

# Baker Tilly TPA Index

## Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

LIPIEC 2021

**Now, for tomorrow**

# Spis treści

---

	<b>Baker Tilly TPA Index</b>	<b>4</b>
	<b>Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny</b>	<b>8</b>
	<b>Ryzyko spółki z dominującym kontrahentem</b>	<b>15</b>
	<b>Koszt kapitału własnego – ile wynosi?</b>	<b>17</b>
	<b>Załącznik – Opis wskaźników koniunktury</b>	<b>25</b>
	<b>O Baker Tilly TPA</b>	<b>31</b>

---

Szanowni Państwo,

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

Celem tej publikacji jest:

- Podsumowanie koniunktury gospodarczej w postaci indeksu **Baker Tilly TPA Index** agregującego wartości kilku wskaźników mierzących stan koniunktury gospodarczej w Polsce. Obecnie wskazuje on na bardzo wysoką aktywność w gospodarce, co może utrzymać się przez kilka kolejnych kwartałów.
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w 2Q 2021 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. W ostatnim kwartale liczba zrealizowanych transakcji ponownie spadła, natomiast mnożniki wyceny sugerują znaczny wzrost wycen notowanych spółek.
- 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 5,99%.

W bieżącej edycji, oprócz kolejnego wydania naszego indeksu **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, prezentujemy również podejście do jakościowej analizy ryzyka spółek w przypadku dużej zależności od kontraktu lub dominującego klienta.

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

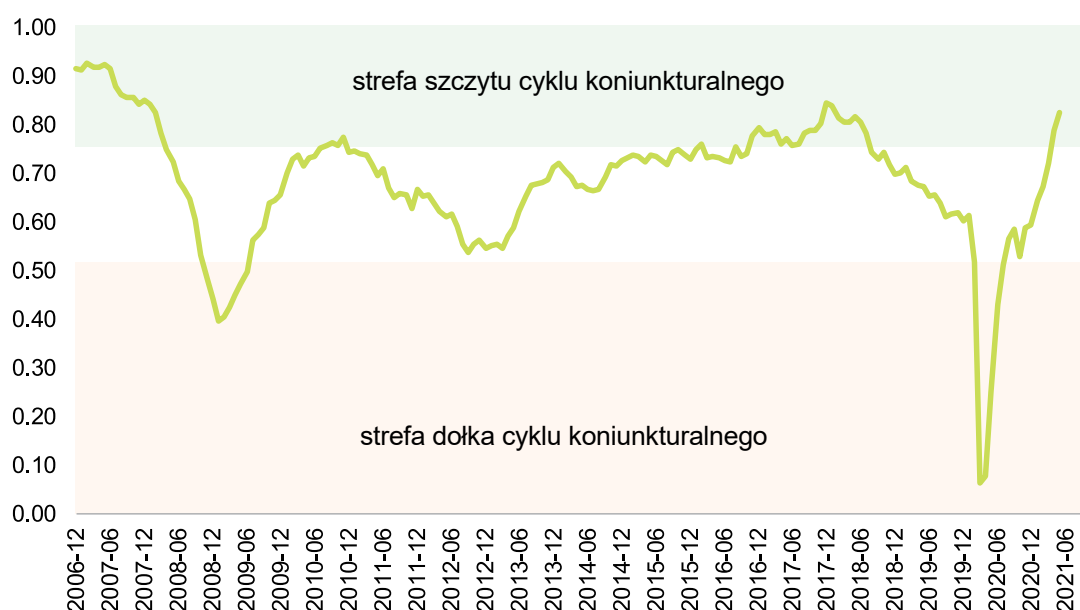
# Baker Tilly TPA Index

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 dekonjunktury i spieniężać w szczycie cyklu. Aspekty te są istotne dla przedsiębiorców, zarządców spółek, działów finansowych, inwestorów, ale też audytorów czy doradców.

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

Publikacji określających stan koniunktury jest wiele – przedstawiają je instytucje publiczne, organizacje branżowe oraz inne podmioty prywatne. W przypadku Polski za najbardziej istotne i wiarygodne, a jednocześnie powszechnie dostępne, uznaliśmy dane publikowane przez OECD (wskaźnik CLI), Komisję Europejską (wskaźnik ESI), GUS (ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej), a także indeks PMI przemysłu. Aktualna wartość tych wskaźników prezentowana jest przez ich dostawców w każdym miesiącu. W niniejszej publikacji, którą aktualizujemy w cyklu kwartalnym, dokonujemy podsumowania aktualnych odczytów wymienionych wskaźników, jak również ich agregacji do jednego indeksu określającego uśrednione wskazanie fazy cyklu koniunkturalnego. Szczegóły dotyczące wyznaczania wartości zagregowanej wskaźnika przedstawione zostały poniżej, a opis wykorzystanych wskaźników znajduje się w załączniku.

## 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 analizy odczytów w długim terminie – 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 drugim kwartale 2021 r. wskaźniki koniunktury gospodarczej kontynuowały silną tendencję wzrostową. Odblokowanie gospodarki po wiosennym lockdownie oraz utrzymująca się dobra koniunktura w sektorze przemysłowym przyczyniły się do istotnego przesunięcia odczytów na wyższe poziomy. Co ważne, w ostatnich miesiącach odreagowanie było już widoczne nie tylko w branży przemysłowej, ale również usługi po ponownym otwarciu wracają do normalnej lub może nawet podwyższonej aktywności. Taka sytuacja może utrzymać się jeszcze przez kilka kwartałów.

### 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 0,83 (wobec 0,70 na koniec marca) w skali od 0 do 1. Oznacza to, że w drugim kwartale odczyty wskaźników sugerują wejście w fazę szczytu cyklu koniunkturalnego. Oczywiście wiąże się to z odbudową aktywności po okresie zamknięcia gospodarki i nadrabiania odłożonego popytu. Po czterech kwartałach ujemnych odczytów dynamiki PKB r/r wynik za drugi kwartał okaże się zapewne rekordowy, ponieważ może sięgnąć nawet 11-12%. Tak wysoka wartość wspierana jest przez bardzo niską bazę z drugiego kwartału 2020 r., kiedy obserwowaliśmy spadek PKB o ponad 8%. Nasz indeks wskazuje na niższe wartości, jednak zważyć może tu komponent usług, który jest słabo reprezentowany we wskaźnikach mierzących koniunkturę gospodarczą, a właśnie tu dynamika odbicia będzie największa. W kolejnych kwartałach również można oczekiwać bardzo dobrych odczytów dynamiki produktu krajowego brutto. Odbudowa aktywności połączona z niską bazą (drugie półrocze 2020 r. również charakteryzowało się spadkami PKB), pozwoli zanotować pewnie ok. 5-6% wzrostu w trzecim i czwartym kwartale i ok. 5% w całym 2021 r. Warunkiem dla takiego scenariusza jest brak kolejnych wyłączeń gospodarki w następnych miesiącach, czego nie można wykluczyć.

O ile wcześniej odbudowa aktywności gospodarczej pochodziła głównie z sektora przemysłowego, tak obecnie wszystkie branże wskazują na poprawę sytuacji. Przetwórstwo przemysłowe nadal pozostaje w bardzo dobrej kondycji, na co najlepszym dowodem jest odczyt wskaźnika PMI Przemysłu w czerwcu na poziomie prawie 60 pkt., czyli najwyższym w historii publikacji tego miernika dla Polski. Ale najsilniejsze pozytywne zmiany widoczne są w gastronomii i zakwaterowaniu, transporcie i handlu, w dalszej kolejności w budownictwie i finansach. Niemal wszystkie branże wskazują na zwiększanie zatrudnienia, co w połączeniu z sezonowym zapotrzebowaniem na pracowników będzie zapewne skutkowało spadkiem stopy bezrobocia i zejścia odczytów tego wskaźnika poniżej 6% oraz poziomów z roku ubiegłego. Będzie to sprzyjać presji płacowej oraz dobrym nastrojom konsumentów, a w konsekwencji również utrzymaniu korzystnej koniunktury. Nadal jednak większość przedsiębiorstw wskazuje na dużą niepewność odnośnie ogólnej sytuacji gospodarczej.

Zgodnie z oczekiwaniami, okres letni po zakończeniu lockdownu oraz poluzowaniu obostrzeń odwrócił negatywne tendencje w branżach dotkniętych pandemią i wpłynął na istotne przyspieszenie tempa wzrostu PKB. Realizowany program szczepień pozwala oczekiwać, że trwale wrócimy do normalności. Wstrzymana aktywność w wielu obszarach w trakcie poprzednich kwartałów może spowodować wydłużenie okresu bardzo silnego wzrostu gospodarczego nawet do pierwszej połowy 2022 r. 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. Aktywności transakcyjnej i wycenom sprzyjają wciąż rekordowo niskie koszty finansowania dłużnego, po które sięgają kupujący. Warto z nich korzystać teraz, gdyż pojawiają się głosy o podwyżce stóp procentowych w Polsce już w bieżącym roku. Na razie nie będzie to wielka zmiana, ale może sugerować odwrócenie długoterminowej tendencji, szczególnie w przypadku utrzymującej się podwyższonej inflacji.

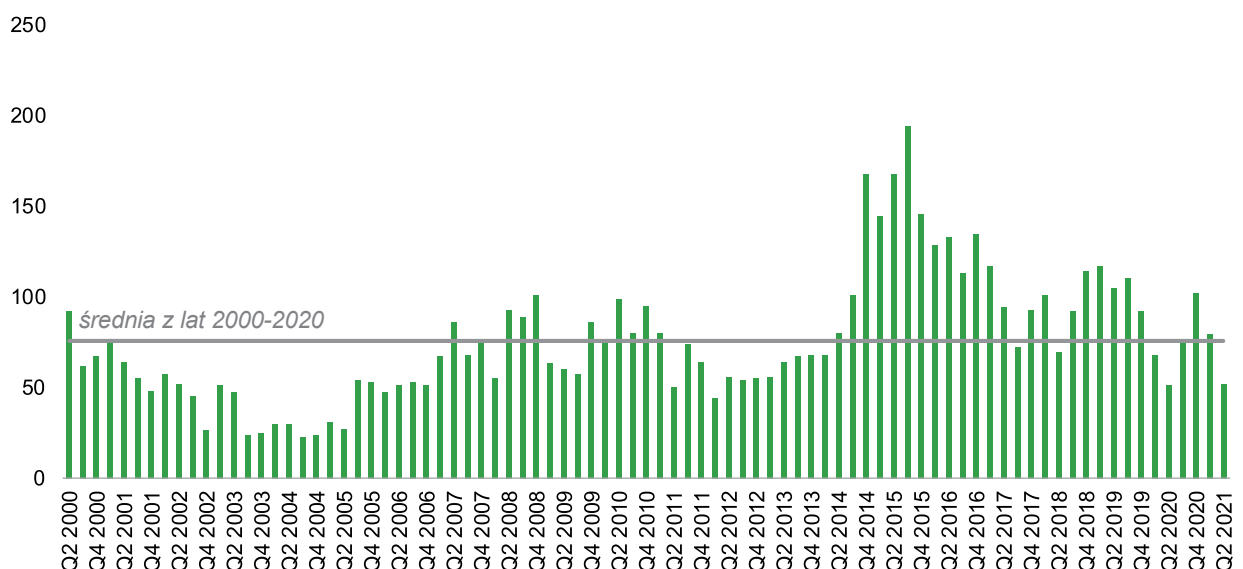
# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Aktywność transakcyjna w Polsce w drugim kwartale 2021 r. wykazała podobny poziom jak w drugim kwartale 2020 r., jednak była niższa niż w pierwszym kwartale bieżącego roku.

Według zebranych przez nas danych w ciągu trzech miesięcy miały miejsce 52 transakcje dotyczące podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Jest to wartość niższa od średniej z ostatnich trzech lat (ok. 88 transakcji kwartalnie). Zauważamy, że zaobserwowane w ostatnich miesiącach odwrócenie trendu i wzrost aktywności dobiegły prawdopodobnie końca, jednak nie można wykluczyć, że jest to jednorazowe zawahanie. Podobny poziom aktywności na rynku fuzji i przejęć (ok. 50 transakcji kwartalnie) obserwowaliśmy ostatnio w latach 2011-2012 oraz 2005-2006. Jako przyczyny spadku aktywności w 2Q 2021 wskazujemy niepewność, co do sytuacji makroekonomicznej (w tym aktualne i prognozowane wielkości stóp procentowych) oraz wciąż obecne wysokie ryzyko związane z pandemią. Mimo zniesienia większości obostrzeń i trwającej akcji szczepień, niepewność odnośnie nadchodzących miesięcy z pewnością utrudnia odbudowę aktywności transakcyjnej do poziomów średniej z ostatnich lat. Ponadto zimowe zamknięcie gospodarek miało wysoki wpływ na możliwość realizacji transakcji. Należy pamiętać, że przeprowadzenie akwizycji trwa zazwyczaj kilka miesięcy, przez co obserwujemy przesunięcie w czasie.

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

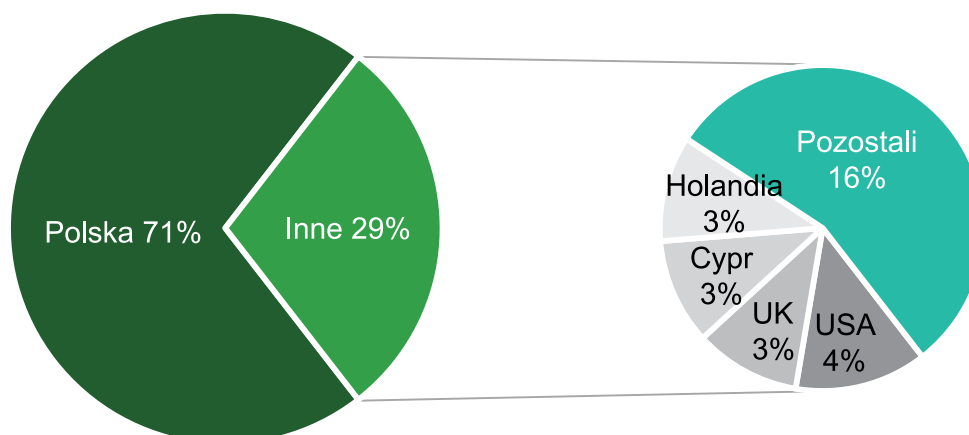


# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

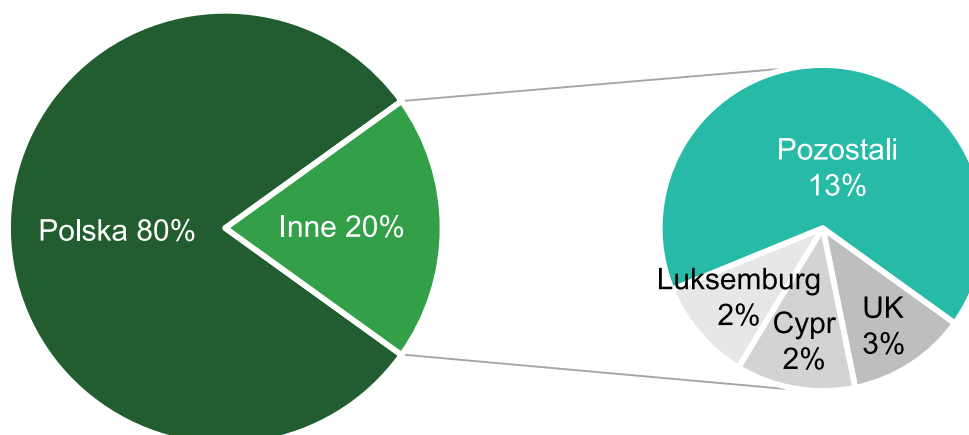
Potwierdzeniem utrudnień w realizacji transakcji od marca 2020 r. jest struktura nabywców w sfinalizowanych umowach, która była zupełnie nietypowa – w 2020 r. 80% przejmujących stanowiły podmioty polskie, a zaledwie 20% podmioty zagraniczne. W 2Q 2021 r. powróciliśmy do nieco bardziej standardowej struktury – 71% inwestorów było z Polski, a 29% reprezentowało kapitał zagraniczny. Wśród obecnych graczy spoza Polski, choć było ich niewielu, dominowały podmioty z USA, Wielkiej Brytanii i Cypru, a w ostatnim kwartale (oraz w całym pierwszym półroczu 2021 r.) również zarejestrowane w Holandii.

## Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w drugim kwartale 2021 r. w porównaniu z 2020 r.

2Q 2021



2020



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w drugim kwartale 2021 r., podobnie jak w całym 2020 r., najwięcej było transakcji w sektorze technologii, które odpowiadały za 21,2% transakcji ogółem. W dalszej kolejności 17,3% transakcji miało miejsce w sektorze finansowym, co oznacza kontynuację popularności tego sektora zapoczątkowaną trzy miesiące wcześniej (łączny udział branży finansowej w 1H 2021 wyniósł 21,4%, czyli o 7,5 p.p. więcej niż wynosi średnia z poprzednich 20 lat). W 2Q 2021 r. spadła popularność sektora nieruchomości, natomiast wyższe niż standardowo aktywności miały miejsce w obszarze usług i produktów konsumenckich oraz mediów.

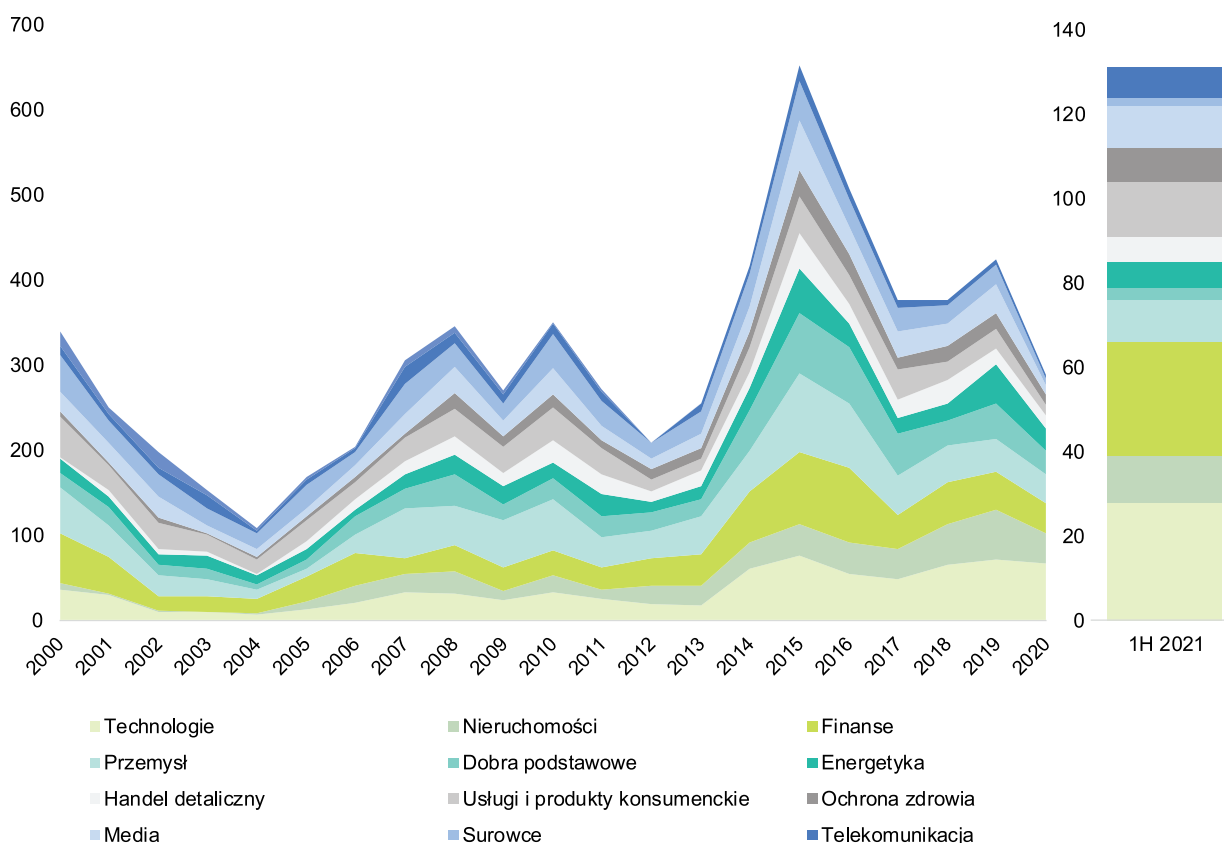
## Podział transakcji ze względu na sektory

	2Q 2021	1H 2021	2020	2000 - 2020
Dobra podstawowe	1,9%	2,3%	4,1%	8,8%
Usługi i produkty konsumenckie	11,5%	9,9%	9,2%	9,5%
Energetyka	5,8%	4,6%	9,2%	6,8%
Finanse	17,3%	20,6%	12,3%	13,1%
Ochrona zdrowia	1,9%	6,1%	4,1%	4,0%
Technologie	21,2%	21,4%	22,9%	12,0%
Przemysł	7,7%	7,6%	12,0%	13,8%
Surowce	1,9%	1,5%	2,4%	8,7%
Media	11,5%	7,6%	4,1%	7,6%
Nieruchomości	5,8%	8,4%	12,3%	7,1%
Handel detaliczny	7,7%	4,6%	5,5%	5,4%
Telekomunikacja	5,8%	5,3%	1,7%	3,2%
<b>Łącznie transakcji</b>	<b>52</b>	<b>131</b>	<b>292</b>	<b>6523</b>

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 1H 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 pierwszej połowie 2021 w podziale na sektory. Zauważalny jest, potwierdzony również w 1H 2021, rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze technologicznym i nieruchomości. Stały, dość wysoki udział mają sektory finansowe i przemysłu. Ich średni udział w okresie 2020–2Q 2021 wyniósł odpowiednio 13,6% oraz 13,2%. Największy spadek zaobserwowano w przypadku sektorów usług i produktów konsumenckich (tutaj 2Q 2021 jest wyjątkiem) oraz surowcowym. W ostatnim półroczu znacznie zmalała również aktywność w segmencie energetyki.

# 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, po tym jak w pierwszym kwartale 2021 roku wróciły do poziomów obserwowalnych przed marcem 2020 r., w 2Q 2021 r. ustanowiły lub zbliżyły się do swoich historycznych rekordów. Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec kwartału wartość 2.258 pkt, przez co znacznie zbliżył się do wartości obserwowanych w 2019 r. (Wtedy średni kurs wyniósł 2.250 pkt., przy maksimum wynoszącym 2.414 pkt.). Pozostałe indeksy – WIG, mWIG40 oraz sWIG80 – odrobiły straty z zeszłorocznego załamania i pomimo trwającej pandemii i zagrożenia epidemicznego osiągają wysokie notowania. W przypadku sWIG80 (indeksu grupującego podmioty o mniejszej kapitalizacji) obecne odczyty na poziomie ok. 20.400 pkt. oznaczają przekroczenie szczytów zaobserwowanych w latach 2014 i 2017 oraz znaczne zbliżenie się do rekordowego notowania z dnia 06.07.2007 r. w wysokości 21.697 pkt. Wzrost wartości indeksu 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 przekroczył poziom 5.000 pkt, czym znacznie przewyższył swoje rezultaty z 2019 r. oraz wyrównał poziom szczytu hossy z roku 2017. W obecnej hossie i odreagowaniu pandemicznych spadków cen, najszybciej uaktywniły się spółki o niższej kapitalizacji. Widoczne jest również podążanie za tym trendem przez giełdowych gigantów. Odzwierciedla to zarówno oczekiwania na poprawę wyników spółek w kolejnych okresach, jak i poszukiwanie atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych w stosunku do depozytów bankowych, które obecnie nie oferują zwrotu pokrywającego wysoką inflację.

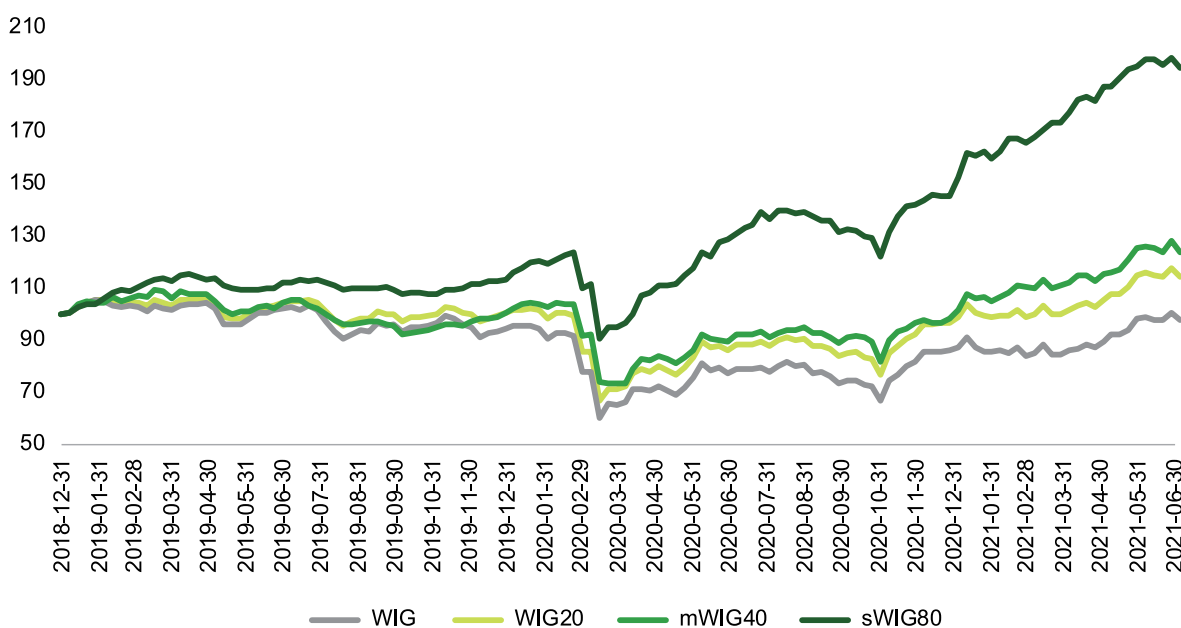
Wraz z rosnącymi wycenami w znaczący sposób zwiększyły się obroty na GPW. Łącznie w 1H 2021 r. odnotowano na głównym rynku wartość obrotu w wysokości 181,8 mld PLN, co oznacza wzrost o 35,4% w porównaniu do 1H 2020 r.

Warto zwrócić również uwagę na wzrost aktywności na rynku IPO, czyli pierwotnych ofert publicznych. W ciągu pierwszej połowy 2021 r. na głównym rynku zadebiutowało 5 spółek, a 3 kolejne przeszły na GPW z NewConnect. Pomimo kurczącej się z powodu delistingu liczby spółek notowanych, ostatnie półrocze było najaktywniejsze od czterech lat pod liczbą względem IPO. Rośnie również popularność NewConnect, gdzie w 1H 2021 r. zadebiutowało 14 spółek.

Hossa na warszawskim parkiecie jest tożsama z ogólnosiwiatowym trendem wzrostu cen akcji, widocznym przede wszystkim w krajach o rozwiniętym rynku kapitałowy. Historyczne rekordy w ostatnim kwartale osiągnęły m.in. amerykańskie indeksy S&P500, NASDAQ100 i Dow Jones Industrial oraz niemiecki DAX, a wyraźnie zbliżają się do niego brytyjski FTSE 100, francuski CAC40 i japoński Nikkei 225. Warto nadmienić, iż biorąc pod uwagę półroczną stopę zwrotu, WIG stał się w drugim kwartale 2021 r. europejskim liderem.

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

## Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce od początku 2019 r. (31.12.2018 = 100)



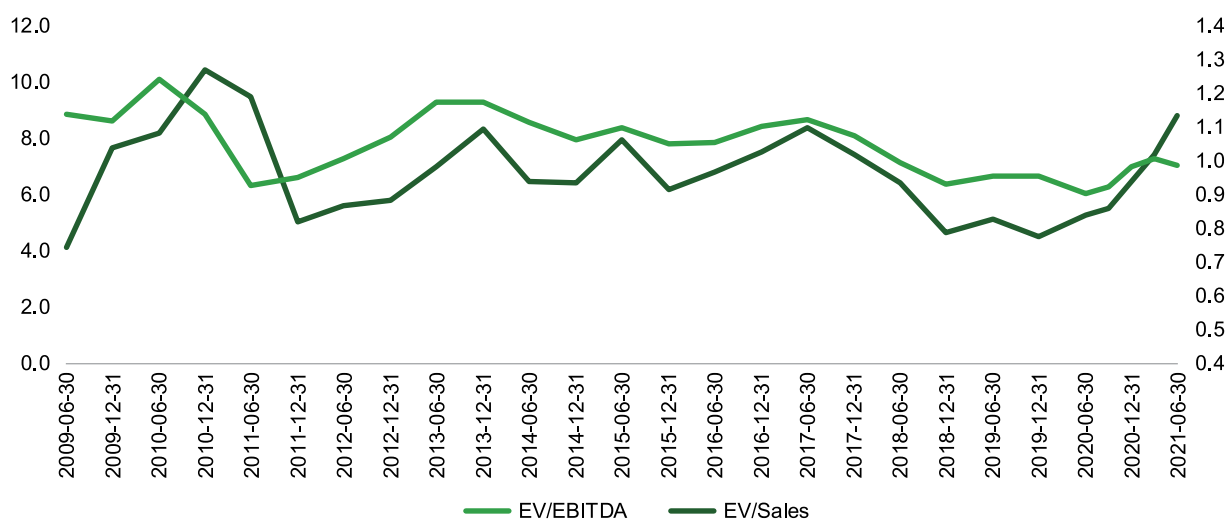
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl

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 w tym okresie wyraźnemu zwiększeniu. Natomiast na koniec czerwca 2021 r. mediana wskaźnika EV/EBITDA dla spółek z indeksu WIG wyniosła 7,05x, co oznacza spadek w stosunku do marca 2021 r., kiedy wskaźnik wynosił 7,29x. Jeszcze we wrześniu 2020 r. odnotowano ok. 6,05x i był to najniższy poziom od połowy 2008 r. W przypadku mnożnika EV/S (stosunek Enterprise Value do przychodów) zaobserwowano znaczący wzrost w stosunku do poprzednich miesięcy. Obecna wartość 1,14x, wyższa od 1,02x odnotowanego na koniec marca 2021 r., oznacza znaczne odbicie w stosunku do pandemicznego dołka i jest mnożnikiem najwyższym od połowy 2011 r. Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec drugiego kwartału 2021 r. 8,43x. Oznacza to, że za jedną złotówkę zysku netto inwestorzy płacili na polskiej giełdzie średnio 8,43 PLN. Wartość ta jest zbliżona do odnotowanej na koniec 1Q 21 r. (8,70x) oraz wyższa od średniej z 2020 r. (7,05x). Mnożniki zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) sugerują utrzymywanie się atrakcyjnych poziomów wycen na GPW na tle ich historycznych wartości.

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

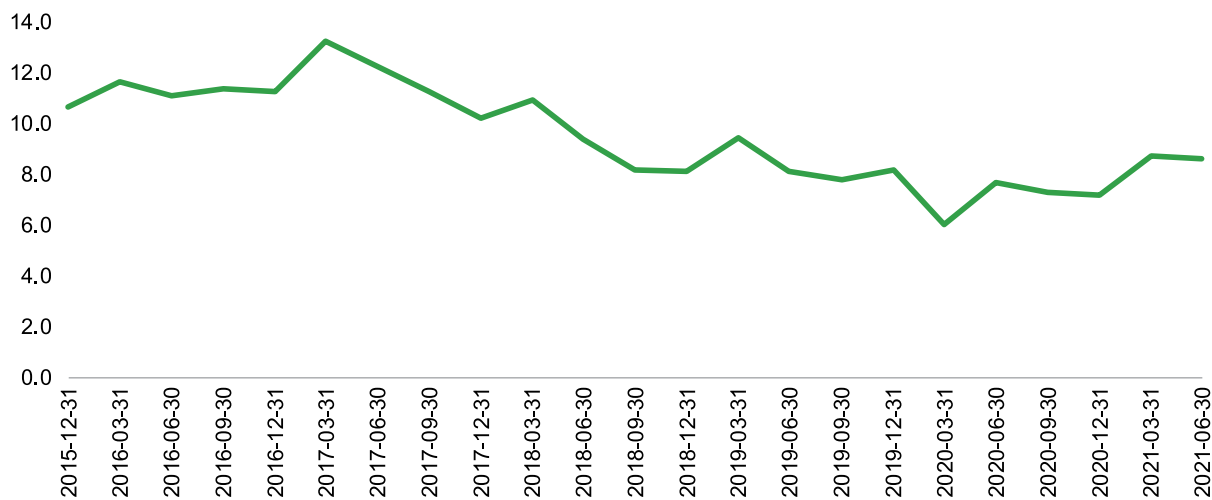
Przy kalkulacji wartości ww. wskaźników brano pod uwagę wyniki LTM (Last twelve months, z ostatnich 12 miesięcy sumarycznie), wartości Enterprise Value na podstawie najnowszych danych bilansowych oraz wskaźnik zysku na akcję z wyłączeniem ujawnionych transakcji nadzwyczajnych.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

## Mediana mnożników giełdowych na GPW – P/E



# Ryzyko spółki z dominującym kontrahentem

Przedmiotem akwizycji lub wyceny przedsiębiorstwa bywają często spółki prowadzące działalność w oparciu o długoterminowy kontrakt z klientem, będącym dominującym lub nawet jedynym odbiorcą wytwarzanych produktów lub świadczonych usług. Może wiązać się to z transakcją w ramach integracji pionowej lub innych zmian właścicielskich, jak choćby w przypadku braku sukcesji i sprzedaży przedsiębiorstwa. W takiej sytuacji kluczowym aspektem decydującym o wartości spółki będzie ocena trwałości relacji z kluczowym klientem i utrzymania realizowanego kontraktu w kolejnych okresach. Ryzyko wypowiedzenia lub naruszenia zapisów takiej umowy pochodzi oczywiście od kontrahenta, a pewne jego cechy mogą je zwiększać lub zmniejszać prawdopodobieństwo zakończenia współpracy czy renegotjacji warunków. Poniżej przedstawiamy czynniki, które sprzyjają odbiorcy lub mogą negatywnie wpłynąć na relacje w ramach umowy. Podobna sytuacja może występować w przypadku uzależnienia od dostawcy, przykładowo w relacji dystrybutor – właściciel marki.

Istotnym aspektem będzie z pewnością dysproporcja w rozmiarze obu podmiotów. Duży gracz może wywierać presję na dostawcę, a nawet dopuszczać się złamania zapisów umowy, wiedząc, że z drugiej strony nie będzie odwetu. Jednym z powodów może być brak środków na drogie postępowanie sądowe, ale przede wszystkim obawa przed utratą zbytu i przychodu. Ryzyko jest podwyższone w przypadku występowania w przeszłości sytuacji naruszania umów przez kontrahenta w stosunku do innych dostawców. Jeżeli dostawcy lub administracja państwowa nie pociągnęli go do odpowiedzialności w analogicznej sytuacji, klient może czuć się bezkarny i powielać podobne zachowania wobec innych partnerów. Niebezpieczeństwo zwiększa się także w przypadku podobnych zachowań ze strony innych dominujących graczy w danym sektorze.

Duże znaczenie będzie odgrywać sytuacja u samego kontrahenta. Jeśli dochodzi tam do zmiany właściciela, w szczególności jeśli pojawia się inwestor finansowy, presja wobec zarządu na poprawę wyników może się zintensyfikować, co wymusi renegotjację warunków handlowych na wszystkich frontach. Nawet samą perspektywę zmian właścicielskich należy postrzegać jako czynnik zagrożenia dla dostawcy. Nowy właściciel może ujednolicić politykę zakupową, wykorzystać swoją siłę przetargową, zastąpić dotychczasowych dostawców swoimi partnerami handlowymi, czy też może posiadać własne zasoby i w ogóle nie będzie już potrzebował zewnętrznego dostawcy. Podobnie zmiana zarządu może skutkować działaniami optymalizującymi ze względu na chęć wykazania się przez nowe kierownictwo i doprowadzenia do poprawy wyników finansowych zarządzanej przez nich spółki.

Lojalność w utrzymaniu warunków kontraktowych teoretycznie będzie większa w sytuacji, gdy decyzyjność pozostaje w gestii wąskiego grona osób czy jedynego właściciela lub prezesa. Jeśli władza jest rozproszona i istnieje wiele kanałów wywierania wpływu na jednostkę, zwiększa się szansa na przeforsowanie zmian przez grupy nacisku lub konkurentów. Podobnie będzie, gdy klient jest tylko jednostką zależną dużej korporacji, w której kluczowe decyzje zapadają centralnie. Ważną rolę może odgrywać także reputacja klienta i jego postrzeganie przez społeczeństwo, co nabiera znaczenia przede wszystkim w przypadku marek konsumenckich. Takie firmy unikają zagrożenia czarnym PR w mediach, by nie utracić zaufania konsumentów.

Oczywiście wrażliwość na omawiane ryzyko zależy również od samego dostawcy. Jeśli zdarzać się będą problemy techniczne, reklamacje, niezrealizowane dostawy, klient nie będzie miał innego wyjścia, jak poszukać zastępcy. Podobnie postąpi w przypadku pojawienia się nowszej, lepszej bądź tańszej alternatywy dla oferowanego produktu lub usługi. Nacisk lub groźba zakończenia współpracy będą

# Ryzyko spółki z dominującym kontrahentem

też skuteczne ze strony klienta, gdy dostawca jest od niego finansowo uzależniony lub znajduje się w trudniejszej sytuacji płynnościowej, czy zwiększonego ryzyka naruszenia kowenantów bankowych. Należy po prostu nie dopuszczać do takich sytuacji, by nie dawać szansy na wykorzystanie słabości dostawcy na korzyść klienta.

Istnieją również inne sposoby zabezpieczania się przed utratą ważnego klienta. Przede wszystkim będzie to posiadanie technologii lub know-how zastrzeżonego i chronionego patentami. Trudno jest zastąpić produkt o wysokiej jakości, niedostępny lub trudno dostępny od innych oferentów. Sposobem obrony może być także budowanie lojalności klienta końcowego wobec tego produktu lub komponentu. Przykładem może być procesor Intela, który dąży do budowania więzi z końcowym odbiorcą, by ten oczekiwał ich obecności w końcowym produkcie. Wtedy ciężko będzie uniknąć współpracy z takim dostawcą. Wymaga to oczywiście promowania swojego produktu i stworzenia marki lub przynajmniej silnego pozytywnego postrzegania przez odbiorców w branży.

Ryzyko jest mniejsze w przypadku produktów lub komponentów o niewielkiej jednostkowej wartości oraz niewielkiej wadze w strukturze kosztów odbiorcy, ponieważ ewentualna zmiana warunków współpracy nie wpłynie istotnie na wyniki klienta. Raczej poświęci on czas na negocjacje z największymi dostawcami. Pozytywny wpływ będzie mieć również silne pozycjonowanie w łańcuchu wartości i znaczenie dla produktu końcowego. Np. w przypadku dostawców części do samochodów o wiele większe znaczenie będą mieć elementy układu hamulcowego niż będąca częścią wyposażenia apteczka samochodowa. Na korzyść dostawcy działa również trudność w zbudowaniu dużego zapasu, który byłby niezbędny na okres przejściowy w przypadku wymiany dostawców. Dotyczy to usług oraz dóbr o wysokiej wartości, nietrwałych, drogich w przechowywaniu i ubezpieczeniu.

Na korzyść dostawcy będzie wpływać czas trwania współpracy. Im jest on dłuższy, tym większe szanse na jej kontynuację. Zrywanie długoterminowej relacji i zastępowanie partnera nowym nikomu nie służy, jeśli nie ma ku temu silnych przesłanek finansowych lub operacyjnych. Ryzyko wypadnięcia z łańcucha dostaw klienta zmniejsza się także, gdy dostawców jest mało. Skutkiem takiej sytuacji byłoby nadmierne uzależnienie klienta od pozostałych dostawców, co nie sprzyjałoby jego pozycji strategicznej.

Utrata dominującego kontraktu w przypadku dużej koncentracji sprzedaży może zagrozić kontynuacji działalności spółki i jest niezwykle ważnym czynnikiem ryzyka dla oceny przyszłości spółki oraz oszacowania jej wartości. Dlatego ważne jest, by na podstawie m. in. powyższych aspektów określić stopień zagrożenia i uwzględnić go w decyzji odnośnie ewentualnego zakupu spółki o takiej charakterystyce oraz w określeniu potencjalnej ceny transakcyjnej. Weryfikacja ta pozostaje jednak w sferze bardziej jakościowej niż ilościowej, a także będzie zawsze miała subiektywny charakter.



# 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 5,99%.**

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

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

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 prezentujemy 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 1,68%. 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 4,31%. Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 5,99%.

Warty odnotowania jest ostatni wzrost stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko wobec poprzedniego kwartału. W drugim kwartale 2021 r. zaobserwowano wzrost rentowności obligacji skarbowych o 0,1 p.p. (co przełożyło się na wzrost stopy wolnej od ryzyka), oraz wzrost premii za ryzyko rynkowe o 0,09 p.p. Sama premia za ryzyko plasuje się na historycznie niskich poziomach, co może 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 1,68%),

$\beta$  – współczynnik beta,

$MRP$  – rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,31%).

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),

$\beta$  – współczynnik beta,

MRP – rynkowa premia za ryzyko,

$\alpha$  – 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 0,92% (vs. 1,10% na koniec 1Q 2021 r.). Dla waluty EUR będzie to -0,24% (vs. -0,29%), a dla USD jest na poziomie 1,44% (vs. 1,75%). Kierunek zmian świadczy m.in. o wyhamowaniu oczekiwań co do wzrostu poziomu stóp procentowych.

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 ( $\beta$ ) wyznaczona jest przez korektę bety aktywów ( $\beta_A$ ) 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 30.06.2021 r.

Parametr	Wartość	Parametr	Wartość
$r_{JPL}$	1,68%	MRP	4,31%
$r_f$		Kapitał własny do (mln USD)	$\alpha^*$
PLN	0,92%	1 132	0,9%
EUR	-0,24%	779	1,5%
USD	1,44%	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	Szpital / 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](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

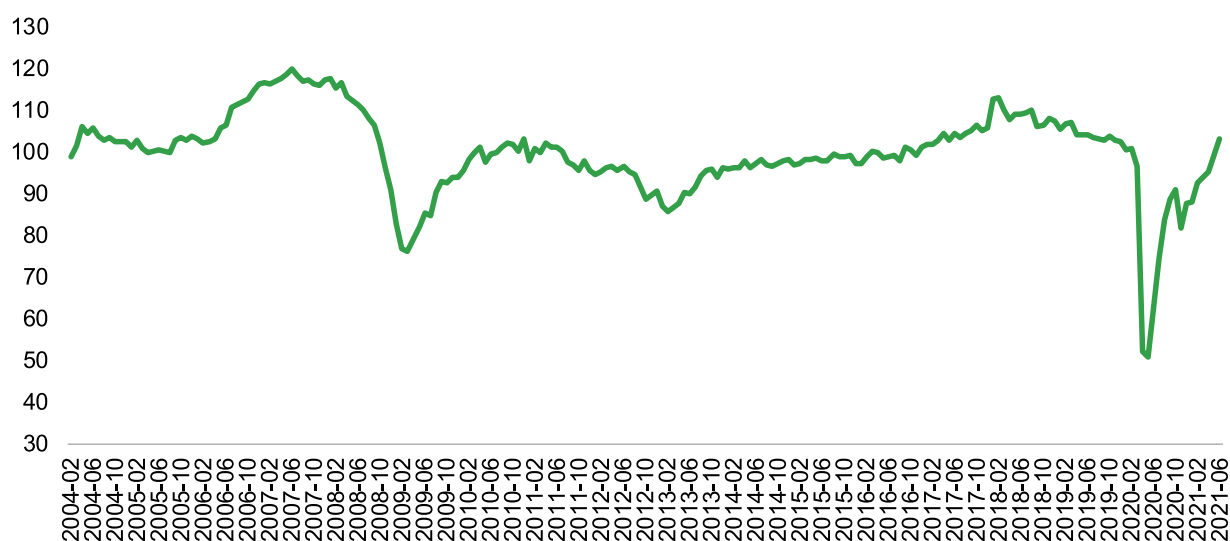
Jest on prezentowany od stycznia 2011 r., przy czym zawiera szeregi od stycznia 2004 r. Do budowy ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury gospodarczej dla poszczególnych rodzajów działalności wykorzystywane są zestandaryzowane wskaźniki proste wyrównane sezonowo, pochodzące z badań koniunktury gospodarczej: 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



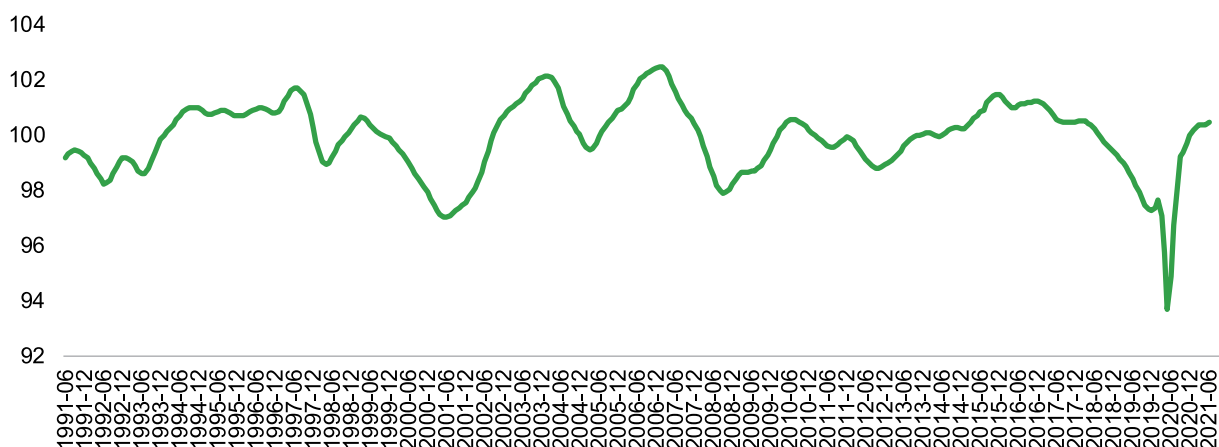
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

# 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



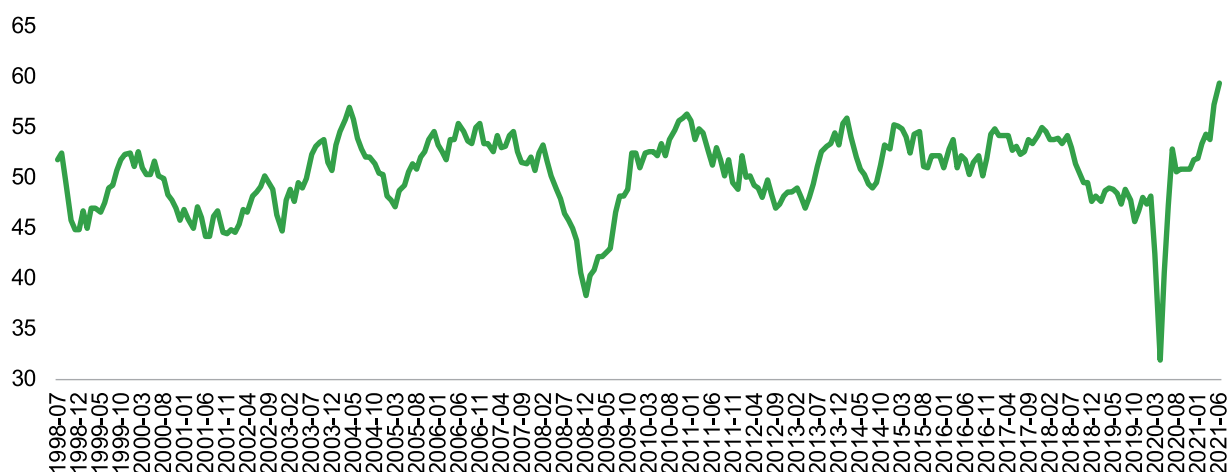
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

# 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



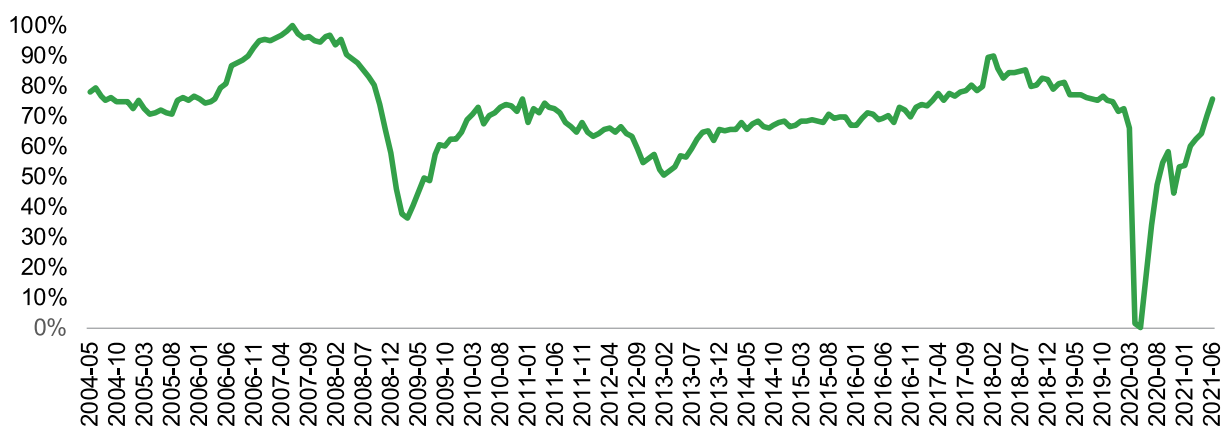
Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze [stooq.pl](http://stooq.pl)

# 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**



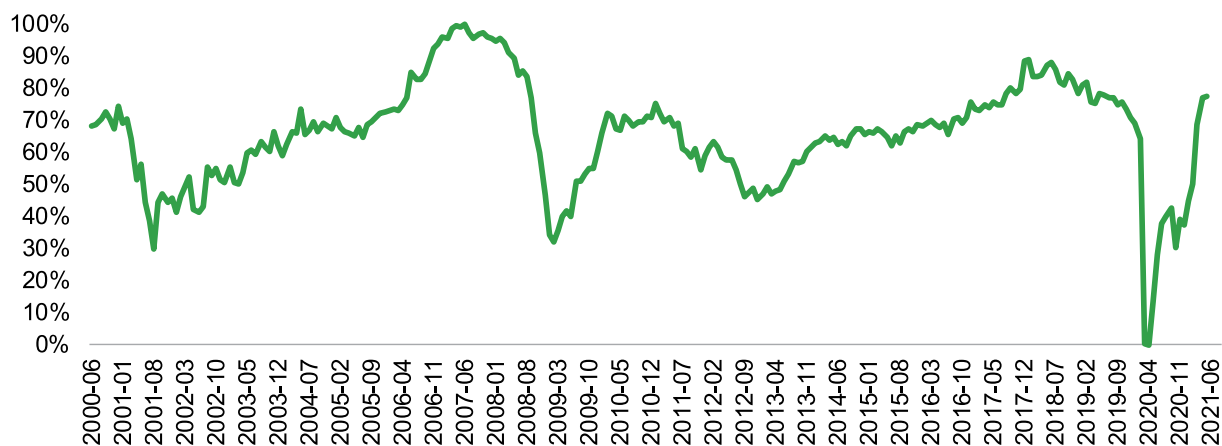
**Composite Leading Indicator (CLI) znormalizowany**



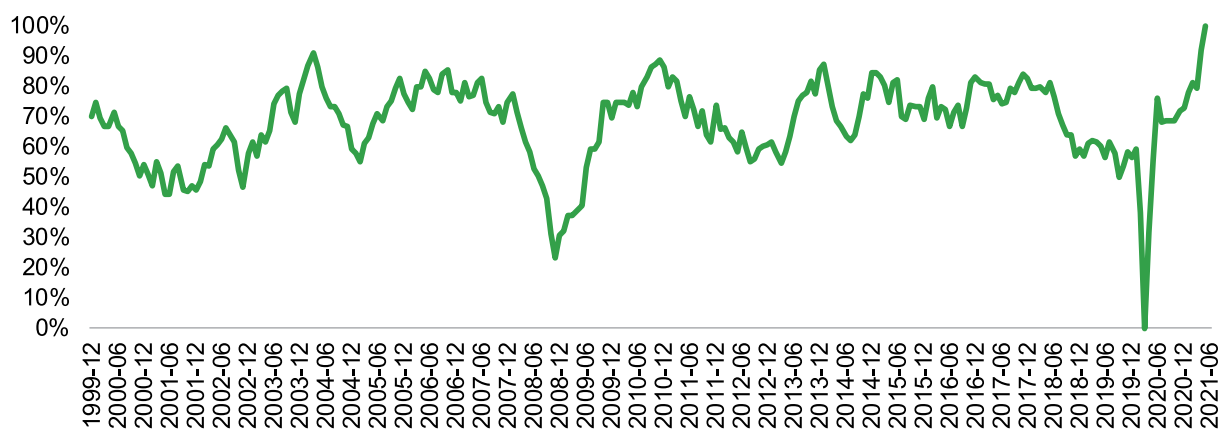
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA

# 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 Legal Poland.

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 Legal Poland są wyłącznymi reprezentantami sieci Baker Tilly International w Polsce.

[www.bakertilly-tpa.pl](http://www.bakertilly-tpa.pl)

## Kontakt:

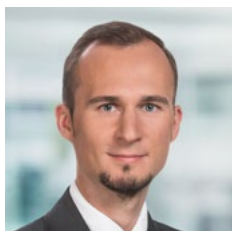


### **Krzysztof Horodko**

Partner zarządzający

[krzysztof.horodko@bakertilly-tpa.pl](mailto:krzysztof.horodko@bakertilly-tpa.pl)

Tel.: +48 603 935 516



### **Tomasz Manowiec, CFA, FCCA**

Dyrektor

[tomasz.manowiec@bakertilly-tpa.pl](mailto: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 Legal Poland.*



## **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 Legal Poland są nazwami handlowymi odpowiednio TPA Sp. z o.o. Sp.k. oraz Baker Tilly Woroszyńska Gajda 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.