

Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

STYCZEŃ 2022

Now, for tomorrow

Spis treści

Baker Tilly TPA Index	5
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny	9
Inflacja a sprawozdanie finansowe	16
Czy akcje zabezpieczają przed inflacją?	19
Metoda kalkulacji ceny nabycia w transakcjach M&A	21
Koszt kapitału własnego – ile wynosi?	25
Załącznik – Opis wskaźników koniunktury	32
O Baker Tilly TPA	37

Szanowni Państwo!

Przedstawiamy szóste 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 **niewielką poprawę w stosunku do poprzedniego kwartału** oraz utrzymującą się wysoką aktywność w gospodarce, **zapowiadającą 6,5–7,0% wzrostu PKB w IV kwartale 2021 r.**
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w IV kwartale 2021 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. W ostatnim kwartale **liczba zrealizowanych transakcji utrzymywała się na historycznie niskich poziomach, a indeksy giełdowe oraz mnożniki wyceny nieco spadły.**
- 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 **7,91%**.
- W bieżącej edycji, oprócz kolejnego wydania naszego indeksu **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, przybliżamy mechanizmy ustalania ceny transakcyjnej w procesie akwizycji oraz prezentujemy analizę wpływu inflacji na sprawozdania finansowe. Rozważamy również skuteczność inwestowania na rynku akcji w warunkach podwyższonej inflacji.

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

Z poważaniem

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

Tomasz Manowiec, CFA, FCCA
Dyrektor

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym? Na co wskazuje Baker Tilly TPA Index?

Galopująca inflacja,
podwyżka stóp procentowych,
rosnące ceny energii i gazu

Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,80

W III kwartale
2021 r.

0,76

Kondycja gospodarcza utrzymuje się na bardzo dobrym poziomie, szczytowym dla historycznych cykli.

Wartość kosztu kapitału
własnego w Polsce

IV kwartał 2021 r.

7,91%

III kwartał
2021 r.

6,99%

Aktywność transakcyjna

Kontynuacja trendu spadkowego

IV kwartał 2021 r.

33

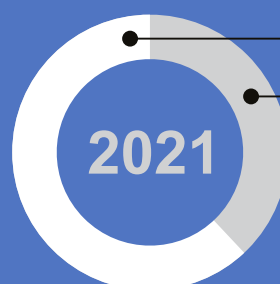
III kwartał
2021 r.

32

Średnia liczba transakcji
przeprowadzanych
kwartalnie z ostatnich
trzech lat

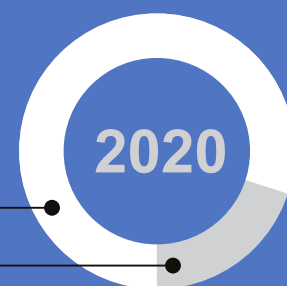
75

Struktura nabywców
w sfinalizowanych umowach



80 podmioty
polskie

20 podmioty
zagraniczne



Najbardziej aktywne branże
w transakcjach M&A

Spółki technologiczne

Podmioty przemysłowe

Usługi

Produkty konsumenckie

Wycena na GPW
EV/EBIDTA

Grudzień 2021 r.

6,32x

Wrzesień
2021 r. 6,94x

EV/Sales

Grudzień 2021 r.

1,00x

Wrzesień
2021 r. 1,06x

Baker Tilly TPA Index

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Z odczytów wskaźników makroekonomicznych wynika, że w ostatnim kwartale 2021 r. koniunktura gospodarcza w Polsce była bardzo korzystna. Wszystkie obserwowane przez nas wskaźniki powiększały swoje odczyty w stosunku do września. W efekcie wartość Baker Tilly TPA Index również wzrosła do poziomu 0,80 w stosunku do 0,76 na koniec poprzedniego kwartału. Oznacza to, że kondycja gospodarcza w naszym kraju utrzymuje się na bardzo dobrym poziomie, szczytowym dla historycznych cykli. Trzy z czterech branż pod uwagę przez nas wskaźników zanotowały poziomy najwyższe od kilku lat, nieobserwowane od czasu rozpoczęcia pandemii COVID.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA

Po rekordowym II kwartale, kiedy wzrost PKB sięgnął 11%, III kwartał wykazał już znacznie mniejszą dynamikę (5,3%), na co wskazywaliśmy w naszym poprzednim wydaniu. Oczekiwania odnośnie do czwartego kwartału wskazują na ponad 6% wzrostu PKB r./r., co zgadza się z naszym Indexem, implikującym ok. 7% wzrostu w tym okresie. Brak wyłączeń w gospodarce, a jedynie pewne ograniczenia nakładane na wybrane branże pozwoliły realizować wysokie poziomy sprzedaży, czemu sprzyjał silny popyt wewnętrzny, pozytywnie zaskakujący odczytami

w ostatnich miesiącach ubiegłego roku. Wpływ pandemii na przedsiębiorstwa nie zmienił się istotnie i większość firm ankietyowanych przez GUS określa go jako nieznaczny lub żaden, choć kwestia niepewności nadal odgrywa znaczącą rolę w zarządzaniu. Na pewno pandemia jest niezmiennie najbardziej odczuwana w sektorze zakwaterowania i gastronomii, w mniejszym stopniu w handlu detalicznym, choć wszystkie branże borykają się z problemem braku pracowników z powodu kwarantanny, choroby lub urlopu opiekuńczego.

Dominującym tematem stały się obecnie pośrednie konsekwencje pandemii, jakimi są zaburzenia w łańcuchach dostaw oraz brak pracowników, jak również wciąż zaskakująca swoim tempem inflacja, które łącznie odpowiadają za wzrost kosztów prowadzenia działalności. Są to główne czynniki podawane jako bariery ograniczające działalność, szczególnie w sektorach budownictwa, motoryzacji oraz innych działów przemysłu. Pogorszyły się również oceny perspektyw na najbliższe miesiące pod

kątem wpływających zamówień oraz realizowanej sprzedaży. W większości sektorów planowane jest ograniczenie zatrudnienia, przy czym częściowo może to być tłumaczone efektem sezonowości, jak choćby w budownictwie lub handlu. Nie zagraża to jednak rynkowi pracy, ponieważ mamy do czynienia z rynkiem pracownika. Stopa bezrobocia znajduje się obecnie na poziomach bliskich rekordowo niskich odczytów z początku 2020 r. i wynosi 5,4% według GUS oraz 3,0% według Eurostatu.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index na tle dynamiki PKB Polski

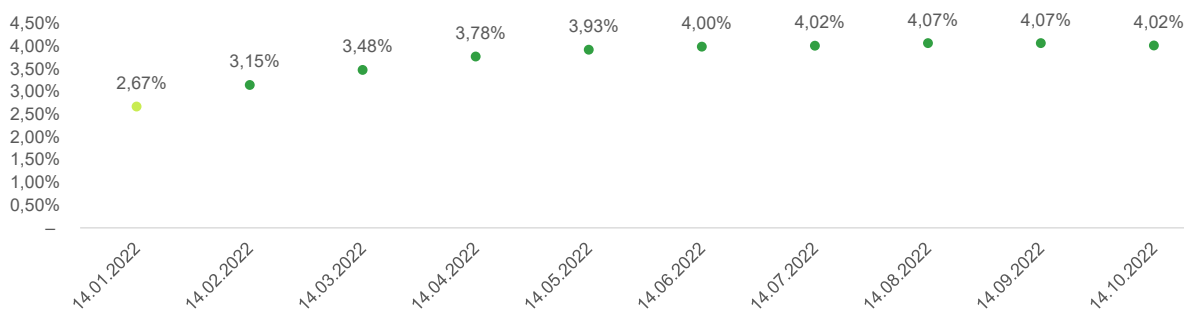


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS

Ostatnie trzy miesiące zmieniły nieco optykę na przyszłość. Wysoki poziom inflacji, dynamiczny wzrost stóp procentowych, a także niespotykany w przeszłości wzrost cen rynkowych energii i gazu mogą mocno pogorszyć kondycję przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wszystkie te czynniki wpływają na ograniczenie rentowności firm oraz zasobności portfela konsumentów. Co więcej, konsekwencje tych zdarzeń będą odczuwalne dopiero w najbliższych miesiącach po aktualizacji oprocentowania kredytów oraz cenników u producentów lub dostawców usług. W wielu przypadkach mogą one zagrazić kontynuacji działalności lub

wymusić znaczące podwyżki cen, prowadzące do przedłużania okresu podwyższonej inflacji, a zatem do jeszcze wyższych stóp procentowych. Może to oznaczać nieco gorszy czas dla polskiej gospodarki i spowolnienie wzrostu PKB w trakcie 2022 r., choć na razie oczekiwania rynkowe wskazują na wciąż dobrą dynamikę rzędu 4–5% w skali całego roku. Wydaje się jednak, że w przeciwieństwie do 2021 r., w tym roku możemy obserwować obniżki prognoz tego parametru.

Prognoza stawki WIBOR 3M na podstawie kontraktów FRA (forward rate agreement)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie kwotowań z Reuters, stan na 14.01.2022 r.

Pojawia się zatem duża niepewność odnośnie do perspektyw na przyszłość, która często pozwala eksplorować okazje rynkowe, zarówno w kontekście operacyjnym, jak i inwestycyjnym. Mnożniki wyceny na polskiej giełdzie są na historycznie niskich poziomach (o czym piszemy niżej), czego efektem jest zwiększona liczba wezwań. Wyższy koszt pieniądza może prowadzić do zmniejszenia konkurencji w walce o ciekawe aktywa i pozwolić na atrakcyjne

zakupy podmiotom o silnej pozycji finansowej. Będzie to jeszcze bardziej odczuwalne po kolejnych podwyżkach stóp procentowych, które mają doprowadzić stopę bazową do 4%, zgodnie z obecnymi ścieżkami wynikającymi z kwotowań instrumentów na rynku stopy procentowej. Na to nakłada się jeszcze zagrożenie wynikające z rozprzestrzeniania się nowego wariantu wirusa. Dlatego zwiększona ostrożność w decyzjach biznesowych z pewnością jest wskazana.

Jak czytać Baker Tilly TPA Index

Faza cyklu gospodarczego ma bardzo duże znaczenie dla procesów decyzyjnych i strategicznych, ponieważ oddziałuje na wiele obszarów funkcjonowania uczestników rynku. Ocena obecnej fazy wpływać będzie na odpowiedź na wiele pytań. Czy jest to dobry moment na inwestycje, czy nadchodzi spowolnienie i lepiej zachować ostrożność? Czy jest to właściwy czas na sprzedaż działalności lub spółek ze względu na prosperującą gospodarkę?

A może jest to odpowiedni czas na kupno innych przedsiębiorstw w okresie gorszej koniunktury? Również inwestycje portfelowe najlepiej zwiększać w czasie dekonunktury i spieniężać w szczycie cyklu. Aspekty te są istotne dla przedsiębiorców, zarządów spółek, działów finansowych, inwestorów, ale też audytorów czy doradców. Odpowiedź na pytanie o stan gospodarki nie jest łatwa i nigdy nie będzie jednoznaczna, ponieważ wpływa na nią olbrzymia liczba czynników, a także może on zostać zaburzony zdarzeniami niedającymi się przewidzieć (jak np. pandemia COVID-19). Jednak są wskaźniki, które mają na celu wskazanie stanu gospodarki i kierunku jej rozwoju na najbliższą przyszłość. Na ich podstawie można podjąć próbę określenia fazy cyklu gospodarczego oraz jego punktów zwrotnych.

Jest wiele publikacji określających stan koniunktury – przedstawiają je instytucje publiczne, organizacje branżowe oraz inne podmioty prywatne. W przypadku Polski za najbardziej istotne i wiarygodne, a jednocześnie powszechnie dostępne, uznaliśmy dane publikowane przez OECD (wskaźnik CLI), Komisję Europejską (wskaźnik ESI), GUS (ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej), a także indeks PMI przemysłu. Zebranie tych wskaźników uznaliśmy za wartościowe, gdyż nie wszystkie z nich są na bieżąco obserwowane przez podmioty gospodarcze, a mają one duże znaczenie dla podejmowania długoterminowych

decyzji ekonomicznych. Aktualna wartość tych wskaźników prezentowana jest przez ich dostawców w każdym miesiącu. W niniejszej publikacji, którą aktualizujemy w cyklu kwartalnym, dokonujemy podsumowania aktualnych odczytów wymienionych wskaźników, jak również ich agregacji do jednego indeksu określającego uśrednione wskazanie fazy cyklu koniunkturalnego. Szczegóły dotyczące wyznaczania wartości zagregowanej wskaźnika przedstawione zostały poniżej, a opis wykorzystanych wskaźników znajduje się w załączniku.

Ponieważ wskaźniki te przyjmują wartości w różnym stopniu oscylujące wokół 100 lub 50, ich bieżąca wartość może nie być jednoznaczna w interpretacji dla wszystkich odbiorców bez analizy odczytów w długim terminie. Trudno bowiem określić, czy obecny poziom oznacza dobry, czy bardzo dobry stan gospodarki lub analogicznie – słaby czy bardzo słaby stan koniunktury. Dlatego postanowiliśmy 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 znajdują się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla czterech wskaźników, która zawsze będzie zawierać się w przedziale od 0 do 1.

Analiza przeszłych wskazań naszego indeksu pozwala wyznaczyć poziomy powyżej 0,75 jako implikujące szczyt cyklu koniunkturalnego, natomiast poniżej 0,5 jako odczyty recesyjne lub znacznego spowolnienia w aktywności gospodarczej. Dodatkowo kierunek zmian następujących w kolejnych miesiącach pozwala analizować trendy w koniunkturze gospodarczej oraz podejmować próbę określenia punktów zwrotnych cyklu.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

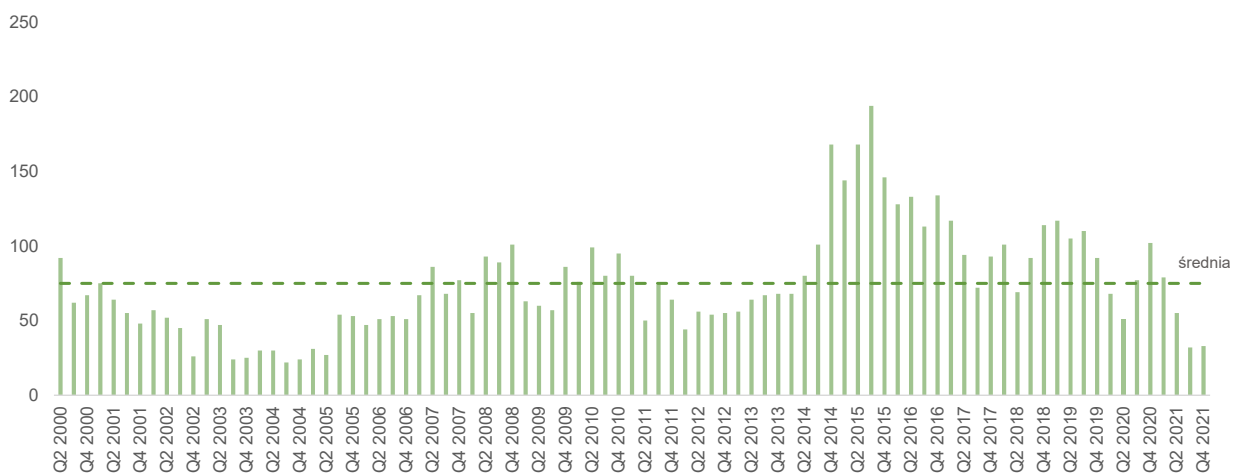
Aktywność transakcyjna w Polsce w IV kwartale 2021 r. wykazała poziom podobny jak w III kwartale 2021 r., czyli była na historycznie niskim poziomie. Według zebranych przez nas danych z serwisu Reuters w ciągu trzech miesięcy miały miejsce zaledwie 33 transakcje dotyczące podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Jest to wartość ponad dwukrotnie niższa od średniej z ostatnich trzech lat (ok. 75 transakcji kwartalnie).

Wynik ten potwierdza zahamowanie wysokich poziomów aktywności obserwowanych na przełomie lat 2020 i 2021. Ostatni kwartał był pod względem transakcji, z wyłączeniem III kwartału 2021 r., najsłabszy od ponad 15 lat – ostatni raz poziom około 30 transakcji w kwartale obserwowany był w 2005 roku. Przyczyną bardzo niskiej liczby transakcji może być niepewność co do sytuacji makroekonomicznej. Sprzyjające w kontekście negocjacji cen zakupu nie są obecne warunki podwyższonej inflacji oraz zawirowania w łańcuchach dostaw. Także wciąż obecne wysokie ryzyko i utrudnienia związane z pandemią stanowią przeszkodę w prowadzeniu procesów, mimo zniesienia większości obostrzeń i trwającej akcji szczepień. Pojawiające się nowe mutacje wirusa

Sars-Cov-2 oraz ich gospodarcze i społeczne następstwa stanowią kolejną przeszkodę w prowadzeniu swobodnej działalności, również na rynku M&A.

Nie podajemy łącznej wartości przejęć i mnożników związanych z transakcjami prywatnymi ze względu na niepełną ich dostępność – dla większości transakcji prywatnych wartość płatności nie jest ujawniana. Dodatkowo postrzegamy dostępne dane jako mało wiarygodne z perspektywy zewnętrznego odbiorcy, ponieważ umowy zawierają często dodatkowe zapisy, wypłaty i struktury, które bez szczegółowej znajomości warunków transakcji nie pozwalają na pełną ocenę.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

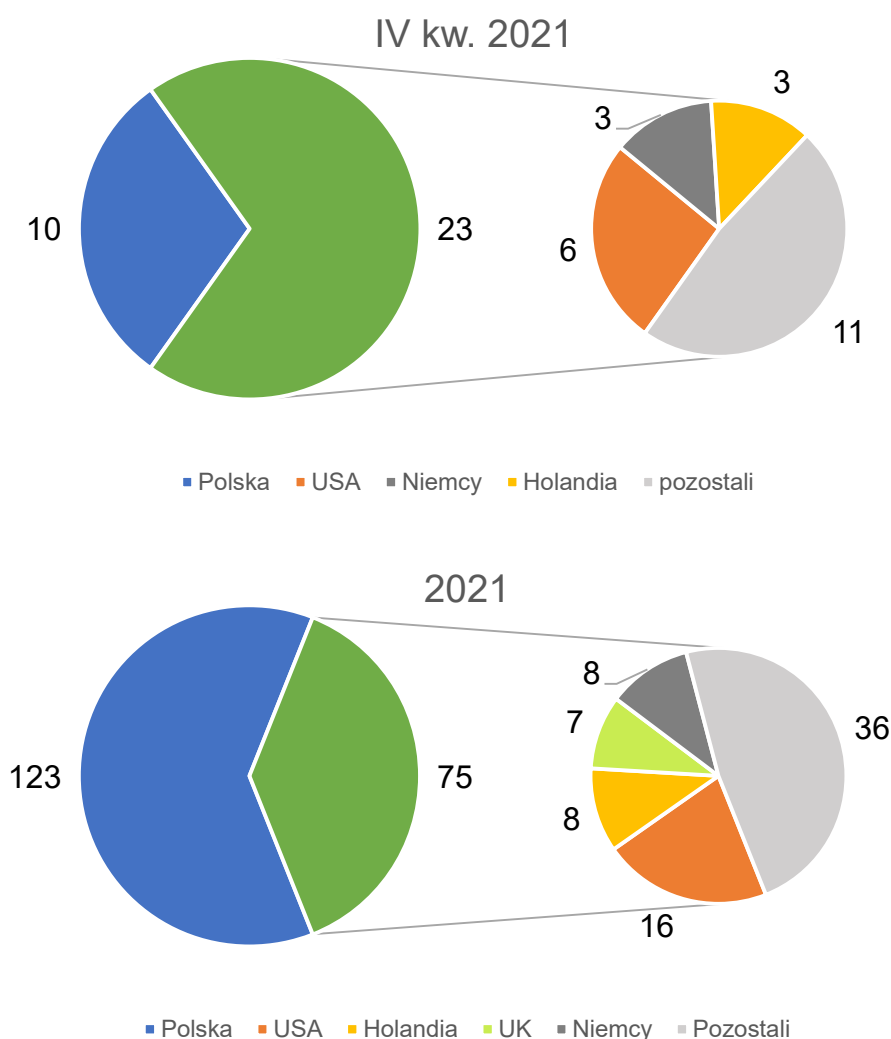
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Geograficzna struktura nabywców w IV kwartale 2021 r. miała niestandardowy dla naszego rynku rozkład. Podczas gdy historycznie średnio w latach 2000–2021 ok. 2/3 przejmujących stanowiły firmy polskie, w IV kwartale 2021 r. 70% nabywców reprezentowało kapitał zagraniczny, a 30% pochodzący z Polski. Dla kontrastu, w III kwartale 2021 r. inwestorzy krajowi stanowili 61% ogółu, a w 2020 r. proporcje ukształtowały się na poziomie 80/20. Pomimo spadku aktywności M&A ogółem, potwierdził się

trend z zeszłego kwartału, wskazujący, iż kapitał zagraniczny powrócił do inwestowania w Polsce.

Wśród obecnych graczy spoza Polski dominowały podmioty z USA (6 transakcji) oraz zarejestrowane w Niemczech i Holandii (po 3 transakcje). Poza tym po jednej transakcji przeprowadziły firmy z Wielkiej Brytanii, Luksemburga, Szwecji, Francji, Czech, Litwy, Chin i Irlandii. W przypadku 3 transakcji nie wskazano kraju pochodzenia inwestora.

Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w IV kwartale 2021 r. w porównaniu z całym 2021 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w IV kwartale 2021 r., podobnie jak w całym 2021 r. oraz 2020 r., najwięcej było transakcji w sektorze technologii, które odpowiadały za 15% transakcji ogółem. Również 15% udział odnotowały sektory usług i produktów konsumenckich oraz przemysłu. W dalszej kolejności 12% transakcji miało miejsce w sektorze mediów (co

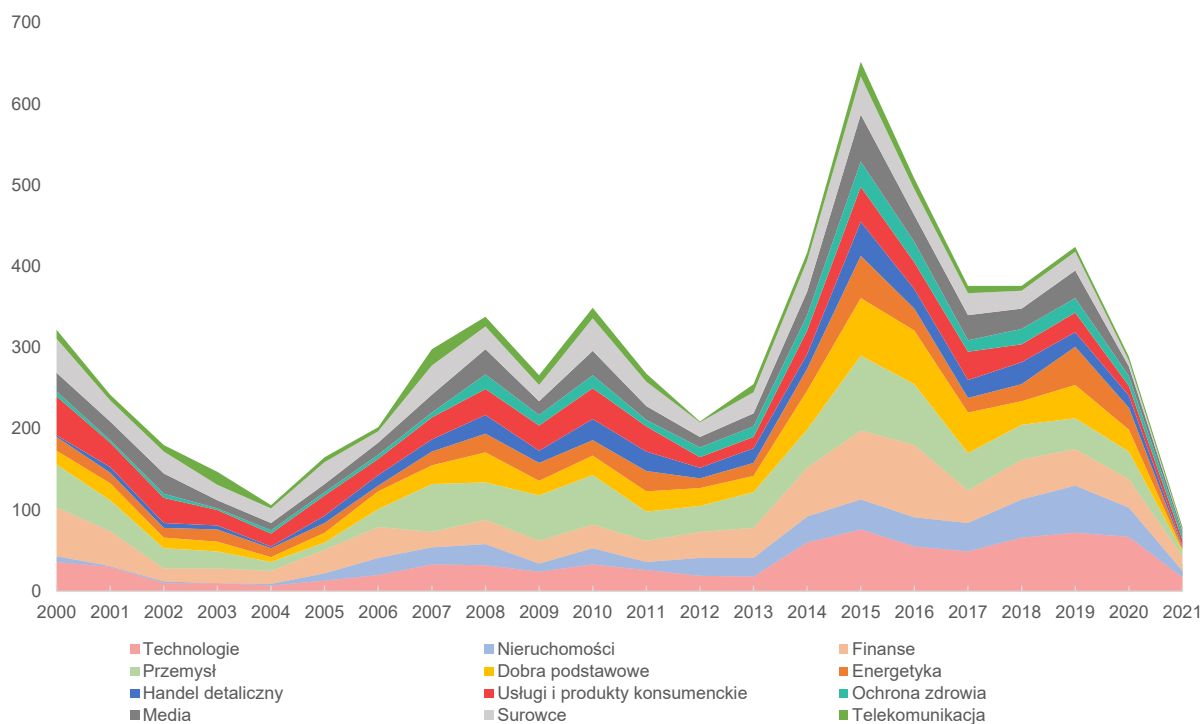
stanowi odchylenie od historycznych wartości, znajdujących się w zakresie ok. 4–8%). Około 9% transakcji zarejestrowano w sektorach dóbr podstawowych oraz w nieruchomościach. W pozostałych sektorach zanotowano jedynie 1 lub 2 transakcje, natomiast w telekomunikacji nie zaobserwowano żadnej fuzji lub przejęcia.

Podział transakcji ze względu na sektory

	IV kw. 2021	2021	2020	2000–2021
Dobra podstawowe	9%	4%	4%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	15%	10%	9%	9%
Energetyka	6%	6%	9%	7%
Finanse	6%	15%	12%	13%
Ochrona zdrowia	3%	6%	4%	4%
Technologie	15%	22%	23%	12%
Przemysł	15%	11%	12%	14%
Surowce	6%	2%	2%	9%
Media	12%	8%	4%	8%
Nieruchomości	9%	10%	12%	7%
Handel detaliczny	3%	4%	5%	5%
Telekomunikacja	–	4%	2%	3%
Łącznie transakcji	33	199	292	6591

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2000–2021



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Powyższy wykres ukazuje zmiany w wielkości liczby transakcji na przestrzeni lat 2000–2021 w podziale na sektory. Zauważalny jest, potwierdzony również w 2021 r., rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze technologicznym

i nieruchomości. Stały, dość wysoki udział mają sektory finansowe i przemysł. Ich średni udział w 2021 r. wyniósł odpowiednio ok. 15% i 11%. Największy spadek zaobserwowano w przypadku sektorów dóbr konsumenckich oraz surowcowym.

Wyceny na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

W IV kwartale 2021 r. odwróciła się tendencja dynamicznych wzrostów wycen spółek notowanych na GPW. Po raz pierwszy od hossy rozpoczętej po załamaniu związanym z pierwszym lockdownem i zamknięciem gospodarki główne indeksy odnotowały kwartalne spadki. Po tym jak w I kwartale 2021 r. wróciły do poziomów obserwowalnych przed marcem 2020 r., a w III kwartale 2021 r. ustanowiły lub zbliżyły się do swoich historycznych rekordów, nastąpiła kilkuprocentowa korekta.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec kwartału wartość 2.267 pkt, co oznacza, że podtrzymał osiągnięte w poprzednim kwartale wartości obserwowane w 2019 r. (wtedy średni kurs wyniósł 2.250 pkt, przy maksimum wynoszącym 2.414 pkt.). Jego korekta w stosunku do ostatniego dnia III kwartału 2021 r. wyniosła 1,4%. Indeksy WIG oraz sWIG80 po odrobieniu strat z zeszłorocznego załamania i osiągnięciu relatywnie wysokich notowań również spadły – WIG o 2,7%, a sWIG80 o 4,8%. Warto zaznaczyć, że w przypadku sWIG80 (indeksu grupującego podmioty o mniejszej kapitalizacji) wrześniowe

odczyty na poziomie ok. 21.126 pkt oznaczały 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. sWIG80 najbliższej tej wartości był 07.11.2021 r., kiedy osiągnął 21.620 pkt, później nastąpiła korekta do ok. 20.000 pkt. Jedynym indeksem, którego kurs nie spadł kwartał do kwartału był mWIG40. Na koniec roku osiągnął on poziom ok. 5.292 pkt. (+0,2% kw./kw.), natomiast w połowie listopada przekroczył 5850 pkt. Był to rekordowy odczyt w całej, 24-letniej historii tego indeksu.

Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce od początku 2019 r.



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

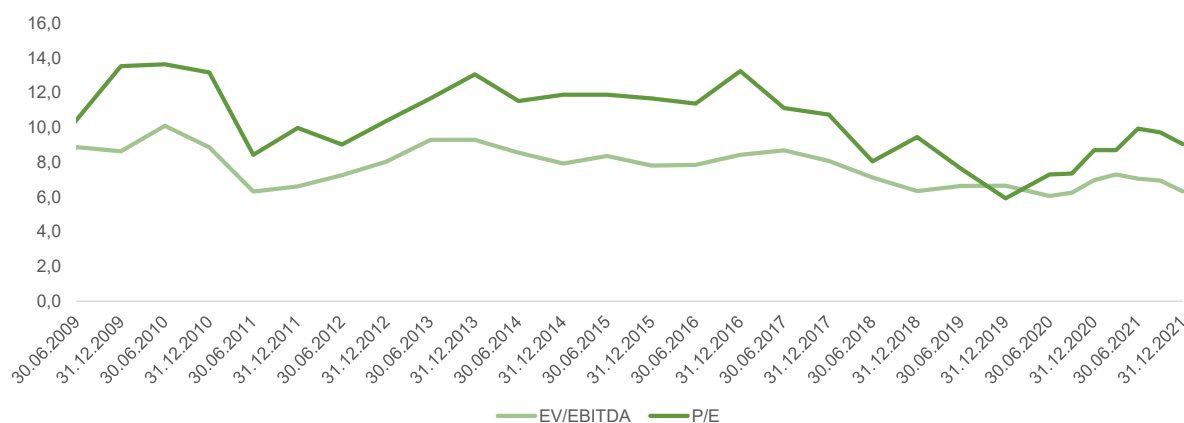
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Obecna korekta nie musi koniecznie oznaczać odwrócenia trendu. Znamienne dla przyszłych kursów powinny być jednak czynniki zewnętrzne warunkujące otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza oraz pandemiczna. Motorem napędowym dalszych wzrostów, podobnie jak przed kwartałem, zdają się być oczekiwania na poprawę wyników spółek w kolejnych okresach, historycznie niskie wyceny oraz poszukiwanie atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych w stosunku do depozytów bankowych, które obecnie nie oferują zwrotu pokrywającego wysoką inflację. O pułapkach w interpretowaniu danych finansowych w środowisku rosnących cen oraz o możliwościach zabezpieczenia się przed utratą siły nabywczej poprzez inwestycje

w akcje piszemy w następnym rozdziale niniejszej publikacji.

Obserwując mnożniki wycen na GPW, zauważamy istotny spadek ich wartości w stosunku do 3 poprzednich kwartałów oznaczający powrót do historycznie niskich poziomów wycen. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła na koniec IV kwartału 2021 r. wartość 6,32x (w porównaniu z 6,94x na koniec III kwartału 2021 r. i 6,97x na koniec 2020 r.), natomiast EV/Sales osiągnął 1,00x (vs. 1,06x na 30.09.2021 r. oraz 0,94x na koniec 2020 r.). Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec III kwartału 2021 r. 9,04x (vs. 9,71x na 30.09.2021 r. oraz 8,70x na koniec 2020 r.)¹.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

¹ Przy kalkulacji wartości ww. wskaźników brano pod uwagę wyniki LTM, wartości Enterprise Value na podstawie najnowszych danych bilansowych oraz wskaźnik zysku na akcję z wyłączeniem ujawnionych transakcji nadzwyczajnych.

Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/Sales



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Powodem spadku wartości mnożników w IV kwartale są niższy rynkowy poziom wartości firmy i kapitałów własnych (odzworowany w spadku indeksów giełdowych) oraz wzrosty osiąganych wyników finansowych, zwiększające mianownik wskaźników. Jak wskazują dane serwisu Reuters, zysk EBITDA wszystkich spółek

notowanych na GPW za ostatnie 12 miesięcy (LTM) wzrósł o 30% w stosunku do zysku osiągniętego w roku 2020. Mnożniki zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) sugerują zatem niskie i atrakcyjne poziomy wycen na GPW na tle ich historycznych wartości oraz w zestawieniu z alternatywnymi inwestycjami finansowymi.

Inflacja a sprawozdanie finansowe

Tematem wzbudzającym wiele emocji w ostatnich miesiącach jest przyspieszenie inflacji, która osiągnęła w Polsce, ale również w innych krajach, poziomy nieobserwowane od wielu lat. Przez ostatnie dwie dekady mieliśmy do czynienia z inflacją nieprzekraczającą 5% w skali roku, tymczasem obecnie grozi nam niemal dwucyfrowy wzrost cen w ciągu 12 miesięcy. Zjawisko to z pewnością ma negatywne skutki społeczne, takie jak spadek realnej siły nabywczej dochodów i pieniądza, ale również wywiera wpływ na dane prezentowane w sprawozdaniach finansowych.

Sprawozdania finansowe sporządzone dla celów sprawozdawczych bazują na rachunkowości finansowej opartej na zasadzie memoriałowej i koszcie historycznym, a także szacunkach i osądzie kierownictwa. Dlatego w analizie finansowej pojawiają się dwa kluczowe problemy, których znaczenie zwiększa się przy wysokich poziomach inflacji:

- księgi opierają się na założeniu kosztu historycznego, a wartości księgowo rzadko są równe wartościom rynkowym,
- rachunkowość nie rozpoznaje niezrealizowanych zysków i strat, więc dochód księgowy różni się od dochodu ekonomicznego.

Zacznijmy od wpływu na rachunek zysków i strat. Wysoka dynamika cen sprzedawanych towarów i produktów będzie tworzyć sztuczne wrażenie wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa. Wyższe wartości przychodów i zysków mogą być odczytane jako zwiększenie skali działalności, nawet bez zmiany wolumenu sprzedaży. Spojrzenie na parametry ilościowe a nie wartościowe będzie nabierać większego znaczenia przy ocenie wyników poszczególnych firm w sytuacji trwale utrzymującej się inflacji. Alternatywą jest skorygowanie wartości o wskaźnik wzrostu cen, czyli weryfikacja realnych a nie nominalnych wartości w rachunku zysków i strat.

Jednym z najbardziej istotnych kosztów są odpisy amortyzacyjne, które mają odzwierciedlać ekonomiczne zużycie środków trwałych. Koszt zastąpienia środków trwałych przy wzroście cen będzie jednak znacząco wyższy niż nabycie poprzednich składników. Amortyzacja kosztu historycznego zaniża zatem rzeczywisty spadek wartości aktywów i obciążenie dla przedsiębiorstwa, a tym samym zawyża wykazane dochody. Drugim aspektem, który także pozytywnie wpływa na wykazywaną rentowność, jest marża generowana na sprzedaży towarów.

Rachunkowość dopuszcza stosowanie trzech metod rozpoznania kosztu sprzedaży w okresie – FIFO (first in, first out – pierwsze weszło, pierwsze wyszło), LIFO (last in, first out – ostatnie weszło, pierwsze wyszło) oraz AVCO (average cost – średni koszt), przy czym najpopularniejsza jest ta pierwsza metoda ze względu na jej pozytywny wpływ na wartość wykazanej marży. Sprzedając najstarsze towary, zwykle zakupione po niższych cenach, rozpoznajemy wyższy zysk niż w przypadku ostatnio nabytych zapasów po obecnie panujących cenach. W sytuacji dynamicznie rosnących cen różnica między poziomem cenowym w momencie sprzedaży w porównaniu z dniem zakupu może urosnąć do wysokich wartości, prowadząc do rozpoznania nadzwyczajnych zysków. W 2021 r. wyraźnie było to widoczne w branży dystrybutorów stali i materiałów budowlanych, w których towary

drożały w tempie kilkudziesięciu czy nawet kilkuset procent. Zastąpienie sprzedanego zapasu nastąpi już po bieżących kosztach, więc bez dalszej zwyżki cen rentowność sprzedaży w przyszłości obniży się do standardowych poziomów, kiedy w wyniku rozpoznane zostaną już droższe towary. W krajach anglosaskich, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, dominującym podejściem jest stosowanie LIFO, przez co efekt inflacji nie przekłada się na zwyżkę rentowności. Jednak powoduje ono oderwanie wartości zapasów prezentowanej w bilansie w wartościach historycznych, często dość odległych czasowo, od warunków panujących na rynku.

Wpływ inflacji na bilans należy rozpatrywać oddzielnie dla aktywów i pasywów. Wartość rynkowa aktywów będzie często przewyższać ich wartość bilansową. Szczególnie będzie to widoczne w przypadku gruntów i budynków. Z drugiej strony wartość należności i środków pieniężnych realnie zmniejszy się ze względu na spadającą siłę nabywczą ich wartości nominalnej. Z kolei pasywa reprezentowane przez zobowiązania będą tracić swoją wartość

ekonomiczną przez spadek realnej wartości długu ciążącego na spółce, czy to w postaci zobowiązań finansowych, czy płatności wobec dostawców.

Widzimy zatem, że przy zastosowaniu kosztu historycznego w sytuacji rosnących cen aktywa będą zapewne niedoszacowane wobec ich bieżących wartości rynkowych, a zobowiązania przeszacowane w stosunku do realnego obciążenia, co prowadzi do zaniżenia wartości kapitału własnego. Dopiero uwzględnienie ekonomicznych wartości aktywów i pasywów, wyrażonych w realnych wartościach oraz pełne ujęcie ich zmian pozwoliłoby na określenie prawdziwego wyniku dla danego okresu oraz realnej wartości kapitału własnego.

Wskazane zniekształcenia mają istotne implikacje dla analizy finansowej opartej na popularnych wskaźnikach badających bilans oraz rachunek zysków i strat. Spójrzmy na wskaźnik zwrotu na kapitale własnym (ROE – return on equity). Jego analizę można pogłębić poprzez rozłożenie go na trzy podstawowe składowe determinujące jego wartość:



Wysoka inflacja będzie prowadzić do zawyżenia wskaźnika ROE z dwóch powodów. Po pierwsze mamy podwyższony poziom rentowności netto wynikający z rozpoznania kosztu zapasów zgodnie z metodą FIFO. Po drugie, podwyższona będzie rotacja aktywów, co wynika z ujęcia przychodów w wartościach bieżących (a aktywów w wartościach historycznych), zaniżonych wobec obecnych realiów. Podobnie zawyżony będzie wskaźnik zwrotu na aktywach (ROA – return on assets) oraz zwrotu na całkowitym zainwestowanym kapitale (ROIC – return on invested capital), w których odnosi się zysk operacyjny do wartości bilansowej, odpowiednio, aktywów i całkowitej wartości zainwestowanego kapitału, czyli kapitału własnego i zadłużenia. Wynik operacyjny uwzględni podwyższoną marżę, ale odnosić się będzie do aktywów oraz zainwestowanego kapitału wykazywanych w kwotach historycznych.

Zniekształcenie dotknie też analizę zadłużenia. Rosnące ceny mogą wymagać od przedsiębiorstwa stosowania większej ilości

kapitału obcego (w wartościach nominalnych) na pokrycie wyższych kosztów środków trwałych i większego zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Jednocześnie, jak już stwierdziliśmy powyżej, wartość kapitału własnego oraz suma bilansowa pozostają w bilansie na zaniżonym poziomie. W efekcie wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego, czyli D/E (debt to equity), jak również stosunek zadłużenia do aktywów, będą podwyższone, choć w przeciwieństwie do księgowych wielkości, wartości ekonomiczne długu i kapitału własnego mogą wykazywać zupełnie inne poziomy.

Jak widać, analiza finansowa w otoczeniu wysokiej inflacji jest utrudniona ze względu na możliwe błędne wnioski płynące z prostego spojrzenia na wskaźniki analityczne. Należy zatem zachować szczególną ostrożność, a być może nawet zastosować pewne korekty do prezentowanych danych, by właściwie ocenić sytuację i kondycję w przedsiębiorstwie. Miejmy nadzieję, że problem ten nie pozostanie z nami na długo, a jest jedynie przejściowy.

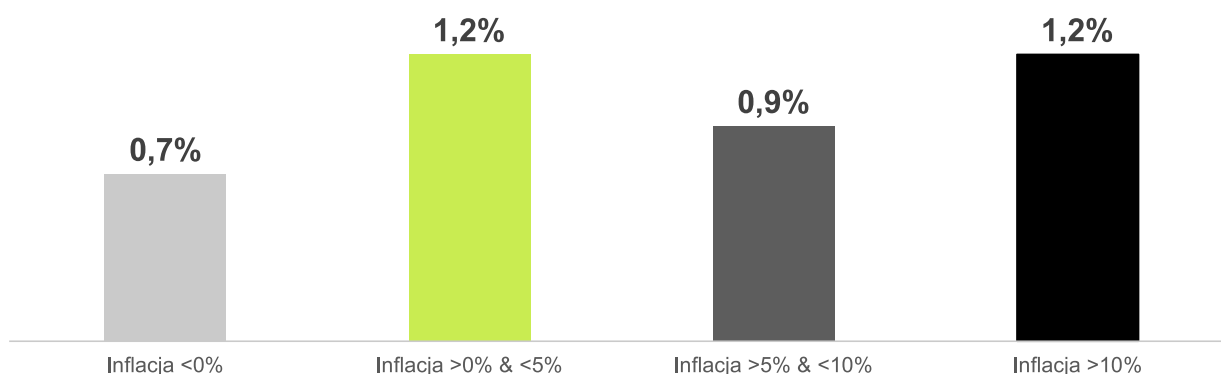
Czy akcje zabezpieczają przed inflacją?

W kontekście analiz dotyczących sprawozdań finansowych w otoczeniu inflacji warto zastanowić się, czy akcje stanowią dobre zabezpieczenie przed utratą wartości pieniądza. Teoretycznie firmy powinny podnosić ceny, przez co mogą łagodzić negatywne skutki wysokiej inflacji. W efekcie prowadzić to będzie do wzrostu nominalnej wartości przychodów i zysków, zachowując realne wartości na podobnym poziomie. W związku z tym ceny akcji również powinny w okresie inflacji rosnać, odzwierciedlając wyższe nominalne zyski spółek. Czy tak się dzieje w rzeczywistości?

Analiza danych dla rynku amerykańskiego z okresu obejmującego niemal cały okres powojenny, czyli ponad 70 lat, wskazuje na podobne stopy zwrotu z rynku akcji zarówno w okresach wysokiej, jak

i niskiej inflacji. Jedynie w okresie deflacji, czyli spadających cen, akcje przynosiły średnio niższe stopy zwrotu, ponieważ były to głównie okresy recesji lub spowolnienia gospodarczego.

Nominalne miesięczne zwroty z inwestycji w akcje w USA według stopy inflacji w latach 1947–2021



Źródło: "Myth-Busting: Equities Are an Inflation Hedge", N. Rabener

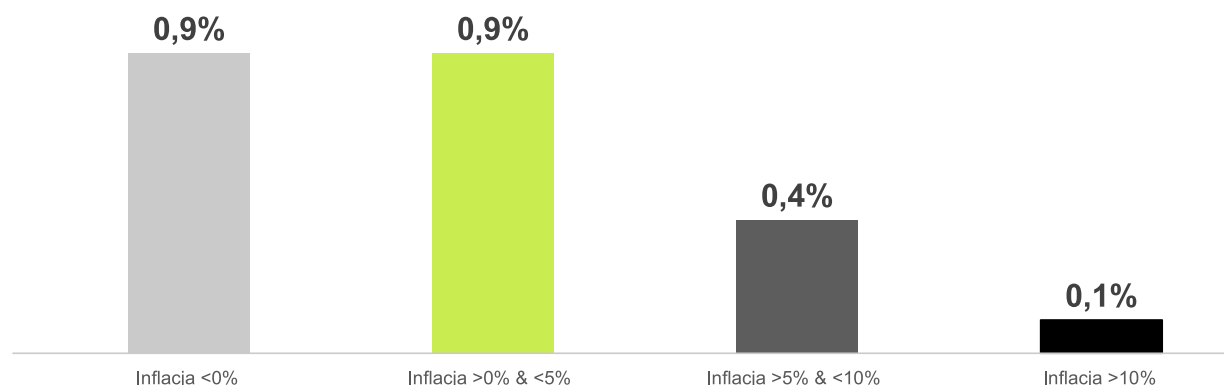
Czy akcje zabezpieczają przed inflacją?

Analizowanie zwrotów bez korekty o inflację jest prostym, ale częstym błędem. Stopa zwrotu na poziomie 2% jest dość atrakcyjna, gdy inflacja wynosi 0%, ale już nie tak bardzo, gdy dynamika cen wynosi 5% i implikuje ujemną realną stopę procentową. Porównanie nominalnych i realnych miesięcznych stóp zwrotu z akcji w czterech przedziałach inflacyjnych daje zupełnie inną perspektywę. W ujęciu realnym inflacja powyżej 5% drastycznie obniżyła zwroty, podczas gdy inflacja powyżej 10% zasadniczo sprowadziła zwrot z akcji do pokrycia inflacji. Realna stopa zwrotu jest jednak nadal minimalnie

dodatnia i dlatego akcje w przeszłości dobrze zabezpieczały przed inflacją.

Warto zatem zwrócić uwagę na tę kategorię aktywów w kontekście zabezpieczenia realnej wartości swoich środków, tym bardziej że wyceny na polskiej giełdzie pozostają na niskich poziomach, co pokazujemy w innej sekcji naszej publikacji. Oczywiście poszczególne sektory i spółki będą różnić się między sobą zdolnością do podnoszenia cen. Tym, jakie warunki i charakterystyki wspierają zdolność przedsiębiorstwa do podnoszenia cen, zajmiemy się w kolejnej publikacji Baker Tilly TPA Index.

Realne miesięczne zwroty z inwestycji w akcje w USA według stopy inflacji w latach 1947-2021



Źródło: "Myth-Busting: Equities Are an Inflation Hedge", N. Rabener.

Metoda kalkulacji ceny nabycia w transakcjach M&A

Sposób kalkulacji ceny w transakcji nabycia udziałów jest jednym najważniejszych aspektów nierozzerwalnie związanych z procesem M&A. Chociaż szacunkowa wartość biznesu będącego przedmiotem transakcji jest ustalona pomiędzy stronami transakcji już na początkowym etapie (np. w formie złożenia wstępnej oferty przez kupującego i jej akceptacji przez sprzedającego), to precyzyjne ustalenie ceny na dzień transakcji jest materia o wiele bardziej skomplikowaną. W praktyce spotykamy dwie metody ustalenia ceny zakupu udziałów. Pierwszą z nich jest tzw. metoda Closing Accounts, a drugą tzw. metoda Locked Box.

Decyzja stron o przyjęciu jednej z nich zapada najczęściej na wstępnych etapach negocjacji. Zazwyczaj strona, która ma mocniejszą pozycję przetargową, stara się narzucić preferowane przez siebie podejście, które ograniczy ryzyko związane z akceptacją zbyt niskiej (sprzedający) bądź zbyt wysokiej (kupujący) ostatecznej ceny za udziały będące przedmiotem transakcji.

Closing Accounts

Koncepcja Closing Accounts jest tradycyjnym podejściem stosowanym w umowach sprzedaży udziałów (ang. Share Purchase Agreement, SPA) dla celów kalkulacji ostatecznej ceny ich nabycia. Cena nabycia udziałów wskazana w SPA na dzień transakcji (ang. Closing Date), będący dniem transferu ryzyk i korzyści wynikających z faktu nabycia własności udziałów, skalkulowana wstępnie w oparciu o dane szacunkowe sporządzone na ten dzień, jest korygowana o różnicę pomiędzy przyjętymi do tej kalkulacji szacunkami dla wybranych komponentów formuły cenowej (najczęściej są to środki pieniężne, kapitał obrotowy oraz dług netto), a wartościami rzeczywistymi tych komponentów obliczonymi na Closing Date.

Należy zauważyć, że dla celów przeprowadzenia procesu kalkulacji końcowej ceny umowa SPA powinna zawierać co najmniej:

- formułę cenową stanowiącą podstawę kalkulacji końcowej ceny sprzedaży udziałów,
- kalkulację wstępnej ceny udziałów sporządzoną w oparciu o prognozowane dane na Closing Date,
- wskazanie, która ze stron sporządzi Closing Accounts (najczęściej w formie bilansu oraz będącego jego podstawą zestawienia obrotów i sald) nabywanego podmiotu na dzień zamknięcia (bazując na rzeczywistych danych na Closing Date) oraz określenie terminu w jakim tego dokona,
- określenie zasad komunikacji oraz akceptacji korekty ceny przez strony transakcji,
- ustanowienie mechanizmów mających zastosowanie w przypadku wystąpienia sporu dotyczącego kalkulacji korekty ceny pomiędzy kupującym a sprzedającym.

Locked Box

W ramach mechanizmu „locked box” cena sprzedaży udziałów jest określana przez strony na wybrany dzień w przeszłości (tzw. Locked box date, LBD) w oparciu o zestaw uzgodnionych na ten dzień elementów ceny, w tym wartości przedsiębiorstwa (ang. *Enterprise Value, EV*) oraz określonych elementów bilansu takich jak środki pieniężne, kapitał obrotowy oraz dług netto.

W praktyce często przyjmuje się, że kluczowe komponenty ceny ustalane są na dzień, na który sporządzone zostało ostatnie pełne sprawozdanie finansowe. Czasami jednak dla tego celu sporządzane są specjalne sprawozdania finansowe na inny dzień.

Od daty „Locked box date” ekonomiczne ryzyka i korzyści związane z prowadzeniem nabywanego podmiotu przechodzą na kupującego. Z racji tego, że LBD jest datą występującą w przeszłości, w okresie pomiędzy LBD a momentem zapłaty ceny i podpisaniem SPA (Closing date) podmiot będący przedmiotem sprzedaży jest cały czas zarządzany przez sprzedającego na rzecz kupującego. Z perspektywy nabywcy kluczowym zagadnieniem jest, aby w tym okresie podmiot, będąc nadal kontrolowany przez zbywcę, działał wyłącznie w tzw. toku zwykłej działalności (ang. *Ordinary Course of Business*), co powinno zapobiec tzw. wyciekowi wartości (ang. *leakage*), innemu niż uzgodniony przez strony transakcji (ang. *permitted leakage*). W praktyce sprzedający zobowiązuje się w SPA, że nie wystąpi żadna forma wycieku wartości (inna niż „dozwolona”) w okresie do zawarcia transakcji, a także zazwyczaj zgadza się na pewną formę

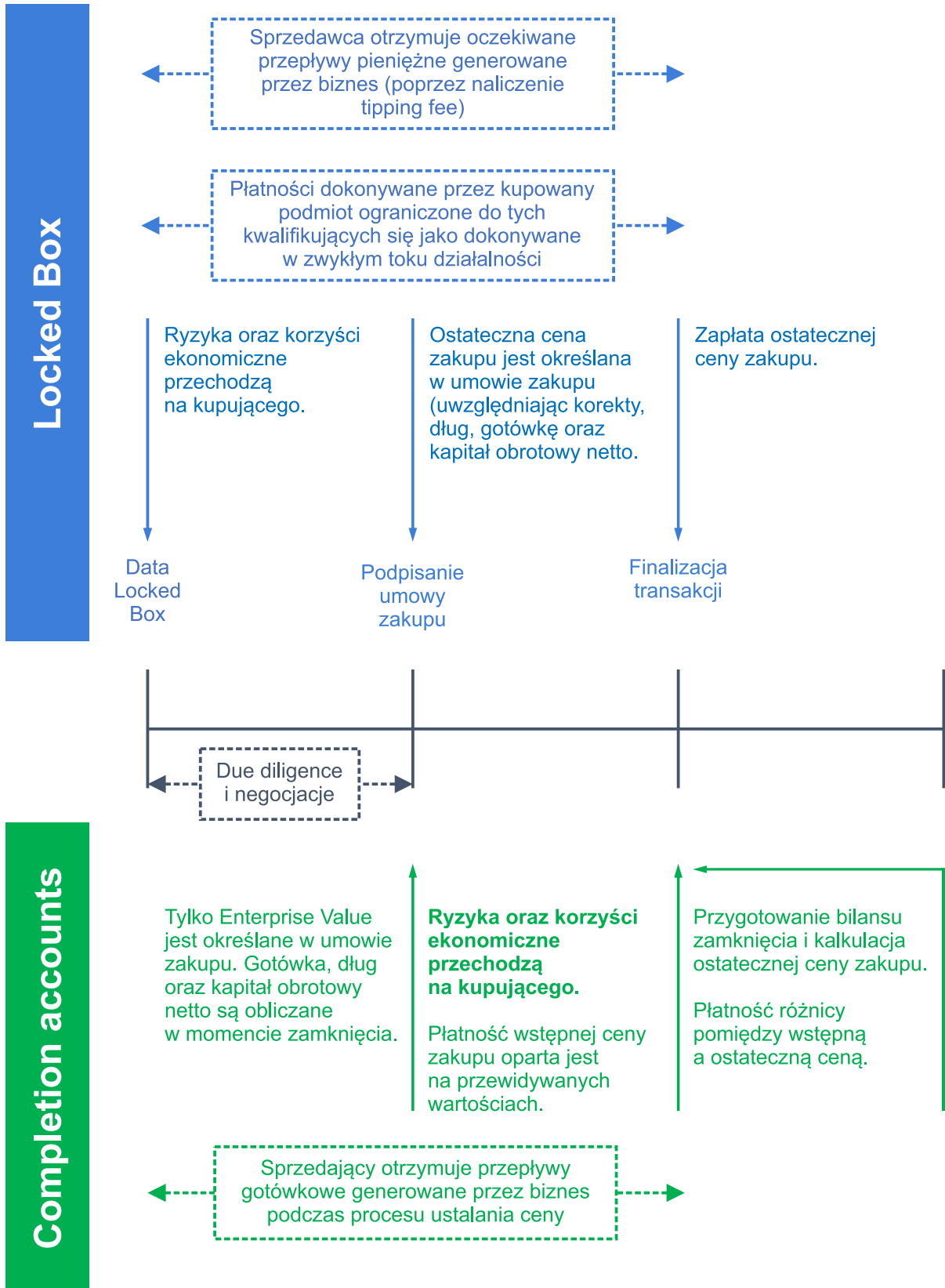
ograniczenia w prowadzeniu działalności do czasu jej ukończenia (na przykład wymaga zgody kupującego na zawarcie istotnych umów z podmiotami powiązаныmi, zakup/sprzedaż kluczowych aktywów, wypłatę dywidendy).

Zauważyć należy, że każdy wyciek wartości (inny niż dozwolony) oznaczałby, w przypadku gdyby nie znalazł odzwierciedlenia w obniżeniu ceny nabycia, że kupujący otrzyma mniejszą wartość niż ta, za którą zapłacił. W związku z tym SPA zawiera zazwyczaj zapisy zapewniające ochronę kupującego w postaci gwarancji wypłaty odszkodowania przez sprzedającego pokrywającego zidentyfikowany wyciek wartości w okresie pomiędzy LBD a dniem zakończenia transakcji (Closing date).

Oczywiste jest też, że definicja leakage oraz permitted leakage ujęta w SPA powinna szczegółowo i precyzyjnie określać katalog dozwolonych i niedozwolonych transakcji, tak aby pozostawić jak najmniej miejsca do ich subiektywnej interpretacji przez strony. Warunki te są kluczowym obszarem negocjacji, ponieważ stanowią główną ochronę kupującego przed wyciekiem wartości dokonany na korzyść sprzedającego. Wskazują one także podstawę umowną, na bazie której sprzedający będzie mógł dokonywać płatności w zwykłym trybie (permitted leakage), w okresie pomiędzy Locked box date a Closing date.

Na kolejnej stronie przedstawiamy diagram wskazujący na kluczowe etapy w harmonogramie transakcji nabycia udziałów dla opisanych powyżej metod.

Metoda kalkulacji ceny nabycia w transakcjach M&A



Kluczowe różnice między metodą Closing Accounts oraz Locked Box

Closing Accounts	Locked Box
Cena podlega zmianie o różnicę pomiędzy prognozowaną a rzeczywistą wartością wybranych elementów formuły cenowej ograniczając ryzyko zapłaty zawyżonej ceny przez kupującego.	Cena sprzedaży udziałów jest ustalona raz i jest niezmienna ograniczając ryzyko otrzymania zaniżonej ceny przez sprzedającego.
Większa kontrola nad procesem kalkulacji ceny przez kupującego.	Większa kontrola nad procesem kalkulacji ceny przez sprzedającego.
Metoda łatwiejsza do zastosowania w przypadku transakcji bazujących na wydzieleniu zorganizowanej części przedsiębiorstwa (carve-out) w przypadku, kiedy spółka przejmowana nie posiada odrębnych sprawozdań finansowych.	Metoda do zastosowania w przypadku transakcji, gdzie ryzyko wycieku wartości jest ograniczone.
Sprawozdanie finansowe na Closing date musi być przygotowane bardzo szczegółowo, aby umożliwić kupującemu odpowiednią wycenę transakcji w oparciu o dane rzeczywiste.	Sprawozdanie finansowe na dzień locked box musi być przygotowane bardzo szczegółowo, aby umożliwić kupującemu odpowiednią wycenę transakcji i zabezpieczenie aktywów do czasu jej zakończenia.
Proces negocjacyjny jest długi, a kalkulacja ceny końcowej pracochłonna, co skutkuje tym, że ostateczna cena jest znana kilka/kilkanaście tygodni po dniu formalnej sprzedaży własności udziałów.	Upraszcza i przyspiesza negocjacje dotyczące transakcji.
Metoda atrakcyjna dla kupujących posiadających od początku procesu wyłączność na negocjacje ze sprzedającym.	Prostota procesu atrakcyjna dla sprzedających z sektora private equity oraz zbywców działających w procesie aukcji.
Cena określona w oparciu o sprawozdania finansowe sporządzone na dzień zamknięcia transakcji.	Cena określona na bazie sprawozdań sporządzonych na tzw. locked box date (zazwyczaj data historyczna).
Interes ekonomiczny oraz ryzyka związane z prowadzeniem działalności przechodzą na kupującego w dniu zawarcia transakcji (Closing Date).	Interes ekonomiczny oraz ryzyka związane z prowadzeniem działalności przechodzą na kupującego w dniu tzw. locked box date, będącego określoną datą w przeszłości mającą miejsce przed dniem zakończenia transakcji (Closing Date).

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Średni ważony koszt kapitału (WACC) jest kluczową wartością wykorzystywaną do analizy projektów inwestycyjnych oraz wyceny aktywów i całych przedsiębiorstw. O ile składowa odpowiadająca za koszt długu nie sprawia zwykle problemów z wyznaczeniem jej kosztu do kalkulacji WACC, o tyle koszt kapitału własnego jest już znacznie trudniejszy do określenia. Dlatego poniżej prezentujemy wyznaczone przez nas wartości kosztu kapitału własnego w poszczególnych sektorach gospodarki. Dla spółek o średnim ryzyku dla danej branży oraz typowej strukturze finansowania dla danego sektora będzie to wystarczające przybliżenie kosztu kapitału własnego.

Po istotnym wzroście stóp procentowych w ostatnich miesiącach obecną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce w całej gospodarce szacujemy na 7,91%.

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne / spółdzielcze	6,2%	Handel detaliczny (online)	8,9%
Banki uniwersalne	9,0%	Hotele i hazard	9,4%
Budowlany	8,8%	Hurtownicy żywności	7,0%
Chemiczny (podstawowy)	7,8%	Inwestycje i zarządzanie aktywami	7,3%
Chemiczny (specjalistyczny)	7,8%	Inżynieria / budownictwo	8,1%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	8,9%	Kanalizacja i ścieki	5,6%
Części samochodowe	10,1%	Komputery / urządzenia peryferyjne	8,0%
Deweloperski	7,1%	Leki (biotechnologia)	8,2%
Dystrybucja ropy / gazu	7,3%	Maszynowy	8,4%
Edukacja	7,1%	Materiały budowlane	7,9%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	8,9%	Podwykonawcy budowlani	8,5%
Elektronika (ogólna)	8,1%	Meble / wyposażenie domu	8,1%
Energetyka	7,2%	Metale i górnictwo	9,1%
Energia odnawialna	7,4%	Metale szlachetne	7,9%
Farmaceutyczny	7,7%	Militaria/obronność	8,8%
Handel detaliczny	6,5%	Napoje alkoholowe	6,4%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	6,1%	Napoje bezalkoholowe	7,2%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	8,1%	Nieruchomości	7,3%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	8,8%	Obuwie	8,6%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Odzież	8,5%
Opakowania	7,4%
Opony	8,1%
Oprogramowanie (Internet)	7,6%
Oprogramowanie (rozrywka)	8,0%
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	7,9%
Papierowy i drzewny	7,3%
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	7,1%
Półprzewodniki	9,3%
Produkty gospodarstwa domowego	7,2%
Produkty zdrowotne	7,7%
Przemysł stoczniowy i morski	8,1%
Przetwórstwo spożywcze	6,7%
R.E.I.T.	7,2%
Reasekuracja	10,0%
Reklama	8,0%
Rekreacja	8,2%
Restauracje	9,9%
Rolnictwo	6,7%
Ropa i gaz (produkcja i wydobycie)	10,1%
Ropa i gaz (zintegrowany)	9,1%
Rozrywkowy	8,0%
Samochody i ciężarówki	8,8%
Sprzedaż detaliczna	9,3%
Sprzedaż hurtowa	7,6%
Sprzęt elektryczny	9,1%
Sprzęt i usługi biurowe	8,3%

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

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Ze względu na trudność w zbieraniu danych, ich zmienność, a także często skomplikowany charakter ich pozyskania, metodologia wyznaczania kosztu kapitału własnego jest upraszczana lub nawet sprowadzana do arbitralnie wybranej wartości, odpowiadającej preferencjom i potrzebom konkretnej osoby. W związku z tym prezentujemy nasze podejście do wyznaczania kosztu kapitału własnego, 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. Na 31.12.2021 r. ich rentowność wyniosła 3,67%. 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 4,24%. Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 7,91%.

Wart odnotowania jest ostatni wzrost stopy wolnej od ryzyka wobec poprzedniego kwartału. W IV kwartale 2021 r. nastąpił wzrost rentowności obligacji skarbowych o 1,53 p.p. (co przełożyło się na wzrost stopy wolnej od ryzyka) oraz spadek premii za ryzyko rynkowe o 0,60 p.p. (co koszt kapitału pomniejszyło).

Jednak ryzyko poszczególnych działalności istotnie się różni. By uwzględnić efekt zróżnicowania ryzyka w poszczególnych sektorach, stosowany jest współczynnik beta, który jest miarą wrażliwości działalności operacyjnej na koniunkturę gospodarczą. Im wyższa jest ta wrażliwość, a zatem i zmienność wyników, tym wyższą wartość przyjmuje ten wskaźnik. Przyjmuje on wartości powyżej 1,0 dla działalności o ryzyku wyższym niż średnia oraz poniżej 1,0 dla działalności mniej wrażliwych na wahania koniunktury. W efekcie, przy wyznaczaniu kosztu kapitału dla konkretnej branży, premia za ryzyko rynkowe pomnożona jest przez współczynnik beta, by oddać faktyczne ryzyko dla danej działalności. Na końcu niniejszego tekstu zamieszczona została tabela przedstawiająca wartości wskaźnika beta dla poszczególnych sektorów gospodarki wyznaczone na podstawie historycznych zmian notowań w porównaniu ze zmianami indeksu giełdowego. Dane pochodzą z rynku amerykańskiego, jednak uważamy, że są reprezentatywne również dla innych gospodarek.

Powyższe składowe wyznaczają całkowity koszt kapitału własnego zgodnie z powszechnie stosowanym modelem CAPM – najczęściej stosowanym i powszechnie akceptowanym, mimo swoich niedoskonałości i wymaganych założeń. W swojej podstawowej formie model ten wyznacza zatem koszt kapitału własnego na podstawie wzoru:

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

gdzie:

- k_e – koszt kapitału własnego,
- r_{fPL} – rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce (aktualnie 3,67%),
- β – współczynnik beta,
- MRP – rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,24%).

W przypadku analizy na potrzeby polskich przedsiębiorstw, generujących przychody głównie na rynku krajowym oraz posiadających aktywa zlokalizowane w Polsce, powyższe podejście będzie zupełnie wystarczające.

Koszt kapitału własnego dla zaawansowanych

Jak zostało wspomniane wcześniej, powyższa metoda pozwoli nam określić koszt kapitału w uproszczony sposób dla działalności skupionej w Polsce. Bardziej złożonym podejściem będzie szersza analiza i nieco bardziej rozbudowany wzór prezentowany poniżej.

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

gdzie:

- k_e – koszt kapitału własnego,
- r_f – stopa wolna od ryzyka w danej walucie,
- CRP – ryzyko kraju (country risk premium),
- β – współczynnik beta,
- MRP – rynkowa premia za ryzyko,
- α – dodatkowa premia za ryzyko.

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Aby oszacować koszt kapitału w tym podejściu, zaczynamy od wyznaczenia stopy wolnej od ryzyka (r_f) dla danej waluty, w której sporządzamy prognozę przepływów pieniężnych. Dla złotego będzie to rentowność polskich obligacji długoterminowych skorygowana o ryzyko kraju, którą możemy zmierzyć przez kwotowanie CDS (ponieważ rating Polski jest na poziomie A, zakup obligacji skarbowych nie jest inwestycją bez ryzyka). Obecnie taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 3,00%. Dla waluty EUR będzie to -0,17%, a dla USD jest na poziomie 1,50%.

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 jest

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 odzwierciedla ryzyko inwestycji.

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na 31.12.2021 r.

Parametr	Wartość
r_{FPL}	3,67%
r_f	
PLN	3,00%
EUR	-0,17%
USD	1,50%
CRP	
Polska	0,57%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,17%
Hiszpania	0,48%

Parametr	Wartość
MRP	4,24%
Kapitał własny do (mln USD):	α^*
	9,611
	1,00%
	2,083
	1,70%
	448
	3,58%

* dodatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych z Reuters, Ibbotson, Damodaran, Duff&Phelps

Wartość współczynników beta dla poszczególnych sektorów gospodarki

Sektor	Beta	Beta aktywów
Banki regionalne/spółdzielcze	0.6	0.2
Banki uniwersalne	1.2	0.3
Budowlany	1.2	1.1
Chemiczny (podstawowy)	1.0	0.7
Chemiczny (specjalistyczny)	1.0	0.9
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1.2	1.1
Części samochodowe	1.5	1.2
Deweloperski	0.8	0.6
Dystrybucja ropy / gazu	0.8	0.5
Edukacja	0.8	0.6
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1.2	1.2
Elektronika (ogólna)	1.0	0.9
Energetyka	0.8	0.6
Energia odnawialna	0.9	0.7
Farmaceutyczny	1.0	0.8

Sektor	Beta	Beta aktywów
Handel detaliczny	0.7	0.4
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	0.6	0.4
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1.1	0.8
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1.2	0.8
Handel detaliczny (online)	1.2	1.1
Hotele i hazard	1.4	0.9
Hurtownicy żywności	0.8	0.2
Inwestycje i zarządzanie aktywami	0.9	0.8
Inżynieria / budownictwo	1.0	0.7
Kanalizacja i ścieki	0.5	0.3
Komputery / urządzenia peryferyjne	1.0	0.9
Leki (biotechnologia)	1.1	1.0
Maszynowy	1.1	1.0
Materiały budowlane	1.0	0.8

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Beta	Beta aktywów
Podwykonawcy budowlani	1.1	0.9
Meble / wyposażenie domu	1.0	1.0
Metale i górnictwo	1.3	1.0
Metale szlachetne	1.0	0.9
Militaria/obronność	1.2	1.1
Napoje alkoholowe	0.7	0.5
Napoje bezalkoholowe	0.8	0.7
Nieruchomości	0.9	0.5
Obuwie	1.2	1.0
Odzież	1.1	1.0
Opakowania	0.9	0.7
Opony	1.0	0.9
Oprogramowanie (Internet)	0.9	0.7
Oprogramowanie (rozrywka)	1.0	1.0
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	1.0	0.9
Papierowy i drzewny	0.8	0.7
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	0.8	0.7
Półprzewodniki	1.3	1.2
Produkty gospodarstwa domowego	0.8	0.7
Produkty zdrowotne	1.0	0.9
Przemysł stoczniowy i morski	1.0	0.8
Przetwórstwo spożywcze	0.7	0.6
R.E.I.T.	0.8	0.5
Reasekuracja	1.5	1.4
Reklama	1.0	0.8
Rekreacja	1.1	0.8
Restauracje	1.5	1.0
Rolnictwo	0.7	0.4
Ropa i gaz (produkcja i wydobycie)	1.5	0.8
Ropa i gaz (zintegrowany)	1.3	0.9
Rozrywkowy	1.0	0.9
Samochody i ciężarówki	1.2	0.7

Sektor	Beta	Beta aktywów
Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1.3	1.1
Sprzedaż hurtowa	0.9	0.7
Sprzęt elektryczny	1.3	1.2
Sprzęt i usługi biurowe	1.1	0.9
Sprzęt telekomunikacyjny	1.0	1.0
Sprzęt wydobywczy	1.4	1.0
Stalowy	1.2	1.0
Szpitala / placówki opieki zdrowotnej	0.8	0.4
Technologie dla ochrony zdrowia	0.9	0.8
Telekomunikacja	0.9	0.4
Telewizja	0.9	0.7
Telewizja kablowa	0.5	0.5
Transport	0.9	0.6
Transport kolejowy	1.3	0.5
Transport lotniczy	1.6	1.0
Transport samochodowy	1.1	0.4
Tytoń	0.5	0.3
Ubezpieczenia (majątkowe)	0.8	0.7
Ubezpieczenia (ogólne)	1.1	0.9
Ubezpieczenia (życie)	1.2	0.8
Usługi biznesowe i konsumenckie	1.1	0.9
Usługi dla nieruchomości	0.7	0.4
Usługi finansowe	1.0	0.3
Usługi informacyjne	1.1	1.0
Usługi informatyczne	1.0	0.9
Usługi środowiskowe i odpadowe	1.0	0.8
Usługi telekomunikacyjne	0.7	0.4
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0.8	0.5
Użyteczności publicznej	0.8	0.4
Węgiel	1.7	1.2
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

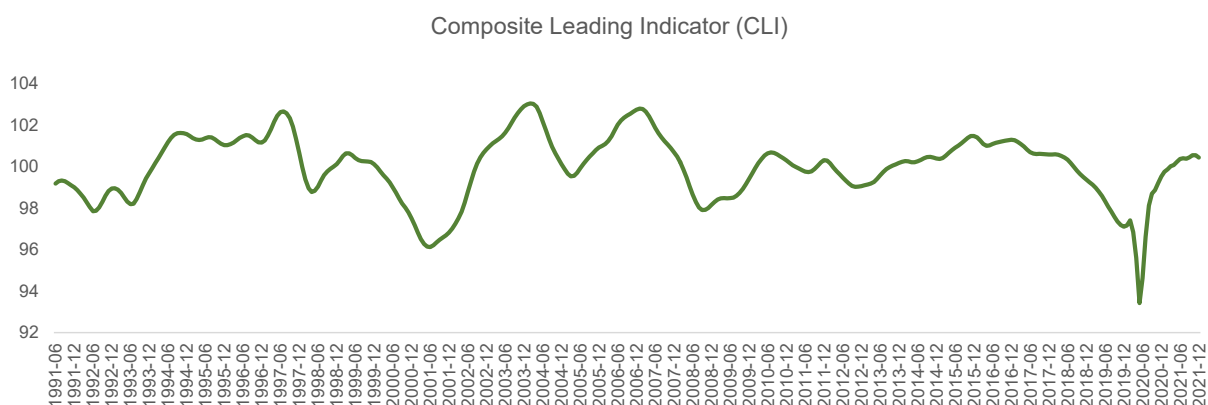


Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

2 Composite Leading Indicator (CLI) OECD

Ma on 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

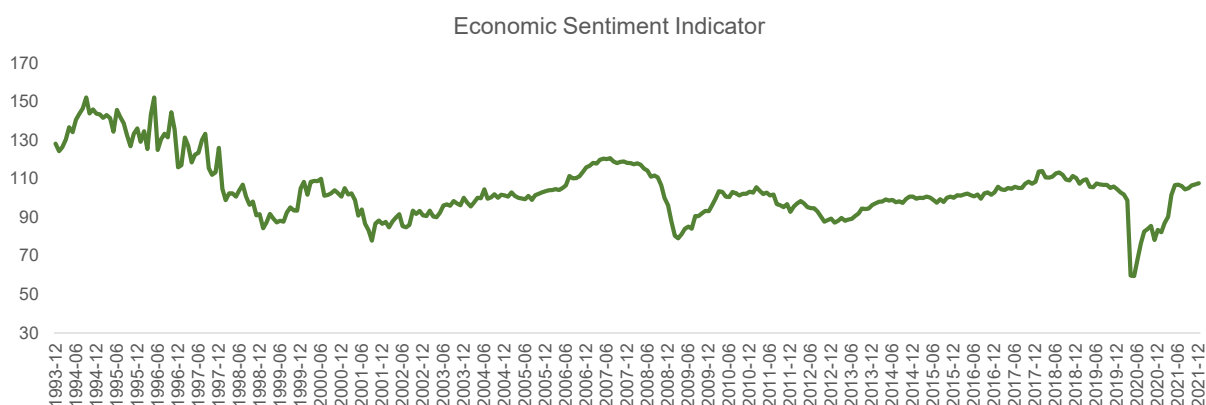


Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych OECD

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



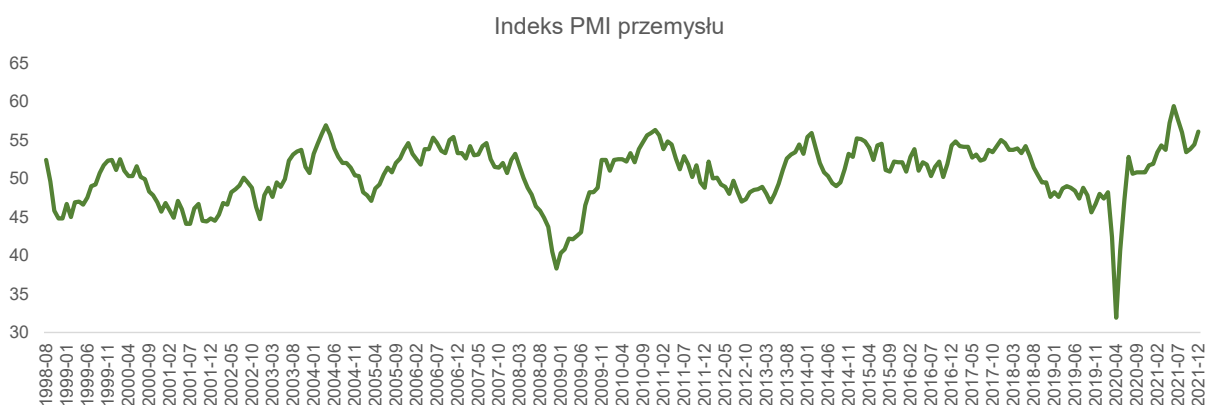
Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

4

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.

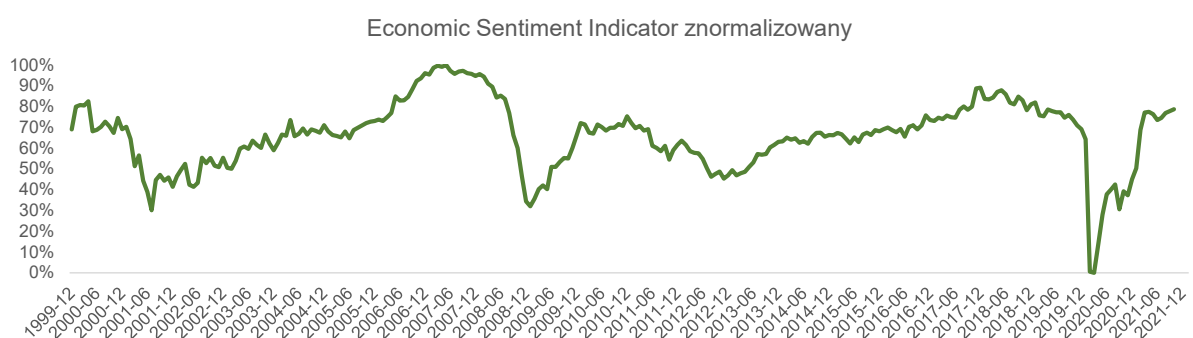
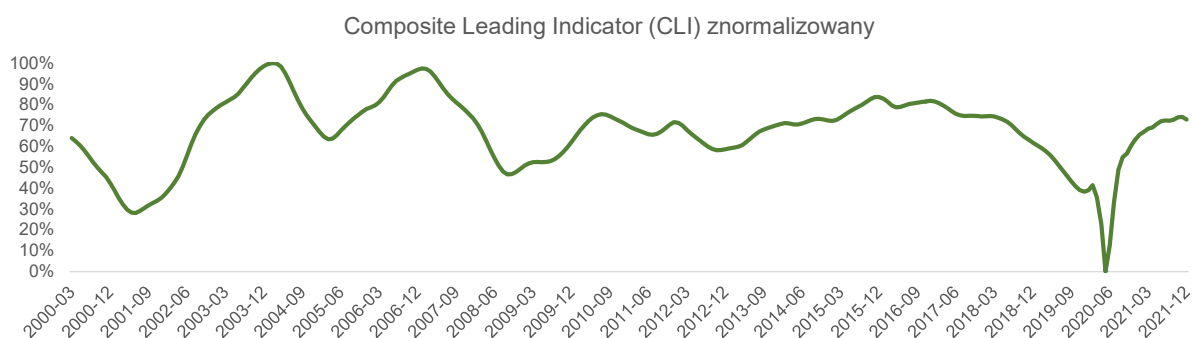
Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



Opracowanie TPA na podstawie danych ze stoq.pl

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

Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie TPA)



Źródło: Opracowanie 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

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 z autorami:



Krzysztof Horodko

Partner Zarządzający

krzysztof.horodko@bakertilly-tpa.pl

Tel.: +48 603 935 516

Jest ekspertem w zakresie doradztwa transakcyjnego. Brał udział w licznych projektach dotyczących sprzedaży i nabycia przedsiębiorstw, przeglądach due diligence oraz w projektach restrukturyzacyjnych. W trakcie swojej wieloletniej praktyki był również zaangażowany w przygotowanie wielu wycen. Pracował m.in. dla przemysłu naftowego, energetycznego oraz przedsiębiorstw działających w branży telekomunikacyjnej, cukierniczej i budowlanej. Realizował również wielokrotnie projekty dla firm rodzinnych. Posiada uprawnienia biegłego rewidenta. Jest wykładowcą i szkoleniowcem z zakresu wycen, kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, MSR/MSSF oraz autorem wielu profesjonalnych publikacji w mediach branżowych. Posługuje się biegle językiem niemieckim i angielskim oraz komunikuje się w języku francuskim.



Tomasz Manowiec, CFA, FCCA

Dyrektor

tomasz.manowiec@bakertilly-tpa.pl

Tel.: +48 795 554 311

Posiada tytuł CFA (Chartered Financial Analyst) oraz FMVA (Financial Modeling and Valuation Analyst), a także licencję doradcy inwestycyjnego oraz maklera papierów wartościowych. Jest również członkiem ACCA (Association of Chartered Certified Accountants). Tomasz przed przejściem do Baker Tilly TPA pracował jako Manager Corporate Finance w JP Weber. Wcześniej przez ponad 10 lat związany był z rynkiem kapitałowym. Swoją karierę rozpoczął w 2008 roku w biurze maklerskim Banku BGŻ, gdzie w 2010 roku został wyróżniony przez Puls Biznesu jako najlepszy analityk akcji. Następnie pracował w Noble Funds TFI, kolejno jako analityk, zarządzający funduszami i dyrektor działu akcji. Zarządzał funduszami inwestycyjnymi o łącznych aktywach sięgających 800 mln zł, a w 2015 roku otrzymał nagrodę Złoty Portfel przyznaną przez dziennik Parkiet dla najlepszego zarządzającego funduszami akcyjnymi w Polsce. Jest wykładowcą Uczelni Łazarskiego i Wyższej Szkoły Bankowej.



Maciej Krokosiński

Associate Partner

maciej.krokosinski@bakertilly-tpa.pl

Tel.: +48 604 999 393

Posiada wieloletnie doświadczenie w obsłudze spółek z branży energetycznej, nieruchomościowej oraz produkcyjnej w zakresie audytu, due diligence oraz doradztwa transakcyjnego. Jest absolwentem brytyjskich uczelni University of Derby, University of Birmingham oraz w 2013 roku uzyskał tytuł brytyjskiego biegłego rewidenta (ACA). W latach 2007–2010 pracował w dziale audytu Deloitte w Wielkiej Brytanii. Od 2010 do 2015 roku kontynuował współpracę w ramach warszawskiego działu audytu Deloitte, gdzie zajmował się przede wszystkim świadczeniem usług z zakresu audytu oraz doradztwa księgowego dla największych spółek budowlanych oraz nieruchomościowych. W roku 2015 dołączył do Baker Tilly TPA gdzie pracuje do dzisiaj. Maciej jest autorem licznych raportów i publikacji branżowych w obszarze zagadnień księgowych dotyczących branży nieruchomościowej oraz budowlanej.



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.

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