjnej i wycenom sprzyjają wciąż rekordowo niskie koszty finansowania dłużnego, po które sięgają kupujący.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

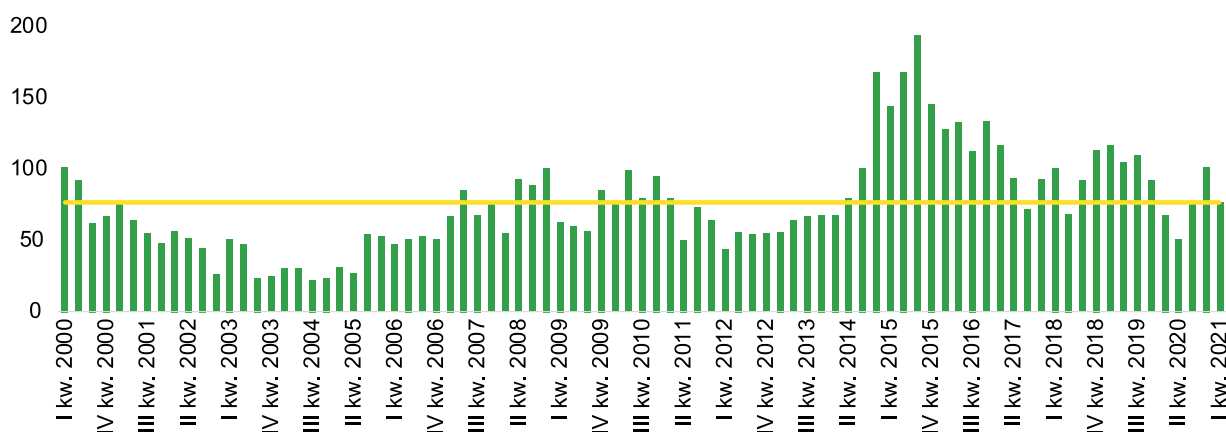
Aktywność transakcyjna w Polsce w I kw. 2021 r. wykazała wyższy poziom niż w I kw. 2020 r., jednak była niższa niż w IV kw. 2020 r.

Według zebranych przez nas danych w ciągu trzech miesięcy miało miejsce 77 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Jest to wartość niższa od średniej z ostatnich kilku lat (ok. 110 transakcji kwartalnie). 77 odnotowanych transakcji jest równe liczbie transakcji w III kw. 2020 r., kiedy to zaobserwowaliśmy odwrócenie się trendu spadkowego w aktywności na polskim rynku M&A. Trend ten, w kwartalnej liczbie transakcji, trwał praktycznie od początku 2019 r. Obowiązujące nadal obostrzenia i niepewność odnośnie do nadchodzących miesięcy z pewnością utrudniają odbudowę aktywności transakcyjnej do poziomów średniej z ostatnich lat. W całym 2020 r. odbyło się 298 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 2011-2013.

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

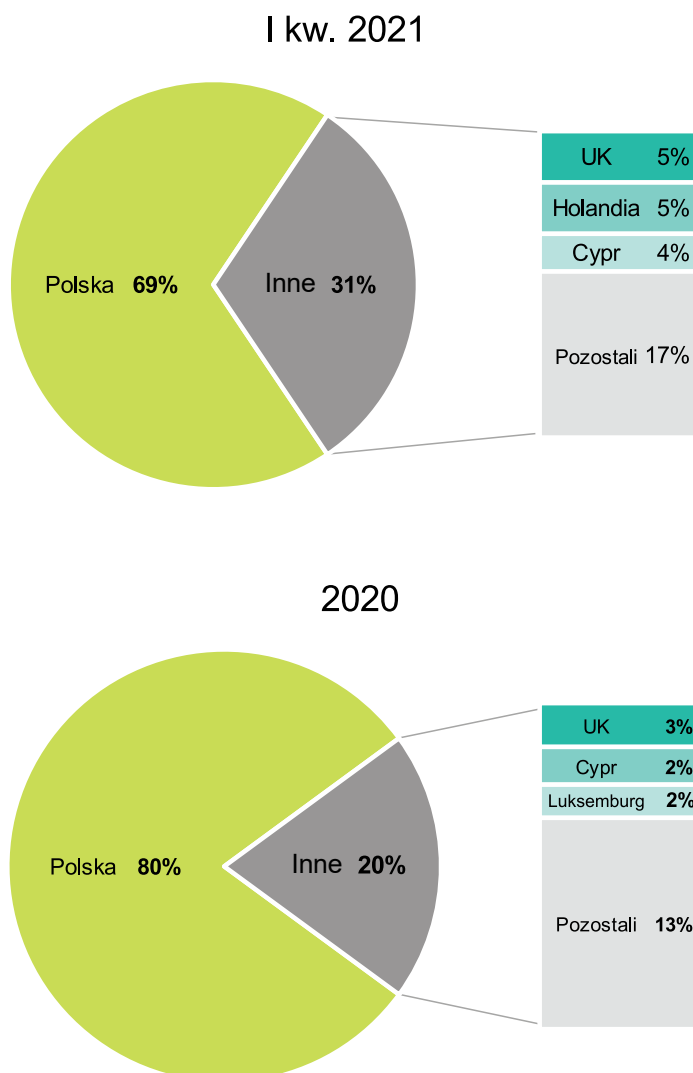


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Potwierdzeniem utrudnień w realizacji transakcji od marca 2020 r. jest struktura nabywców w sfinalizowanych umowach, która była zupełnie nietypowa – 80% przejmujących stanowiły podmioty polskie, a zaledwie 20% podmioty zagraniczne. W I kw. 2021 r. powróciliśmy do nieco bardziej standardowej struktury – 69% inwestorów było z Polski, a 31% reprezentowało kapitał zagraniczny. W ostatnich miesiącach kupujący spoza Polski aktywni w transakcjach zdominowani byli przez inwestorów z Wielkiej Brytanii i Cypru, a w ostatnim kwartale również pochodzących z Holandii.

Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia w I kw. 2021 r. w porównaniu z 2020 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w I kw. 2021 r., w odróżnieniu od całego 2020 r., najwięcej było transakcji w sektorze finansów, które odpowiadały za 23,4% transakcji ogółem. W dalszej kolejności 22,1% transakcji miało miejsce w sektorze technologicznym, co jest charakterystyczne również dla okresów historycznych. Duży udział stanowiły także podmioty nieruchomościowe, które zwykle są przedmiotem licznych transakcji. Czwarty największy odsetek przypadł sektorowi usług i produktów konsumenckich. W I kw. 2021 r. znacznie większy udział w transakcjach fuzji i przejęć przypadł sektorom technologicznym, finansowym i nieruchomości, w porównaniu z całym okresem ostatnich 20 lat, spadło natomiast znaczenie sektorów: dobra podstawowe, surowce i media. Świadczyć to może m.in. o wysokiej konsolidacji tych sektorów.

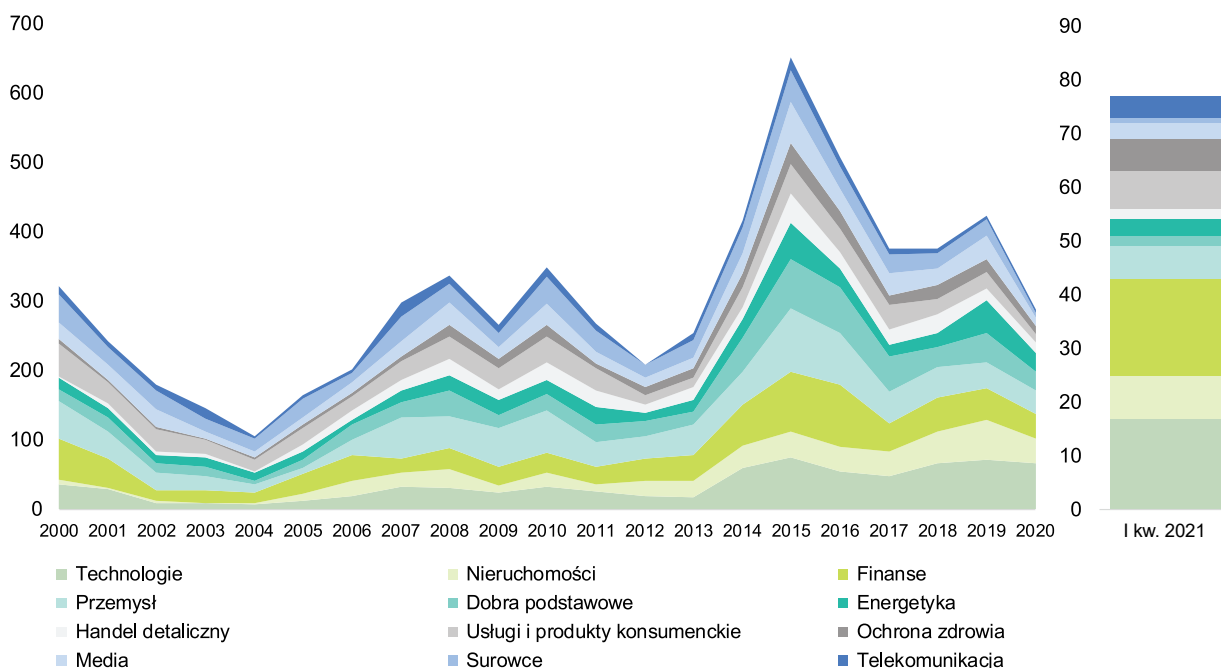
Podział transakcji ze względu na sektory

	I kw. 2021	2020	2000-2020
Dobra podstawowe	2,6%	4,1%	8,9%
Usługi i produkty konsumenckie	9,1%	9,2%	9,4%
Energetyka	3,9%	9,2%	6,8%
Finanse	23,4%	12,3%	13,0%
Ochrona zdrowia	7,8%	4,1%	4,0%
Technologie	22,1%	22,9%	11,9%
Przemysł	7,8%	12,0%	13,8%
Surowce	1,3%	2,4%	8,8%
Media	3,9%	4,1%	7,5%
Nieruchomości	10,4%	12,3%	7,2%
Handel detaliczny	2,6%	5,5%	5,4%
Telekomunikacja	5,2%	1,7%	3,2%
Łącznie transakcji	77	292	6470

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2000-2020 oraz w I kw. 2021



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Powyższy wykres ukazuje zmiany w wielkości liczby transakcji na przestrzeni lat 2000-2020 oraz w I kw. 2021 w podziale na sektory. Zauważalny jest, potwierdzony również w I kw. 2021, rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze technologicznym i nieruchomości. Stały, dość wysoki udział mają sektory finansowe i przemysł. Ich średni udział w okresie 2020 – I kw. 2021 wyniósł po 13,5%. Na tym tle wybijają się w I kw. 2021 r. wysoki udział transakcji w sektorze finansowym, wynoszący 23,4%. Największy spadek zaobserwowano w przypadku sektorów usług i produktów konsumenckich oraz surowcowym.

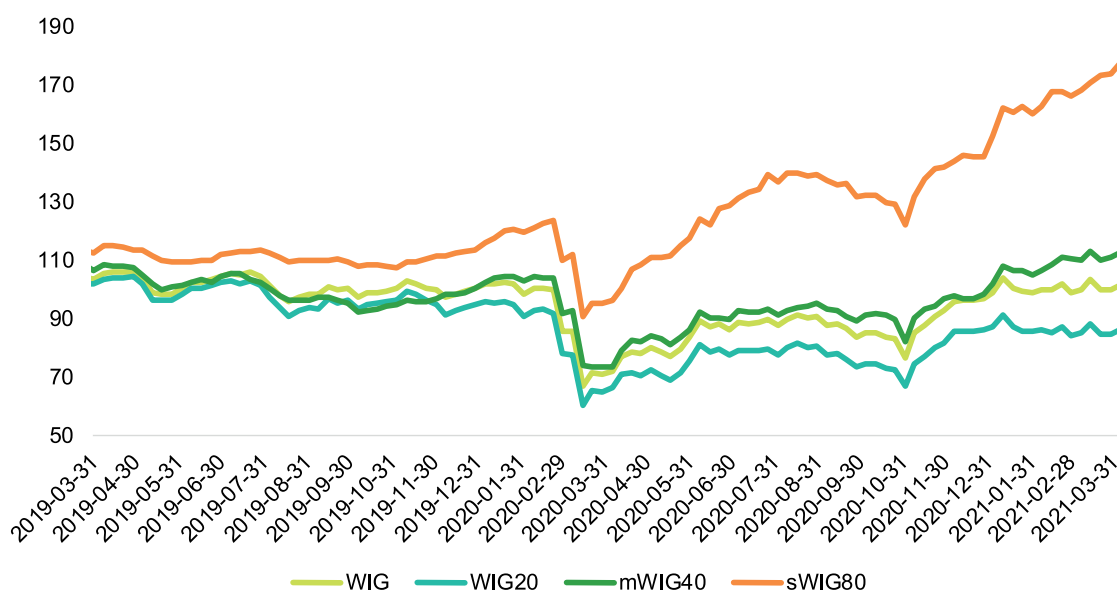
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Wyceny na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wyceny spółek notowanych na GPW zanotowały dynamiczne wzrosty po załamaniu związanym z lockdownem i zamknięciem gospodarki. Główne indeksy w I kw. 2021 roku wróciły do poziomów obserwowalnych przed marcem 2020 r. Wyjątkiem jest zrzeszający największe spółki indeks WIG20, którego kurs na koniec kwartału powoli zbliża się do wartości 2000 pkt (W 2019 r. średni kurs wyniósł 2250 pkt). Pozostałe indeksy – WIG, mWIG40 oraz sWIG80 – odrobiły straty z zeszłorocznego załamania i pomimo trwającej pandemii i zagrożenia epidemicznego osiągają wysokie wyceny. W przypadku sWIG80 (indeksu grupującego podmioty o mniejszej kapitalizacji) obecne kwotowania na poziomie ok. 19 500 pkt oznaczają przekroczenie szczytów zaobserwowanych w latach 2014 i 2017 oraz znaczne zbliżenie się do rekordowego notowania z 06.07.2007 r. w wysokości 21 697 pkt. Wzrost kursu sWIG80 powiązać można ze zwiększoną aktywnością inwestorów indywidualnych, która jest zauważalna od wiosny 2020 r., jak również z dużo niższymi mnożnikami wyceny małych spółek w porównaniu z większymi emitentami. Do historycznie rekordowych poziomów dąży również kurs mWIG40, który obecnie oscyluje wokół poziomu 4 500 pkt.

Wraz z rosnącymi wycenami w znaczący sposób wzrosły obroty na GPW. Łącznie w I kw. 2021 r. odnotowano na głównym rynku wartość obrotu w wysokości 101,2 mld PLN, co oznacza wzrost o 63% w porównaniu z I kw. 2020 r.

Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce od początku 2019 r.

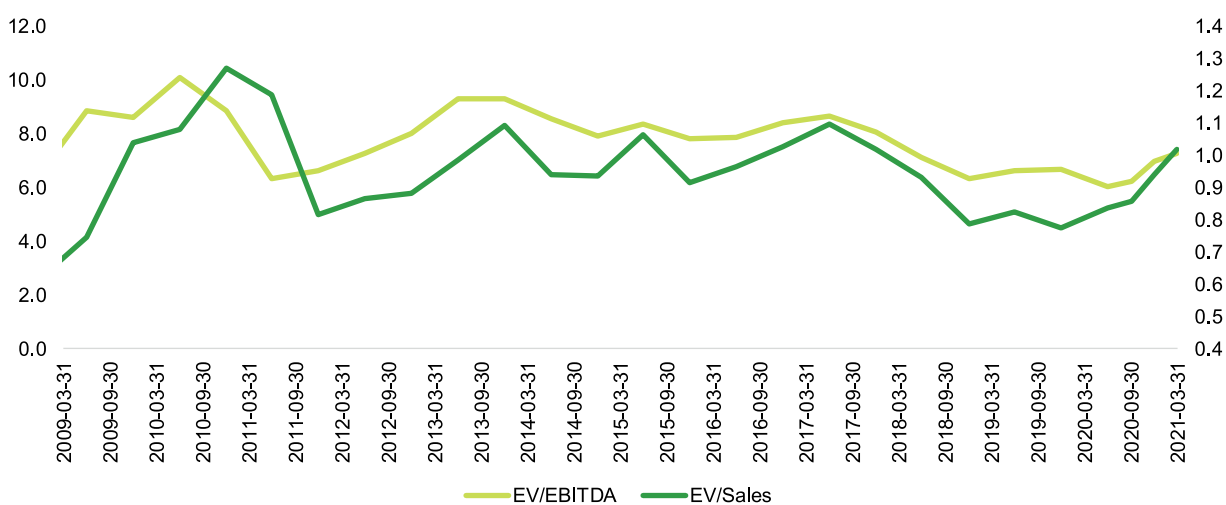


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Ze względu na wzrost kursów akcji i jednocześnie spadek wyników finansowych w 2020 r. w porównaniu z poprzednim rokiem, kroczące mnożniki wycen (za ostatnie cztery kwartały) na GPW uległy lekkiemu zwiększeniu. Na koniec marca 2021 r. mediana wskaźnika EV/EBITDA dla spółek z indeksu WIG wyniosła 7,29x, co oznacza wzrost w stosunku do końca 2020 r., kiedy wskaźnik wynosił 6,97x. Jeszcze we wrześniu odnotowano ok. 6,05x 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 1,02x, nieco wyższa niż 0,94x na koniec 2020 r., oznacza powrót do wartości sprzed pandemicznego dołka, jednak wciąż jest charakterystyczna dla bardzo niskich wycen na polskiej giełdzie. Odzwierciedla to jednak niższe poziomy rentowności panujące obecnie w spółkach oraz wysoki poziom niepewności odnośnie do dalszego rozwoju sytuacji w polskiej gospodarce w związku z pandemią.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Złudna EBITDA – cz. II

Źródła zniekształceń EBITDA

„Lepiej zapobiegać, niż płacić”. Ta modyfikacja powiedzenia „lepiej zapobiegać, niż leczyć” powinna motywować do wprowadzenia zapisów dokładnie wskazujących, jak powinna być kalkulowana i korygowana wartość zysku EBITDA, która bardzo często pozostaje główną zmienną determinującą wartość zapłaty w transakcjach przejęcia spółek lub wartość wynagrodzenia w programach motywacyjnych dla kadry kierowniczej. W poprzednim wydaniu Baker Tilly TPA Index zwróciliśmy uwagę na wiele czynników, które mogą zniekształcać raportowaną wartość zysków lub sztucznie ją zawyżać kosztem wyników z innych okresów, a nawet z uszczerbkiem dla długoterminowej wartości przedsiębiorstwa.

Omówione zostały:

Wydatki na marketing	Nakłady na R&D i szkolenia pracowników	Rezerwy na należności
Odpisy na zapasy	Sprzedaż aktywów trwałych	Wydłużenie należności w zamian za lepszą cenę sprzedaży
Skrócenie zobowiązań w zamian za lepszą cenę zakupu	Zwiększenie stanu zapasów produktów i absorpcja kosztów ogólnych	Rozliczenie premii pracowniczych oraz rezerwy z nimi związane
Przesunięcie sprzedaży pomiędzy miesiącami		Poluzowanie standardów kredytowych

W bieżącym wydaniu kontynuujemy analizę i wskazujemy kolejne aspekty, które warto wziąć pod uwagę, zaczynając od analizy powiązań z innymi podmiotami.

Transakcje z podmiotami powiązаныmi

W ramach grupy kapitałowej lub podmiotów powiązanych kapitałowo bądź osobowo często dochodzi do transakcji dotyczących dostaw towarów lub usług. Zgodnie z prawem podatkowym transakcje takie powinny być realizowane na zasadach rynkowych i odzwierciedlać rzeczywistą wartość świadczenia. Co więcej, podmioty powiązane powinny sporządzać dokumentację potwierdzającą, że transakcja nie odbiegała warunkami od sytuacji, w której stronami są niepowiązane, niezależne od siebie jednostki. Realia dopuszczają jednak pewne odchylenia, które można uzasadnić specyficznymi aspektami transakcji lub charakterystyką produktu bądź usługi. Efektem takich odchyleń może być osiągnięcie korzyści przez jedną ze stron, celem poprawy jej wyników finansowych w określonym przedziale czasowym.

Złudna EBITDA – cz. II

Warto zweryfikować warunki kooperacji z podmiotami powiązanymi, w szczególności w przypadku występowania silnych powiązań i wyraźnego interesu podmiotu współpracującego w wartości generowanego zysku naszej spółki. Może się bowiem okazać, że po zmianie właściciela lub osiągnięciu określonego celu wynikowego nastąpi dostosowanie warunków handlowych do standardowych poziomów, co odbije się negatywnie na przyszłej rentowności, a w zasadzie przywróci ją do normalnego poziomu.

Innym aspektem dotyczącym relacji z podmiotami powiązanymi jest kwestia wzajemnych usług wewnętrznych. Dotyczy to w szczególności jednostek z grupy kapitałowej, prowadzącej jakiś wycinek jej działalności lub będących spółkami celowymi dedykowanymi do poszczególnych przedsięwzięć i projektów. Bardzo często tego typu spółki mają bardzo uproszczoną strukturę, a część lub nawet całość zadań korporacyjnych i administracyjnych realizowana jest przez spółkę holdingową lub główny podmiot w grupie. Chodzi tu o koszty księgowości, doradztwa prawnego i podatkowego, koszty controllingu, audytu, przygotowania i zarządzania infrastrukturą informatyczną itd. W skali roku i przy ujęciu wszystkich tych kosztów ich suma może nabierać istotnego znaczenia, a może nie być odzwierciedlona w raportowaniu jednostki. Zidentyfikowanie i poprawne alokowanie wszystkich wydatków może być dość pracochłonne, jednak bez tego nie uzyskamy obiektywnego wyniku przypisanego do danej działalności. Nawet jeśli w ramach rozliczeń grupowych funkcjonują rozliczenia usług wspólnych, ich wysokość może nie w pełni oddawać zasoby poświęcone na prowadzenie jednostki.

Koszty i rozliczenia w spółkach rodzinnych

Specyficzna sytuacja może mieć miejsce w spółkach rodzinnych – kontrolowanych przez jedną osobę lub grono bliskich sobie osób. Występuje wtedy duża rozpiętość możliwych kosztów nakładanych na przedsiębiorstwo, choćby w postaci wynagrodzeń. Niektórzy mogą pobierać zaniżone stawki płacy, by wykazać lepszy wynik lub wręcz przeciwnie – naliczać wynagrodzenie na bardzo wysokim poziomie, czy to w formie standardowej umowy o pracę, czy też kontraktów menedżerskich. Normalizacja wyniku spółki polegać będzie na określeniu rynkowego poziomu wynagrodzenia dla menedżera na adekwatnym stanowisku, który mógłby prowadzić sprawę spółki.

Ale koszty wynagrodzeń to nie wszystko. Bardzo często spółka staje się fundatorem wydatków ponoszonych przez właścicieli na ich prywatne potrzeby. Podróże zagraniczne, luksusowe samochody, jachty, a nawet prywatny samolot stają się wtedy elementem rozliczeń spółki, a nie prywatnym majątkiem właściciela. Te czynniki będą oczywiście zaniżać wynik, gdyż generują dodatkowe koszty, które nie pojawiłyby się w przypadku innego właściciela. Ale można osiągnąć również efekt przeciwny, przenosząc część wydatków ze spółki i pokrywając je przez pewien okres z majątku prywatnego, by poprawić rentowność działalności.

Remonty i naprawy

Wspominaliśmy już o wydatkach dyskrejonalnych w kontekście marketingu, R&D czy szkoleń pracowników. Jeszcze jedną kategorią wydatków, które można przesuwac w czasie, są koszty napraw i remontów. Nie podlegają one aktywowaniu, jedynie są rozliczane w kosztach bieżącego okresu. W związku z tym odłożenie remontu maszyn lub budynku spowoduje przesunięcie obciążenia wyniku na inny okres. Wydatki te są nieuniknione, więc odsuwanie ich nie poprawi skumulowanego wyniku, a jedynie spowoduje przesunięcie między okresami. Dodatkowo opóźnienie w przeprowadzeniu prac remontowych i utrzymaniowych może negatywnie odbić się na sprawności parku maszynowego i zagrozić kontynuacji produkcji, a przynajmniej jej jakości. Łączny efekt przesunięć na długoterminową rentowność może zatem być bardzo negatywny i skutkować nie tylko przesunięciem wyniku, ale również spadkiem jego sumarycznej wartości.

Zdarzenia o charakterze incydentalnym

Oprócz opisanych w poprzedniej części zdarzeń jednorazowych wpływających na pozostałe przychody i koszty operacyjne możemy mieć jeszcze do czynienia ze zdarzeniami o charakterze incydentalnym, ale wiążącymi się z podstawową działalnością przedsiębiorstwa. Może to być np. realizacja dużego kontraktu czy dużej partii zamówienia o jednorazowym charakterze. Jako przykład można tu wskazać choćby dostawę do sieci handlowej w ramach tzw. sprzedaży in-out. Polega ona na jednorazowym wprowadzeniu dużego wolumenu przez danego producenta do sprzedaży w sieci handlowej, z założenia bez oczekiwania powtarzania takiej sprzedaży w kolejnych okresach. Trudno byłoby uwzględniać taki przychód i wygenerowaną w ten sposób marżę w mnożnikowej wycenie spółki, zakładając reprezentatywność wyniku przykładanego do mnożnika.

Normalizacji wymagają również inne operacyjne zdarzenia niepowtarzalne, jak choćby różnego rodzaju success fee lub wysokie prowizje rozpoznawane po realizacji projektu czy zamknięciu konkretnej sprzedaży. Jeżeli mają one charakter powtarzalny, ale nieregularny, wskazane byłoby ujęcie w wyniku raczej średniej wartości z dłuższego okresu niż faktycznego poziomu wykazanego w sprawozdaniu okresu.

Wszystkie powyższe kwestie opisane w bieżącej i poprzedniej części tekstu wymagają dokładnej weryfikacji pod względem ich występowania oraz skali ewentualnego zjawiska. Rozpoznanie tych wartości może mieć bardzo duże znaczenie dla określenia powtarzalnego czy też prawdziwego wyniku EBITDA generowanego przez spółkę. Do weryfikacji tych aspektów warto zatrudnić wyspecjalizowanego doradcę, który uwzględni w analizie wszystkie czynniki istotne dla danego przypadku. Skala transakcji nie ma tu istotnego znaczenia – wspomniane zniekształcenia mogą pojawiać się w podmiotach każdego rozmiaru. Dlatego przy każdej transakcji warto skorzystać ze specjalistów, by uniknąć nieprzyjemnych konsekwencji.

Złudna EBITDA – cz. II

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

Transakcje z podmiotami powiązanymi	Rozliczenia usług w grupie	Koszty zarządu w spółkach rodzinnych
Koszty remontów i napraw	Zdarzenia operacyjne o charakterze incydentalnym	Wydatki na marketing
Nakłady na R&D i szkolenia pracowników	Rezerwy na należności	Odpisy na zapasy
Sprzedaż aktywów trwałych	Wydłużenie należności w zamian za lepszą cenę sprzedaży	Skrócenie zobowiązań w zamian za lepszą cenę zakupu
Zwiększenie stanu zapasów produktów i absorpcja kosztów ogólnych	Rozliczenie premii pracowniczych oraz rezerwy z nimi związane	Przesunięcie sprzedaży pomiędzy miesiącami
Poluzowanie standardów kredytowych		

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 na 5,80%.

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	3.90%	Metale i górnictwo	6.50%	Sprzedaż hurtowa	5.40%
Banki uniwersalne	6.80%	Metale szlachetne	5.40%	Sprzęt elektryczny	6.80%
Budowlany	6.20%	Militaria/obronność	6.40%	Sprzęt i usługi biurowe	6.20%
Chemiczny (podstawowy)	5.10%	Napoje alkoholowe	4.20%	Sprzęt telekomunikacyjny	5.50%
Chemiczny (specjalistyczny)	5.70%	Napoje bezalkoholowe	4.80%	Sprzęt wydobywczy	7.00%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	6.90%	Nieruchomości	5.00%	Stalowy	6.50%
Części samochodowe	7.70%	Obuwie	6.20%	Szpitala / placówki opieki zdrowotnej	4.40%
Deweloperski	5.20%	Odzież	6.30%	Technologie dla ochrony zdrowia	5.20%
Dystrybucja ropy / gazu	6.00%	Opakowania	5.10%	Telekomunikacja	5.30%
Edukacja	5.10%	Opony	6.30%	Telewizja	5.30%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	6.60%	Oprogramowanie (Internet)	4.70%	Telewizja kablowa	5.00%
Elektronika (ogólna)	5.70%	Oprogramowanie (rozrywka)	6.00%	Transport	5.30%
Energetyka	5.10%	Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	5.30%	Transport kolejowy	6.60%
Energia odnawialna	5.40%	Papierowy i drzewny	5.00%	Transport lotniczy	8.10%

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
Farmaceutyczny	5.50%	Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	4.50%	Transport samochodowy	6.10%
Handel detaliczny	4.40%	Półprzewodniki	6.80%	Tytoń	3.60%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	4.00%	Produkty gospodarstwa domowego	4.80%	Ubezpieczenia (majątkowe)	4.70%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	5.90%	Produkty zdrowotne	5.60%	Ubezpieczenia (ogólne)	6.00%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	6.30%	Przemysł stoczniowy i morski	6.20%	Ubezpieczenia (życie)	7.10%
Handel detaliczny (online)	6.30%	Przetwórstwo spożywcze	4.40%	Usługi biznesowe i konsumenckie	5.70%
Hotele i hazard	6.60%	R.E.I.T.	5.10%	Usługi dla nieruchomości	4.30%
Hurtownicy żywności	4.80%	Reasekuracja	7.70%	Usługi finansowe	5.60%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	4.80%	Reklama	5.50%	Usługi informacyjne	6.10%
Inżynieria / budownictwo	5.80%	Rekreacja	5.70%	Usługi informatyczne	5.50%
Kanalizacja i ścieki	3.40%	Restauracje	7.40%	Usługi środowiskowe i odpadowe	5.40%
Komputery / urządzenia peryferyjne	5.60%	Rolnictwo	4.40%	Usługi telekomunikacyjne	4.60%
Leki (biotechnologia)	5.80%	Ropa i gaz (produkcja i wydobycie)	7.60%	Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	4.70%
Maszynowy	5.90%	Ropa i gaz (zintegrowany)	6.80%	Użyteczności publicznej	4.60%
Materiały budowlane	5.40%	Rozrywkowy	5.60%	Węgiel	6.60%
Podwykonawcy budowlani	6.20%	"Samochody i ciężarówki"	7.60%	"Wydawnictwa i gazety"	5.30%
Meble / wyposażenie domu	6.00%	Sprzedaż detaliczna	6.70%		

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 1,58%. 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 4,22%. Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 5,80%.

Wart odnotowania jest kierunek zmian stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko. W I kw. 2021 r. zaobserwowano wzrost rentowności obligacji skarbowych o 0,35 p.p. (co przełożyło się na wzrost stopy wolnej od ryzyka), przy jednoczesnej obniżce premii za ryzyko rynkowe o 0,72 p.p. Może to oznaczać spadek awersji do ryzyka przy jednoczesnym spadku zainteresowania obligacjami skarbowymi.

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.

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 1,58%),

β – współczynnik beta,

MRP – rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,22%).

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 (rf) 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 1,10%. Dla waluty EUR będzie to -0,29%, a dla USD jest na poziomie 1,75%. 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 wyznaczania kosztu kapitału własnego na dzień 31.03.2021 r.

Parametr	Wartość	Parametr	Wartość
r_{JPL}	1,58%	MRP	4,22%
r_f		Kapitał własny do (mln USD)	α^*
PLN	1,10%	1 132	0,9%
EUR	-0,29%	779	1,5%
USD	1,75%	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
Deweloperski	0,9	0,6	Reklama	0,9	0,7

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Beta	Beta aktywów	Sektor	Beta	Beta aktywów
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	Szpitaly / 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

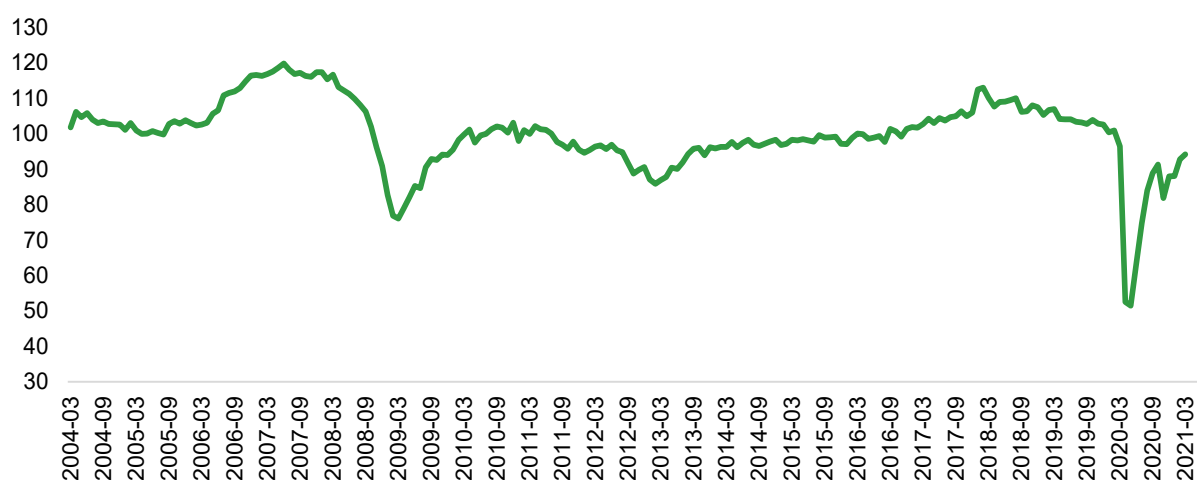
1 Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

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



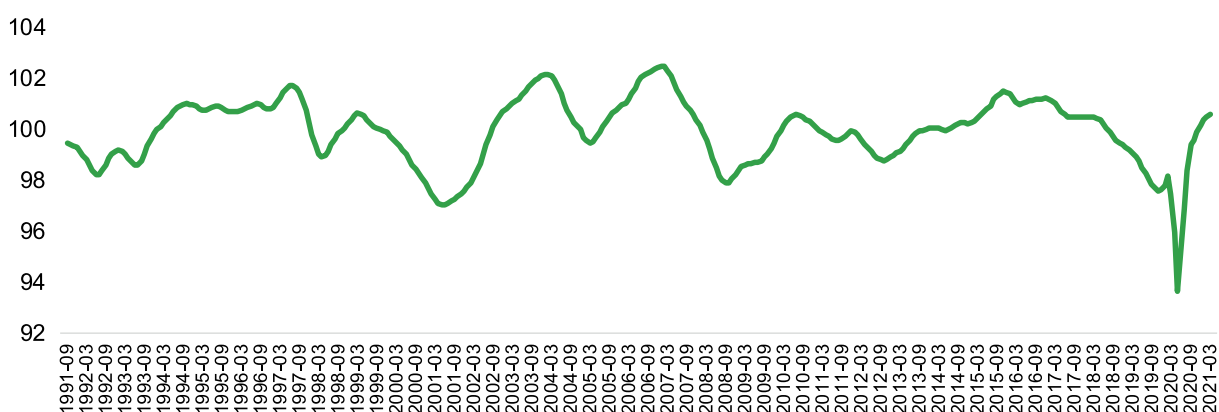
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Załącznik – opis wskaźników 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



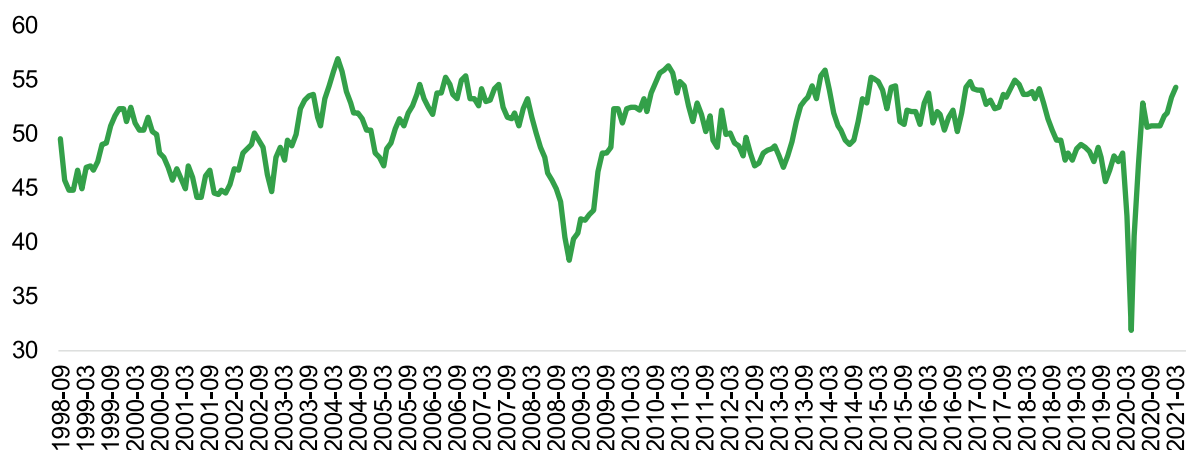
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

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



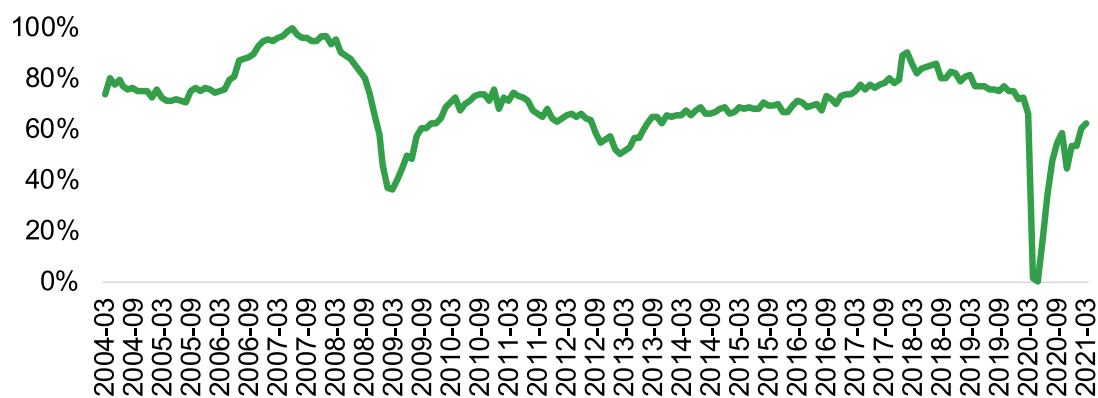
Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl

Załącznik – opis wskaźników koniunktury

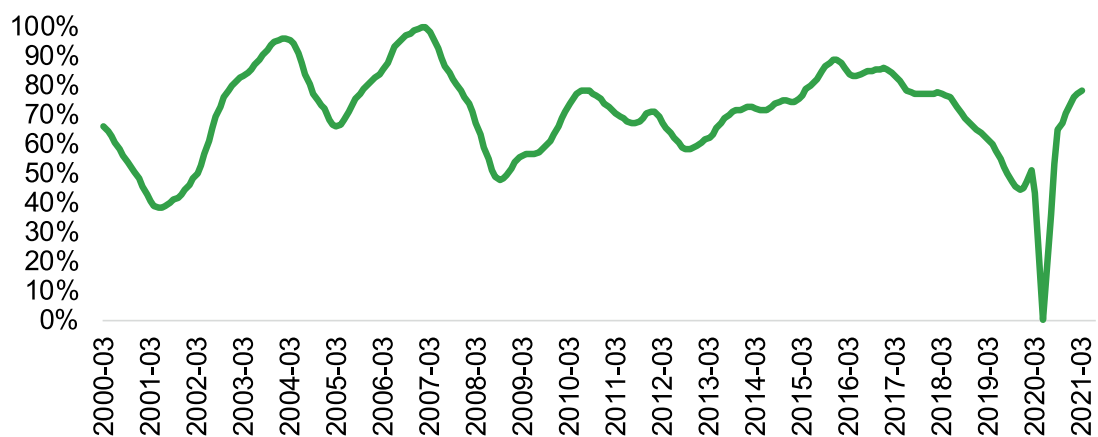
Poniżej zaprezentowane są znormalizowane wartości poszczególnych wskaźników, na bazie których obliczony został Baker Tilly TPA Index.

Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie TPA)

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS znormalizowany



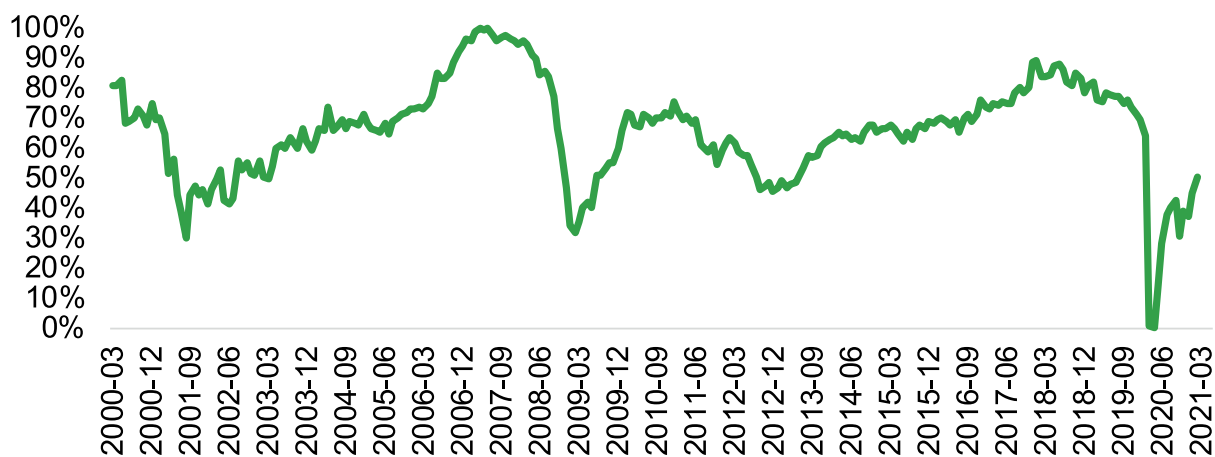
Composite Leading Indicator (CLI) znormalizowany



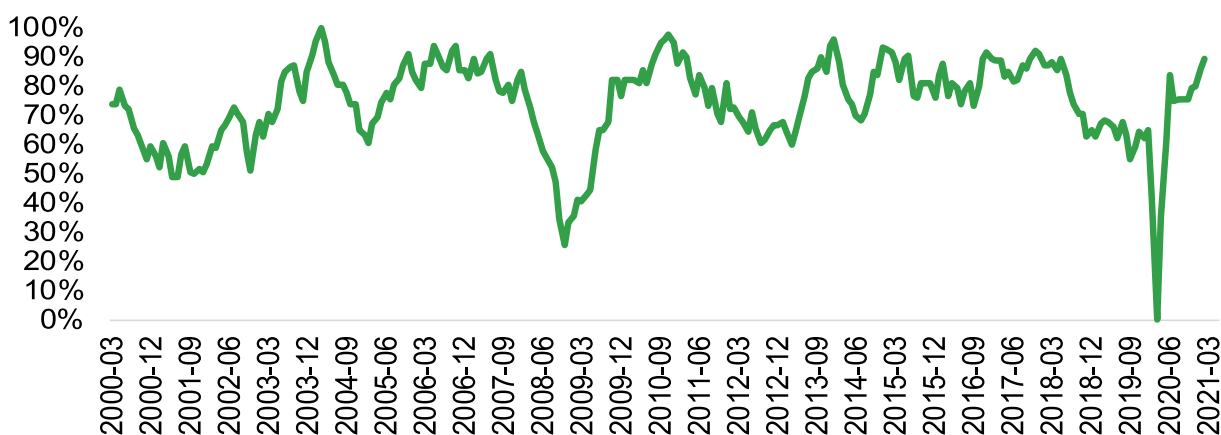
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA

Załącznik – opis wskaźników koniunktury

Economic Sentiment Indicator znormalizowany



Indeks PMI przemysłu znormalizowany



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA

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. Zapewniamy 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 wspianiałych 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-tpa.pl

Tel.: +48 603 935 516



Tomasz Manowiec, CFA, FCCA

Dyrektor

tomasz.manowiec@bakertilly-tpa.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.