

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Lipiec 2022

Now, for tomorrow



Szanowni Państwo,

W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji naszego indeksu **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, podjęliśmy się analizy rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych. Staramy się ocenić bieżący poziom ich cen w Polsce oraz perspektywę na najbliższą przyszłość.

przedstawiamy ósme wydanie naszej cyklicznej publikacji przygotowanej przez zespół Baker Tilly TPA. Co kwartał podsumowujemy aktualną sytuację gospodarczą i jej perspektywę 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 **istotne pogorszenie w polskiej gospodarce i zapowiada dalsze spowolnienie tempa wzrostu PKB w trakcie 2022 r.**
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w II kwartale 2022 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. W ostatnim kwartale **liczba zrealizowanych transakcji znalazła się powyżej długoterminowej średniej, a indeksy giełdowe oraz mnożniki wyceny pogłębiły spadki wartości.**
- 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 **12,95%.**

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

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

Tomasz Manowiec, CFA, FCCA
Dyrektor

Spis treści

4

O Baker Tilly TPA

7

Na co wskazuje Baker Tilly
TPA Index?

8

Baker Tilly TPA Index

12

Aktywność transakcyjna
i mnożniki wyceny

17

Czy nieruchomości
w Polsce są drogie?

22

Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?

29

Załącznik – Opis
wskaźników koniunktury

www.bakertilly-tpa.pl



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.



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

O Baker Tilly TPA

Doradztwo transakcyjne



Baker Tilly TPA oferuje rozwiązania z zakresu corporate finance, które ułatwiają podejmowanie kluczowych decyzji biznesowych.



Zapewniamy szeroki dostęp do specjalistycznej, interdyscyplinarnej wiedzy i doświadczenia naszych specjalistów z różnych działów, a także know-how i kompetencji dostarczanych przez globalną sieć Baker Tilly International.



Oferta Baker Tilly TPA opiera się na klasycznych narzędziach analitycznych i decyzyjnych, wzbogaconych o konkretne instrumenty doradcze i fachową wiedzę naszych zespołów.



Tak skonstruowana oferta pozwala na zaspokojenie potrzeb i oczekiwań naszych Klientów oraz zapewnienie skutecznych i efektywnych rozwiązań biznesowych.

Usługi corporate finance świadczone przez nasz zespół:

- Wycena przedsiębiorstw
- Modelowanie finansowe
- Audyt modeli finansowych
- Wycena wartości niematerialnych i prawnych
- Weryfikacja i tworzenie biznesplanów
- Prognozowanie i planowanie
- Wycena instrumentów finansowych i pochodnych
- Opinia odnośnie wartości godziwej (fairness opinion)
- Alokacja ceny nabycia (PPA)
- Badanie pod kątem utraty wartości
- Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa
- Analiza scenariuszy
- Analizy rynkowe

O Baker Tilly TPA

Nasze kluczowe kompetencje:



Wycena przedsiębiorstw

- Cykliczna (roczna/kwartalna) wycena spółek portfelowych
- Wyceny związane z transakcjami
- Wycena na potrzeby opinii o wartości godziwej (fairness opinion)
- Wyceny na potrzeby testów na utratę wartości



Wycena instrumentów finansowych i pochodnych

- Wycena wszystkich rodzajów obligacji
- Wycena udzielonych pożyczek
- Obliczanie rynkowej marży dla pożyczek lub obligacji
- Wycena opcji



Modelowanie finansowe

- Tworzenie modelu finansowego
- Audyt modeli finansowych – strukturalna i techniczna poprawność, zgodność, kompletność, spójność

Współpracujemy z klientami z sektora:

- bankowości i ubezpieczeń
- funduszy inwestycyjnych
- real estate & construction
- energetycznego
- przemysłowego
- IT & Tech
- motoryzacyjnego
- i wielu innych.

Nasi eksperci przygotowali*:

PONAD
400
WYCEN

PONAD
40
ANALIZ FINANSOWYCH

BLISKO
150
FINANSOWYCH
DUE DILIGENCE

PONAD
50
PODATKOWYCH
DUE DILIGENCE

* Dane za okres od 2015 do 2021 r.

O Baker Tilly TPA

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 językami niemieckim, angielskim oraz komunikuje się w języku francuskim.



Tomasz Manowiec, CFA, FCCA

Dyrektor
tomasz.manowiec@bakertilly-tpa.pl
Tel.: +48 795 554 311

Tomasz jest ekspertem w zakresie wycen, analiz finansowych i inwestycyjnych oraz modelowania finansowego. Posiada tytuł CFA oraz FMVA, licencję doradcy inwestycyjnego i maklera papierów wartościowych, a także jest członkiem ACCA. Swoje kilkunastoletnie doświadczenie zdobywał jako analityk oraz zarządzający funduszami inwestycyjnymi, a następnie świadcząc usługi doradcze w ramach realizacji kilkuset projektów w zakresie wycen, due diligence, sporządzania modeli finansowych i biznesplanów. Jest wykładowcą oraz autorem wielu profesjonalnych publikacji w obszarze finansów przedsiębiorstw, inwestycji, analizy finansowej i rynku kapitałowego.



Maciej Golon

Senior Analyst, Corporate Finance
maciej.golon@bakertilly-tpa.pl
Tel.: +48 22 647 97 00

Maciej dołączył do Baker Tilly TPA w listopadzie 2020 roku, jest absolwentem finansów i rachunkowości biznesu na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu. Na co dzień zajmuje się wycenami przedsiębiorstw oraz analizami finansowymi w wielu branżach, wśród których wymienić można energetykę odnawialną, przemysł budowlany, kosmetyczny, wysokie technologie oraz asset management. Uczestniczy w programach certyfikujących CFA oraz ACCA. Swoje doświadczenie zdobywał w zespołach audytu oraz Debt Advisory w PwC oraz cen transferowych w EY. Biegle posługuje się językiem angielskim i niemieckim.



Wojciech Doliński

Partner zarządzający TPA Real Estate Services
wojciech.dolinski@tpa-group.pl
Tel.: +48 787 094 831

Wojciech jest uprawnionym rzeczoznawcą majątkowym oraz członkiem Królewskiego Instytutu Dyplomowanych Rzeczoznawców (MRICS), specjalizującym się w doradztwie na rynku nieruchomości komercyjnych. W roku 2015 uzyskał tytuł uznania zawodowego REV (Recognised European Valuer), nadawany przez Europejską Organizację Rzeczoznawców TEGoVA i certyfikację RICS Registered Valuer. Specjalizuje się w wycenie nieruchomości komercyjnych oraz gruntów deweloperskich. Zrealizowane dotychczas wyceny w Polsce, Niemczech i regionie CEE obejmowały nieruchomości o przybliżonej wartości 25 mld euro. Specjalizuje się w obsłudze transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych.

Na co wskazuje Baker Tilly TPA Index?

Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,49

I kwartał 2022 r. - **0,60**

Istotny spadek jest pochodną pogorszenia odczytów wszystkich obserwowanych przez nas wskaźników.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Znaleźliśmy się w strefie odczytów wskazujących na recesyjny charakter otoczenia gospodarczego

Aktywność transakcyjna wykazała nieco niższy poziom niż w I kwartale 2022 r.

82

I kwartał 2022 r. - **108**

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

II kwartał 2022 r.

12,95%

I kwartał 2022 r. - **10,88%**

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Usługi i produkty konsumenckie
Przemysł
Nieruchomości

Struktura nabywców w sfinalizowanych umowach



37
podmioty
polskie

67
podmioty
zagraniczne

Wycena na GPW EV/EBITDA

czerwiec 2022 r.

5,66x

marzec 2022 r. - **6,29x**

EV/Sales

czerwiec 2022 r.

0,78x

marzec 2022 r. - **0,92x**

49
podmioty
polskie

33
podmioty
zagraniczne



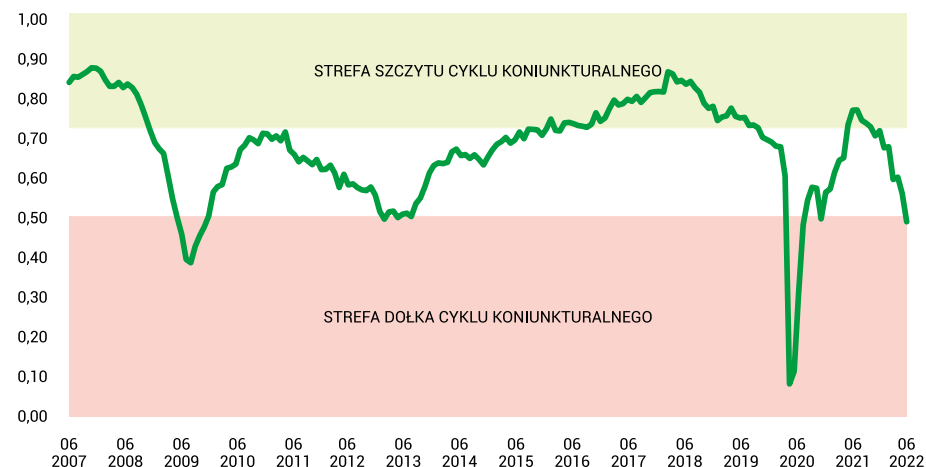
Baker Tilly TPA Index

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Obecny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,49. Jego istotny spadek w stosunku do wartości z poprzedniej publikacji (0,60) jest pochodną pogorszenia odczytów wszystkich obserwowanych przez nas wskaźników. Największy wpływ miały spadki PMI, informującego nas o stanie krajowego przemysłu, oraz BWUK, odpowiadającego za koniunkturę konsumencką. W efekcie znaleźliśmy się w strefie odczytów wskazujących na recesyjny charakter otoczenia gospodarczego.

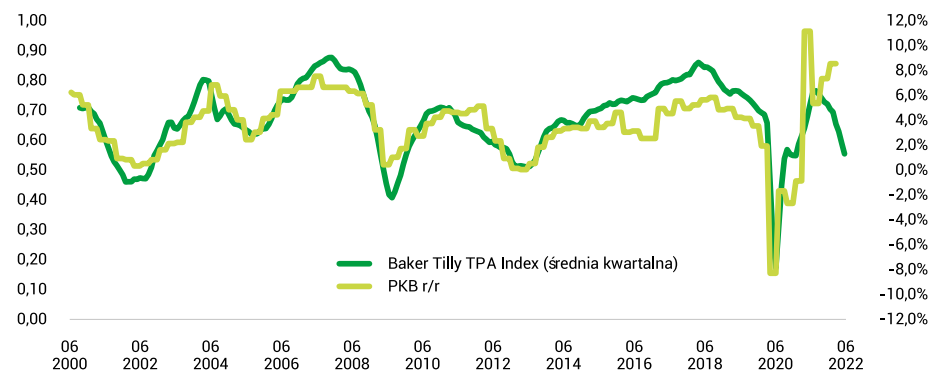
Ostatnie miesiące nie zmieniły kluczowych tematów determinujących nastroje wśród przedsiębiorców i konsumentów. Nadal są to kwestie konfliktu zbrojnego za naszą wschodnią granicą, wciąż nabierająca na sile inflacja oraz zacieśnienie polityki pieniężnej przez NBP widoczne w rosnących stopach procentowych. Dodatkowym powodem do zmartwień może być nadchodzące spowolnienie wzrostu gospodarczego i możliwa recesja.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index na tle dynamiki PKB Polski



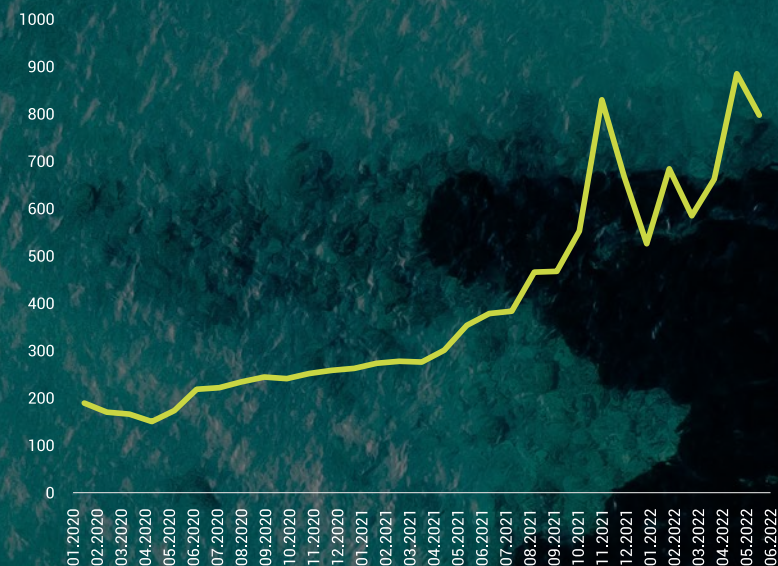
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS

Baker Tilly TPA Index

Wojna rosyjsko-ukraińska dołożyła niepewności do i tak rozchwieanego rynku po dwuletniej pandemii, która przyniosła zaburzenia łańcuchów dostaw i inne utrudnienia w prowadzeniu działalności. Obecnie najistotniejszym zagrożeniem dla krajów europejskich jest ryzyko zmniejszenia dostępności surowców, przede wszystkim gazu ziemnego, ale również węgla czy nawozów. Przekłada się to na rekordowe ceny tych dóbr, co ma swoje skutki w podwyższonych odczytach inflacji nie tylko w naszym kraju, ale w całej Europie. Jednym z największych zagrożeń na kolejne miesiące jest ograniczenie dostaw prądu, będące skutkiem niedoboru surowców do jego wytworzenia. A już teraz wysokie ceny gazu i węgla prowadzą do rynkowego kosztu wytworzenia energii przekraczającego 1000 zł za 1 MWh. Ograniczenia dostępu mogą jeszcze bardziej wywindować ceny w przyszłości.

Najnowszy odczyt naszego indeksu implikuje znacznie niższą dynamikę PKB, niż wynikałoby z oczekiwań odnośnie do II kwartału. Naszemu wskaźnikowi bardzo ciąży indeks nastrojów konsumentów, który osiąga obecnie najniższe poziomy w swojej blisko 20-letniej historii. Konsumenci są pełni obaw o swój dobrobyt przez niespotykany od lat 90. wzrost kosztów życia przy jednoczesnym wzroście kosztów obsługi wszelkich zobowiązań finansowych w wyniku podwyżek stóp procentowych. Inflacja nie jest jednak w pełni zależna od czynników zewnętrznych. Wskaźnik inflacji bazowej, czyli wyłączonej wpływ cen energii, paliw i żywności, odnotował wzrost do ponad 8%, co jest już w znacznej mierze efektem ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej w ciągu poprzednich dwóch lat.

Ceny prądu w Polsce (zł/MWh)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych TGE



Baker Tilly TPA Index

Niestety, najnowsza projekcja NBP nie napawa pod tym względem optymizmem. Inflacja będzie istotnym problemem jeszcze przynajmniej do końca 2024 r. i przez trzyletni okres (2022-2024) łączny wzrost cen wyniesie zapewne ok. 30%. Odpowiedzią na to są rosnące stopy procentowe, które odczuwane są wyjątkowo boleśnie, ponieważ rosną bardzo szybko (jak nigdy wcześniej w Polsce) oraz z rekordowo niskiego poziomu. Fakty są jednak takie, że bieżące stawki WIBOR są zbliżone do panujących w okresie 2002-2012, więc nie są niczym nietypowym. Aktualne kwotowania rynkowe wskazują, że maksymalny poziom WIBOR-u zostanie zrealizowany pod koniec roku w okolicach 8,25%, po czym możemy oczekiwać spadku stóp procentowych w związku z wyhamowaniem gospodarki i możliwą recesją w 2023 r.

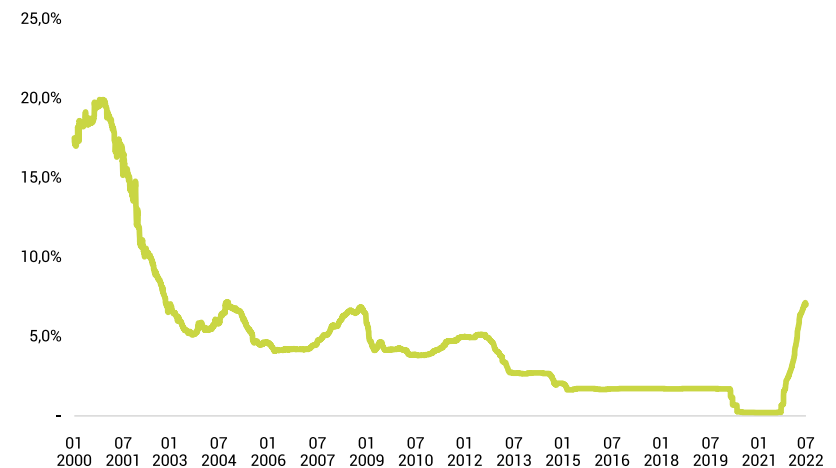
O ile jeszcze kilka miesięcy temu ryzyko spadku PKB w ujęciu r./r. było niewielkie, o tyle teraz założenie takie stało się scenariuszem bazowym i na początku 2023 r. możemy doświadczyć ujemnej dynamiki produktu krajowego brutto. Z punktu widzenia Polski istotne jest ryzyko spowolnienia, a nawet załamania koniunktury w Niemczech spowodowanego ograniczeniami w dostawach gazu, co w szczególności odczuje przemysł. Polska gospodarka

jest bowiem w bardzo dużym stopniu uzależniona od koniunktury w niemieckim przemyśle. Z pozytywnych aspektów znów warto zwrócić uwagę na rekordowo niskie bezrobocie, choć po wakacjach prawdopodobnie zacznie ono rosnąć, ponieważ przedstawiciele wielu sektorów ankietowani przez GUS wskazują na planowane redukcje zatrudnienia.

Wysoki koszt kapitału wpływa na spadek wartości aktywów i inwestycji,

jednak zwiększa ich długoterminową atrakcyjność. Stopa dyskontowa jest bowiem równoznaczna z oczekiwanym zyskiem z danego aktywa, a te są teraz na bardzo wysokich poziomach. Dlatego spowolnienie i kryzys to zawsze najlepsze okresy na zakupy inwestycyjne dla silnych kapitałowo inwestorów. Dostosowanie i akceptacja nowych, niższych cen może jednak zająć kilka miesięcy, kiedy wolumeny wszelkich transakcji będą mniejsze.

Stawka WIBOR 3M w okresie styczeń 2000-lipiec 2022



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

Baker Tilly TPA Index

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

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

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 oraz bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej), 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 0, 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 ujednolicić

(znormalizować) te wskazania w odniesieniu do historii odczytów dla każdego wskaźnika. Na bazie historycznych wyników określamy co miesiąc, gdzie znajduje się bieżąca wartość w przedziale od 0 do 100% zakresu wyznaczanego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdą się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla pięciu wskazanych powyżej 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 II kwartale 2022 r. wykazała nieco niższy poziom niż zaobserwowany w I kwartale 2022 r. Według zebranych przez nas danych z serwisów Reuters oraz MergerMarket w ciągu trzech miesięcy miały miejsce 82 transakcje dotyczące podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Dla I kwartału 2022 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miało wtedy miejsce 108 transakcji M&A (wzrost w stosunku do liczby ukazanej w poprzedniej wersji Baker Tilly TPA Index wynika z opóźnień w dacie ogłoszenia transakcji w stosunku do daty transakcji).

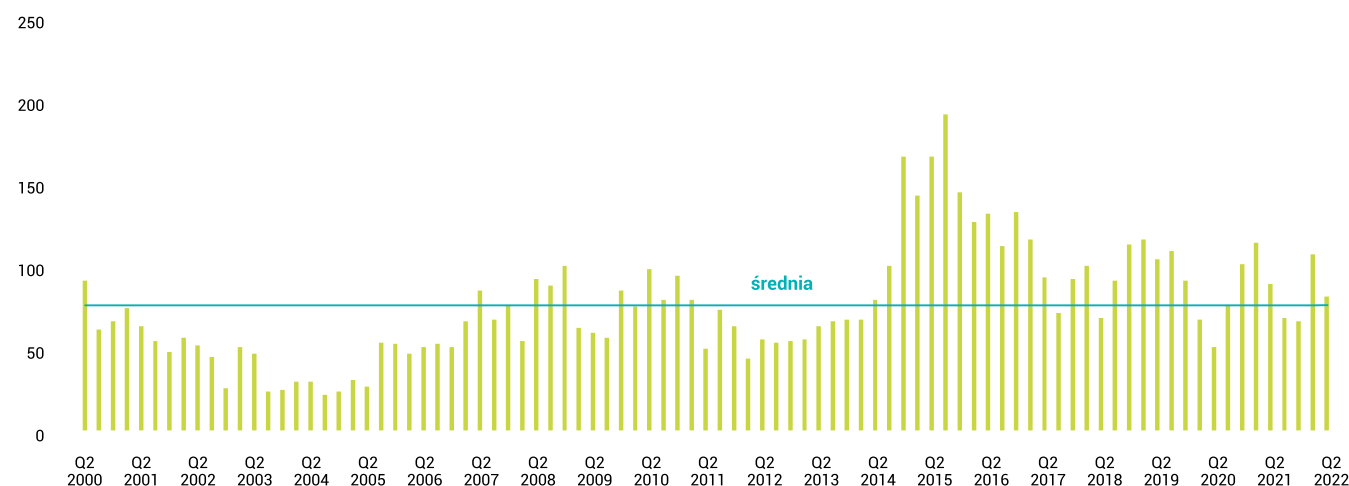
.....

Aktywność transakcyjna w II kwartale tego roku zbliżona jest do średniej z ostatnich trzech lat (ok. 87 transakcji kwartalnie), jednak znacznie niższa niż wartości obserwowane podczas szczytu aktywności w latach 2015-2016, gdy fuzji i przejęć dokonywano około dwukrotnie więcej. Przyczyną dość niskiej liczby transakcji w ostatnich kwartałach może być niepewność co do sytuacji makroekonomicznej, wpływająca na wzrost ryzyka rynkowego. W kontekście negocjacji cen zakupu obecne warunki wysokiej inflacji, zawirowania na rynku energetycznym oraz przerwy w łańcuchach dostaw nie sprzyjają podejmowaniu decyzji. Nie bez znaczenia dla rynku M&A jest również sytuacja geopolityczna w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w tym przede wszystkim trwająca wojna na Ukrainie. Wpływa ona również na poziom ryzyka, które oceniane jest przez inwestorów

zainteresowanych rynkiem Europy Środkowo-Wschodniej. Warto dodać, że proces M&A rozłożony jest na wiele miesięcy, przez co konsekwencje wojny i wzrostu ryzyka mogą być rozłożone w czasie na kilka następnych kwartałów.

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. Co więcej, 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.

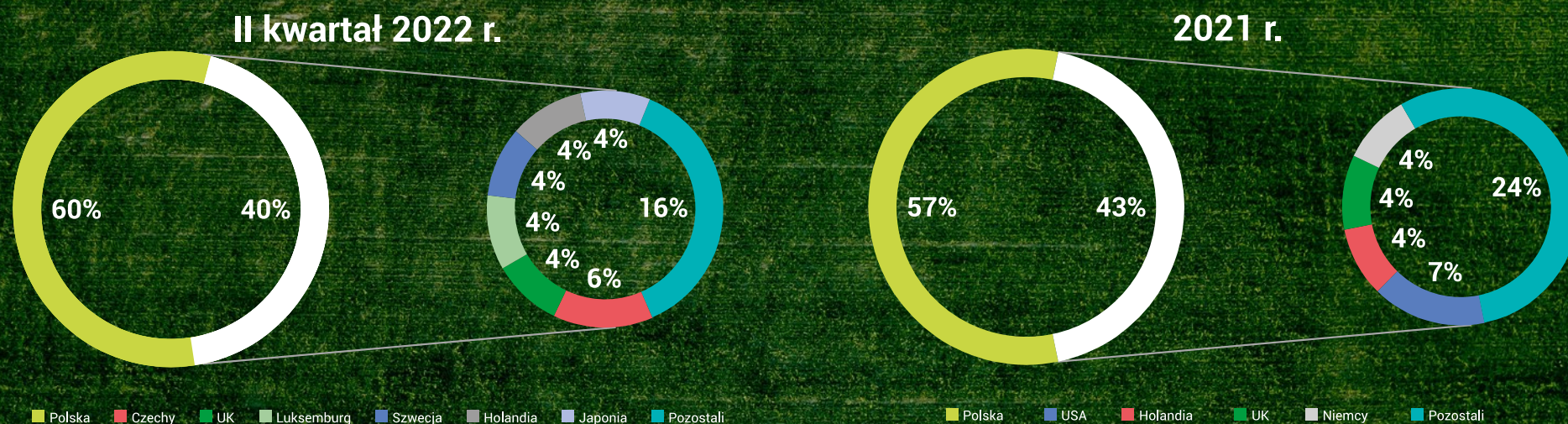


Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Geograficzna struktura nabywców w II kwartale 2022 r. powróciła do standardowego dla naszego rynku rozkładu. Historycznie średnio w latach 2000-2021 ok. 2/3 przejmujących stanowiły firmy polskie, w I kwartale 2022 r. 73% nabywców reprezentowało kapitał zagraniczny, a 27% pochodzący z Polski, natomiast w II kwartale 2022 r. podział na inwestorów z Polski i zagranicy ukształtował się na poziomie 60/40.

Wśród inwestorów spoza Polski, podobnie jak w poprzednim kwartale, dominowały podmioty z Czech (5 transakcji). Po trzy transakcje odnotowano wśród kupujących z Wielkiej Brytanii, Luksemburga, Szwecji, Holandii i, po raz pierwszy od wielu miesięcy, z Japonii. Aktywni w ostatnim półroczu inwestorzy czescy wywodzą się przede wszystkim z branż nieruchomości i finansowej.

Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w II kwartale 2022 r. w porównaniu z całym 2021 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i Mergermarket.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w II kwartale 2022 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek technologicznych, które odpowiadały za 24% transakcji ogółem. Jest to powrót tego sektora na szczyt podium popularności, po spadku w zeszłym kwartale. Wysoką na tle całej historii transakcyjnej popularnością cieszyły się usługi i produkty konsumenckie (17% udziału w strukturze). Sugerować to może zwrot inwestorów do branż, które powinny najlepiej sobie poradzić w przypadku zagrożenia recesją. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory przemysłowy (11%) oraz nieruchomości (10%).

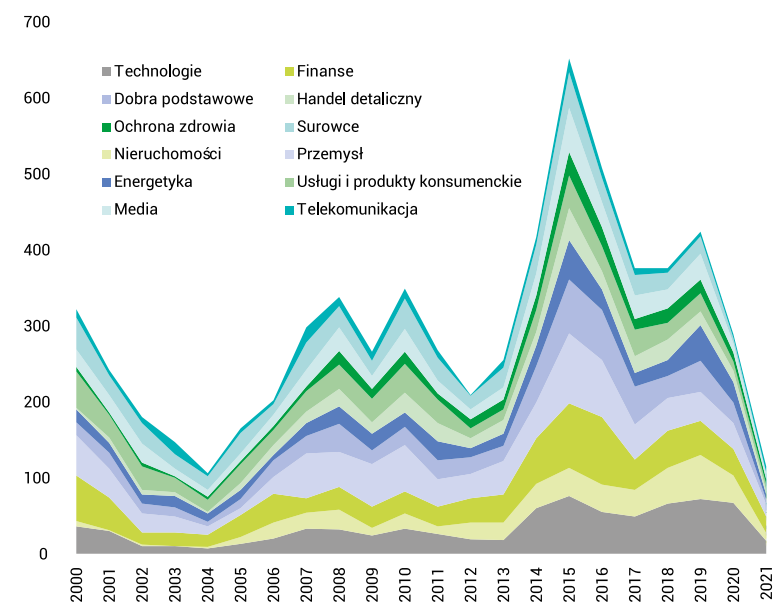
Podział transakcji ze względu na sektory

	II kw. 2022	I kw. 2022	2021	2000-2021
Dobra podstawowe	4%	9%	8%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	17%	14%	8%	9%
Energetyka	9%	9%	11%	7%
Finanse	6%	5%	11%	13%
Ochrona zdrowia	6%	3%	4%	4%
Technologie	24%	15%	17%	12%
Przemysł	11%	15%	14%	14%
Surowce	1%	6%	2%	9%
Media	7%	6%	9%	8%
Nieruchomości	10%	13%	6%	7%
Handel detaliczny	4%	6%	4%	5%
Telekomunikacja	1%	–	5%	3%
Łącznie transakcji	82	108	341	6819

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i Mergermarket

Poniższy 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. Dane z tego kwartału sugerują powrót popularności dóbr i usług konsumenckich, jednak potwierdzi to dopiero aktywność rynku w kolejnych miesiącach.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Wyceny na GPW w Warszawie

W II kwartale 2022 r. zaobserwowano kontynuację głębokich spadków wycen spółek notowanych na GPW. Po tym jak indeksy w I kwartale 2021 r. wróciły do poziomów obserwowalnych przed marcem 2020 r., a w II kwartale 2021 r. ustanowiły lub zbliżyły się do swoich historycznych rekordów, obserwujemy korektę w wysokości 20-30% w stosunku do listopada 2021 r.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec II kwartału wartość 1 695,97 pkt, co zbliża ten indeks do pandemicznych poziomów z wiosny i jesieni 2020 r. Jego korekta w stosunku do ostatniego dnia I kwartału 2022 r. wyniosła 20%. Indeksy WIG oraz mWIG40 również kontynuowały swój spadek i znalazły się na odpowiednio 19-procentowym i 16-procentowym minusie w stosunku do końca I kwartału 2022 r. W przypadku mWIG40 mowa jest o istotnej korekcie, w szczególności mając na uwadze fakt, że w połowie listopada wskaźnik ten przekroczył 5850 pkt. Był to rekordowy odczyt w całej, 24-letniej historii tego indeksu. Niższe spadki zanotował za to sWIG80 (indeks grupujący podmioty o mniejszej kapitalizacji), który w zeszłym kwartale wykazał się największą odpornością na rynek niedźwiedzi. Zanotował on w tym okresie spadek w wysokości 13% kw./kw.

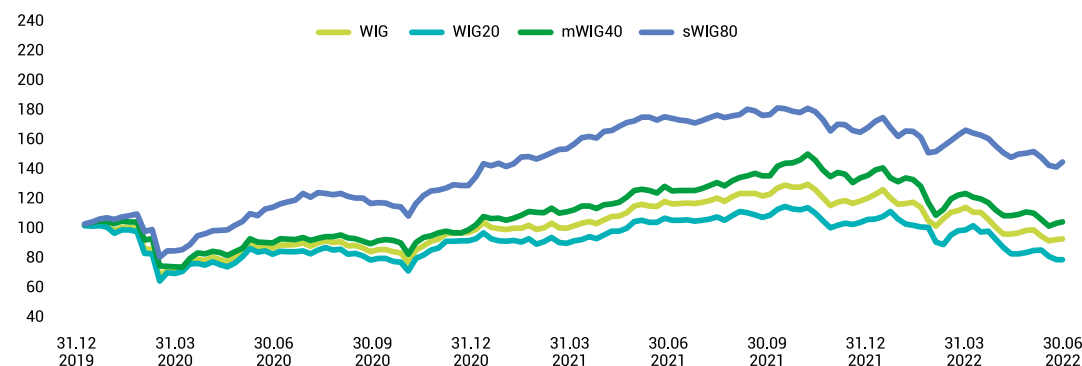
Warto dodać, że w przypadku sWIG80 listopadowe odczyty na poziomie ok. 21 620 pkt oznaczały przekroczenie szczytów zaobserwowanych w latach 2014 i 2017 oraz znaczne zbliżenie się do rekordowego notowania z 6.07.2007 r. w wysokości 21 697 pkt.

O ile w okresie hossy 2021 r. indeksy grupujące Spółki o największej kapitalizacji zachowywały największą stateczność i reagowały na wzrosty z opóźnieniem, o tyle obserwując obecną bessę zauważamy, że wykazują one potencjał do szybkich spadków, które dopiero pociągają rynek mniejszych spółek za sobą. Nie bez znaczenia jest w tej sytuacji również aspekt płynności i wielkości obrotów oraz fakt, że dużą wagę w WIG20 mają banki, które narażone są na dodatkowe ryzyka (wakacje

kredytowe, kredyty CHF, presja rządowa na oprocentowanie depozytów).

Kluczowe dla przyszłych kursów powinno być jednak zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza oraz geopolityczna. Nadzieję na potencjalne wzrosty dają historycznie niskie wyceny, jak i poszukiwanie atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych w stosunku do depozytów bankowych, które obecnie nie oferują zwrotu pokrywającego wysoką inflację. Znaczący wpływ na wyceny ma trwająca wojna na Ukrainie, której jednym ze skutków jest istotny wzrost ryzyka systematycznego w regionie. Sytuacja rynkowa jest niepewna, co utrudnia szacowanie przyszłych wyników spółek.

Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce od początku 2020 r. (31.12.2019 = 100)

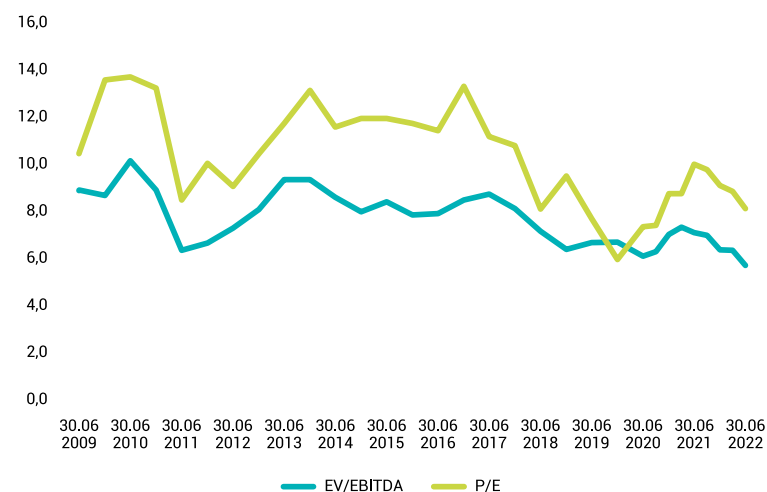


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

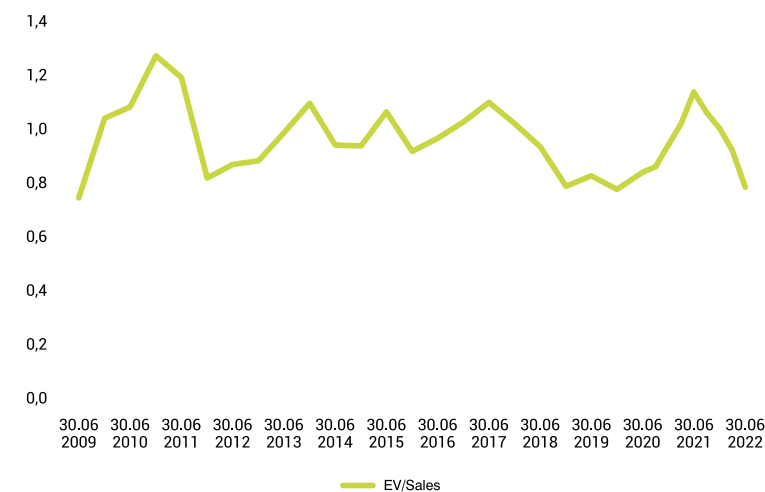
Obserwując mnożniki wycen na GPW, zauważamy kontynuację spadku ich wartości w stosunku do trzech poprzednich kwartałów. Oznacza to powrót do historycznie niskich poziomów wycen. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła na koniec II kwartału 2022 r. wartość 5,66x (w porównaniu z 6,29x na koniec I kwartału 2022 r. i 6,32x na koniec 2021 r.), natomiast EV/Sales osiągnął 0,78x (vs 0,92x na koniec I kw. 2021r. oraz 1,00x na 31.12.2021 r.). Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec II kwartału 2022 r. 8,07x (vs. 8,80x na 31.03.2022 r. oraz 9,04x na 31.12.2021 r.)¹.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

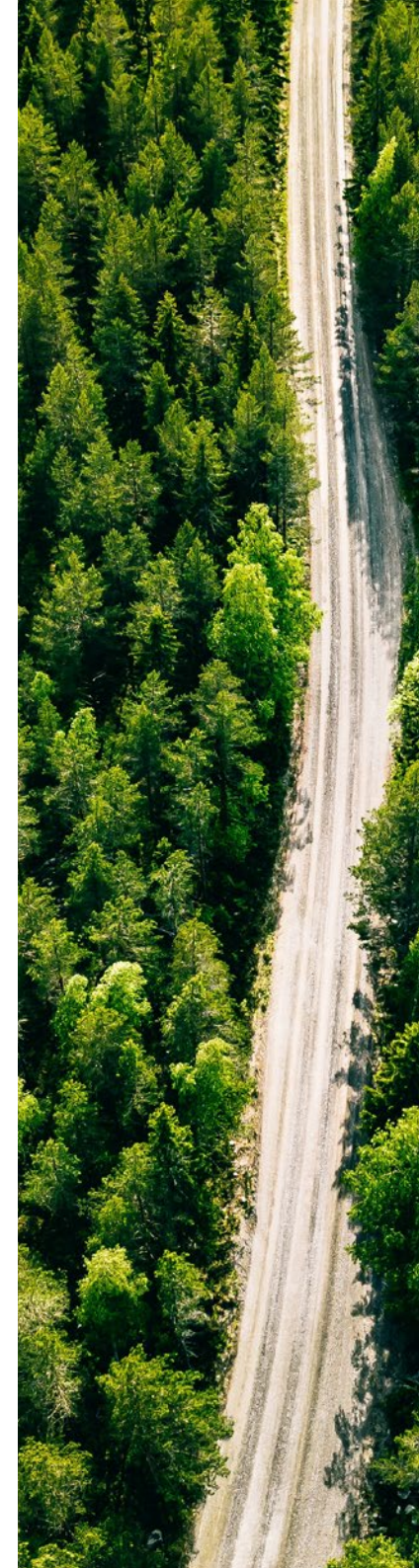
Mediana mnożników giełdowych na GPW
– EV/Sales



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters

Powodem spadku wartości mnożników w ostatnim kwartale są niższy rynkowy poziom wycen spółek (odzworowany w spadku indeksów giełdowych) oraz wzrosty osiąganych wyników finansowych, zwiększające mianownik wskaźników. 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.

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



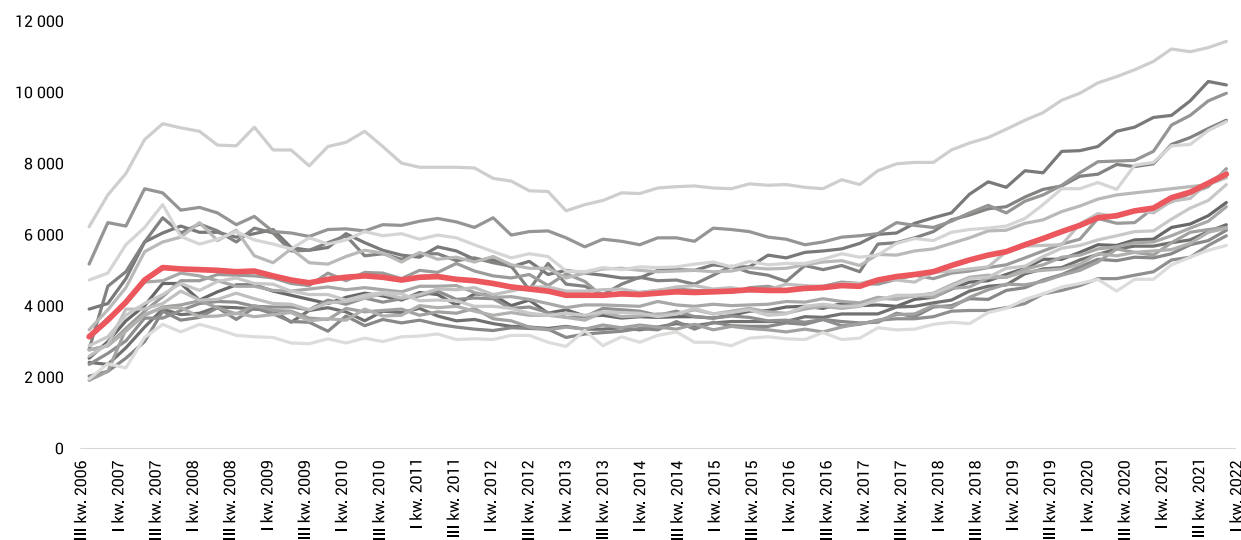
Czy nieruchomości w Polsce są drogie?

Sektor mieszkaniowy

O cenach mieszkań pisze i mówi się ostatnio bardzo dużo ze względu na znaczące ich wzrosty w ciągu ubiegłych kilku lat. Dane publikowane przez NBP, agregowane dla 17 największych miast w Polsce, potwierdzają, że mieliśmy do czynienia z hossą na rynku mieszkaniowym. W stosunku do minimalnych poziomów wyznaczonych po kilkuletnich spadkach w 2013 r. ceny mieszkań wzrosły o kilkadziesiąt procent. Największe zwwyżki średniej ceny na rynku

wtórny zanotowano w Gdyni i Gdańsku (nieco ponad 100%), a także w Katowicach, Szczecinie i Zielonej Górze (między 90% a 100%). Najwolniej zmiany postępowały w tym okresie w Lublinie, Kielcach i Poznaniu (wzrost o ok. 60%). Historia średnich cen w poszczególnych miastach została zaprezentowana na poniższym wykresie, przy czym na czerwono wyróżniona została średnia z 17 miast – w I kwartale 2022 r. wynosiła ona 7714 zł wobec 4311 zł na początku 2013 r. (wzrost o 79%) i 3150 zł w połowie 2006 r. (wzrost o 145%).

Średnie ceny transakcyjne na rynku wtórnym mieszkań w Polsce – średnia z 17 największych miast na tle składowych (w zł/m²)



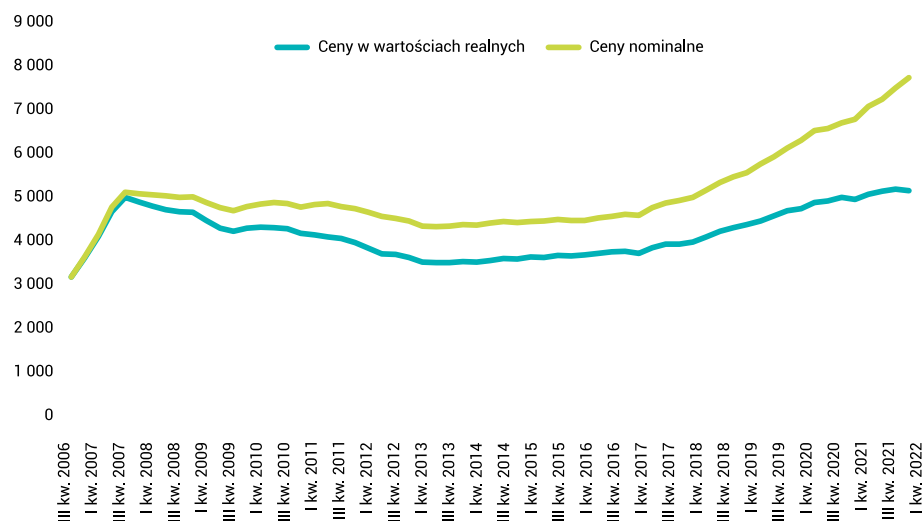
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP

Kondycja branży nieruchomości jest jednym z kluczowych czynników odpowiadających za koniunkturę gospodarczą i dynamikę PKB w kraju. Bieżące otoczenie geopolityczne oraz makroekonomiczne, w szczególności dynamiczny wzrost stóp procentowych, z pewnością przełożą się na spadek aktywności na tym rynku, zarówno w obszarze mieszkaniowym, jak i komercyjnym. Jednocześnie otwarte pozostaje pytanie, czy przełoży się to na spadek cen. Sprzyja im bowiem podwyższona inflacja, która zgodnie z lipcową projekcją NBP ma utrzymać się na dwucyfrowym poziomie nie tylko w 2022 r., ale również w kolejnym roku. W związku z tym postanowiliśmy zweryfikować poziom cen nieruchomości w Polsce.

Czy nieruchomości w Polsce są drogie?

O tym, czy jest drogo, czy tanio, nie decydują jednak nominalne poziomy cen. Należy je porównać z innymi parametrami i dopiero wtedy możemy stwierdzić, jak ocenić bieżący poziom. Pierwszym punktem odniesienia może być aspekt realnych cen. Doświadczamy inflacji, szczególnie w ostatnich kwartałach, i to też przekłada się na wyższe ceny mieszkań. O ile wskazane wyżej wzrosty nominalne są imponujące, o tyle skorygowanie ich o ogólny wzrost poziomu cen w Polsce znacząco zmienia perspektywę. Średnia cena w ujęciu realnym dopiero w ubiegłym roku osiągnęła wartości ze szczytu z 2007 r., a od dołka w 2013 r. zwiększyła się o 47%. Co ciekawe, w I kwartale tego roku cena mieszkań nie nadążyła za inflacją, przez co realny poziom cen zaczął się obniżać. W efekcie spojrzenie na ceny realne nie wskazuje na dramatyczne przegrzanie rynku.

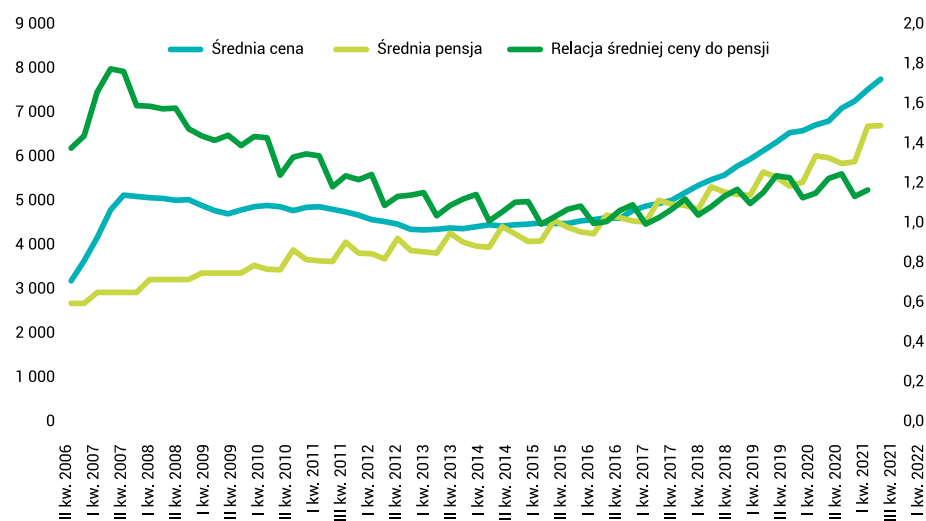
Średnia cena transakcyjna (w zł/m²) dla 17 miast w ujęciu nominalnym i realnym (ceny stałe z połowy 2006 r.)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP i GUS

Jako drugi parametr referencyjny możemy wykorzystać średnie wynagrodzenia w Polsce. Ostatecznie mieszkanie jest dobrem konsumpcyjnym, więc siła nabywczą ludności odgrywa istotną rolę w kształtowaniu popytu i w konsekwencji również cen tego dobra. Ze względu na dobrą koniunkturę gospodarczą, a także tzw. rynek pracownika w ostatnich latach obserwowaliśmy dynamiczny wzrost średniego wynagrodzenia w Polsce. Zgodnie z danymi GUS, podawanymi dla przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób, średnie wynagrodzenie w I kwartale bieżącego roku wyniosło 6666 zł, czyli o 74% więcej niż w I kwartale 2013 r., kiedy miał miejsce dołek cenowy na rynku mieszkań. Jest to zatem wzrost zbliżony do dynamiki cen mieszkań. Innymi słowy, za średnią pensję można kupić podobną liczbę metrów kwadratowych.

Relacja średniej ceny mieszkania i średniej pensji w Polsce



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP i GUS

Czy nieruchomości w Polsce są drogie?

Obrazuje to załączony wykres – średnią cenę metra kwadratowego zestawiamy na nim z przeciętnym wynagrodzeniem w danym kwartale. Relacja ta pokazuje, ile przeciętnych pensji potrzeba na zakup metra mieszkania na rynku wtórnym przy średniej cenie dla 17 największych miast. Jak widać, po podwyższeniach poziomach w okresie poprzedniej hossy i w czasie spadków cen, od około ośmiu lat relacja ta jest dość stabilna i mieści się w przedziale 1,0-1,2 (na zakup jednego metra mieszkania potrzeba 1,0-1,2 średniej pensji). Oznacza to, że wyższe ceny są efektem wyższej siły nabywczej i rosnących zarobków Polaków i również ten parametr nie wskazuje na odchylenie się cen mieszkań od normalnych poziomów dla naszego rynku.

Jako kolejną miarę cen w Polsce w ramach naszej analizy zweryfikowaliśmy także sytuację na naszym rynku w porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej. Najlepszym zestawieniem do wyciągania wniosków wydają się być wyniki dla podobnego parametru jak opisany powyżej – relacji cen lokali do zarobków w danym kraju. W oparciu o pozyskane dane

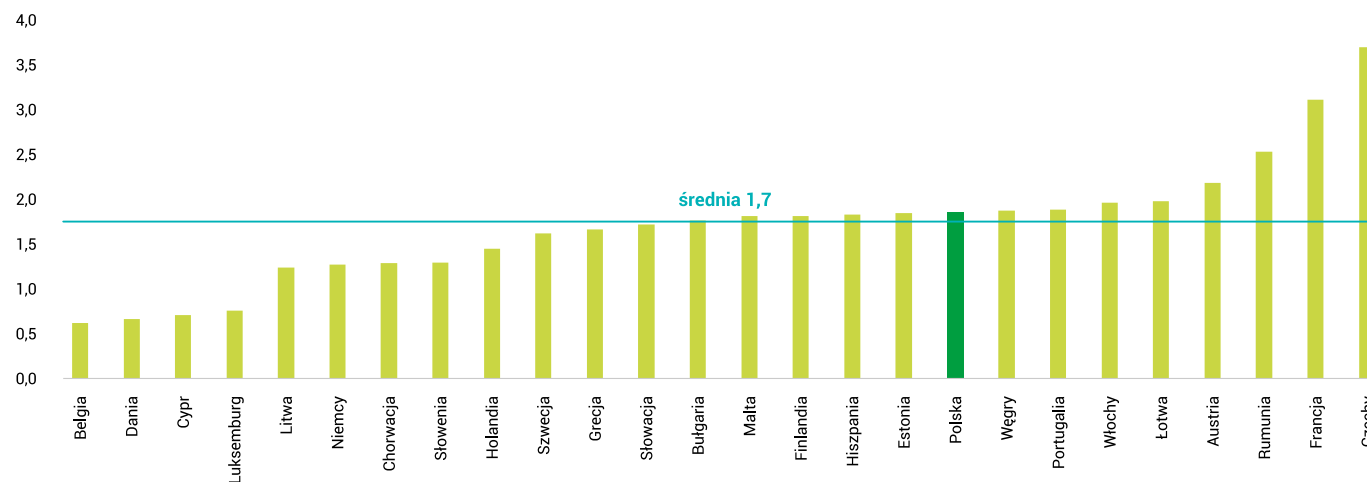
zauważamy, że zależność ta przyjmuje bardzo różne poziomy w poszczególnych krajach. Wskaźnik dla Polski odbiega od wyznaczonego wcześniej, ponieważ to zestawienie obejmowało ceny w dużych miastach, które naturalnie są wyższe od średniej krajowej i prowadzą do wyższego odczytu (potrzeba więcej średnich pensji na metr mieszkania w dużym

mieście). Chcieliśmy jednak zachować porównywalność danych do pozostałych państw, dla których analiza opierała się właśnie o główne ośrodki miejskie.

Mimo dużej rozbieżności wartości wskaźnika, jego średnia jest bardzo zbliżona do odczytu dla Polski. Oznacza to, że nasza mieszkaniowa siła nabywcza,

czyli zdolność do zakupu powierzchni mieszkania za średnią pensję, jest tylko nieco gorsza od średniej dla krajów Unii Europejskiej i jednocześnie wygląda lepiej niż w innych państwach regionu, takich jak Węgry, Rumunia czy Czechy (w tym ostatnim przypadku to efekt bardzo wysokich cen w Pradze, która jest atrakcyjnym punktem turystycznym).

Relacja średniej ceny mieszkań za 1 m² w dużych miastach do średnich zarobków w krajach UE

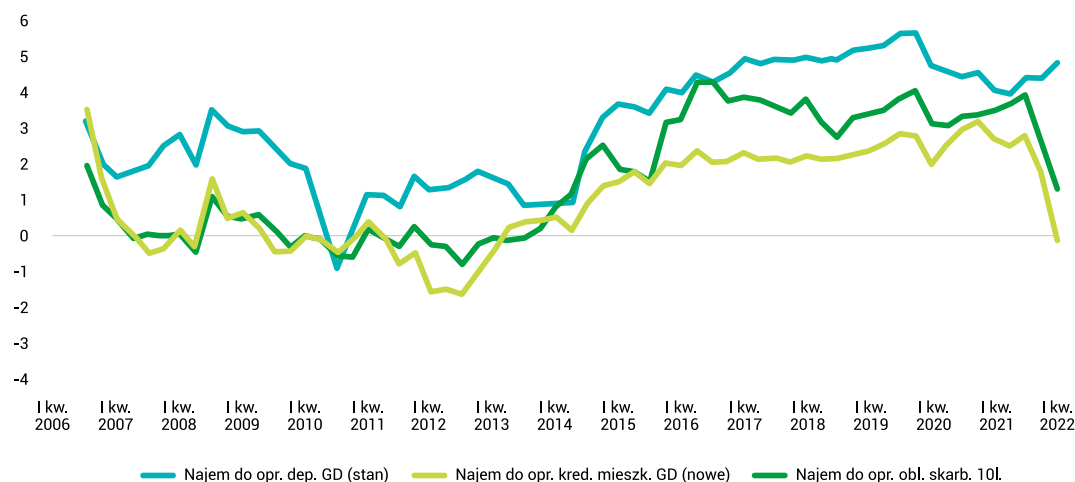


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych www.globalpropertyguide.com oraz ru-geld.de

Czy nieruchomości w Polsce są drogie?

Ostatni aspekt, jaki postanowiliśmy zweryfikować, to rentowność inwestycji w mieszkania z perspektywy posiadaczy mieszkań na wynajem. Rynek najmu jest bardzo rozproszony i trudny do uchwycenia, jednak statystyki przedstawiające zwrot z najmu w porównaniu z alternatywnymi dostępnymi metodami lokowania oszczędności prezentuje NBP w swoim kwartalnym raporcie dotyczącym rynku nieruchomości. Najnowsze dane obejmujące I kwartał br. wskazują, że atrakcyjność najmu spada. Aktualizacja danych za II kwartał zapewne wskaże kontynuację tego trendu, choć wciąż najem pozostaje sensownym rozwiązaniem, tym bardziej że zestawienie to uwzględnia jedynie dochód z czynszu, a nie uwzględnia dodatkowego zysku wynikającego z długoterminowego wzrostu wartości mieszkania.

Opłacalność wynajmu mieszkań (średnia dla 7 największych miast) wobec alternatywnych inwestycji gospodarstw domowych (różnice stóp procentowych)



Źródło: Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2022 r., NBP, czerwiec 2022 r.

Patrząc łącznie na przedstawione powyżej wnioski, można przyjąć, że obecne ceny mieszkań w Polsce są na zrównoważonym poziomie, nie wykazując przewartościowania ani niedowartościowania. Dlatego duże spadki są mało prawdopodobne, biorąc pod uwagę rosnące dwucyfrowo pensje i inflację. Jednak krótkoterminowe czynniki prowadzące do powstania nierównowagi między popytem a podażą, w szczególności drastyczny spadek dostępności kredytów hipotecznych, mogą sprzyjać stabilizacji cen, a może nawet lekkim spadkom w horyzoncie najbliższych miesięcy.

Prawdopodobnie na rynku mieszkaniowym będziemy obserwować zwiększającą się różnicę cen pomiędzy rynkiem wtórnym a pierwotnym. Projekty wprowadzane do sprzedaży w ostatnich miesiącach, obejmują budynki zrealizowane najczęściej na zakupionych stosunkowo drogiej nieruchomościach gruntowych i wybudowane przy wysokich kosztach budowy. To powoduje, że wysokie ceny utrzymują się pomimo wyraźnego spowolnienia tempa sprzedaży. O ile dojdzie do obniżek i rezygnacji z części marży, zapewne nie stanie się to jeszcze w 2022 r. Jednocześnie inwestorzy indywidualni korzystający z finansowania zewnętrznego będą skłonni do negocjacji cen transakcyjnych przy sprzedaży lokali.

Pierwotnie zapowiadano, że pandemia COVID-19 odwróci cykl koniunkturalny na rynku nieruchomości mieszkaniowych, tak się jednak nie stało. Niemniej dziś widzimy wyraźnie, że pojawia się na rynku szereg projektów zawieszonych lub już wystawionych na sprzedaż. Co za tym idzie, rynek deweloperski czeka zapewne dalsza fala konsolidacji.

Sytuacja na rynku nieruchomości komercyjnych

Rynek inwestycyjny w pierwszej połowie 2022 r. odnotował transakcje o wysokim wolumenie ponad 2,9 mld EUR, na co złożyło się około 150 transakcji z głównych sektorów rynku. Biorąc pod uwagę transakcje w toku i aktywność inwestorów, wolumen przejęć w 2022 r. będzie nadal relatywnie wysoki na tle europejskim, a Polska pozostanie liderem w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Jednak decyzje inwestycyjne wielu uczestników rynku zostały w ostatnim kwartale wstrzymane, a termin ich zamrożenia określi moment zakończenia działań wojennych za wschodnią granicą. Podobnie jak i w poprzednim roku, znaczną aktywność obserwujemy w sektorze magazynowo-przemysłowym, na który przypadło ok. 30% całkowitego wolumenu transakcji. Znaczny udział

w wolumenie dotyczył transakcji sektora mieszkaniowego PRS.

Dalszy rozwój sektora rynku PRS i udział inwestorów instytucjonalnych w segmencie "living" będzie rósł, zgodnie z trendem europejskim, gdzie na sektor mieszkań na wynajem i akademików przypada aktualnie blisko 30% wolumenu transakcyjnego.

Prawdopodobne jest, że sektor biurowy będzie pierwszym, który ustabilizuje swoją pozycję w czasach post-pandemicznych, a co za tym idzie obroni wartości i stopy kapitalizacji gotowych i skomercjalizowanych projektów biurowych. Aktualne statystyki transakcji obiektami klasy A wahają się od 3100 do nawet 6400 EUR za 1 m² GLA, w zależności od charakterystyki inwestycyjnej biurowca. Ze względu na

przyczyny zewnętrzne prowadzące do sytuacji, w której inwestorzy projektów biurowych (ale i nie tylko) znaleźli się w nowej rzeczywistości, będziemy mieli prawdopodobnie do czynienia ze zmianą podejścia i elastyczności w wielu wymiarach funkcjonowania rynku inwestycji biurowych.

W odniesieniu do rynku powierzchni biurowych należy spodziewać się przyspieszenia zmian w formie funkcjonowania biur oraz w koncepcji powierzchni. Te ostatnie powinny stać się łatwo adaptowalne i zmienne w swoim przeznaczeniu. Takie podejście ma umożliwiać funkcjonowanie najemcom biurowym, idealnie dostosowując wynajętą powierzchnię do potrzeb najemcy w danym czasie i w odniesieniu do całości zespołu pracowników / działów

w przedsiębiorstwie. Dodatkowo obecna skala pracy zdalnej będzie ten proces uzupełniać (ale nie zastępować w całości), wprowadzając dodatkowo element rotacyjności zasobów pracowniczych w biurach.

Jednocześnie, wiele transakcji nieruchomości komercyjnymi, nie tylko w Polsce, nie dochodzi do skutku z uwagi na kłopoty z uzyskaniem choćby częściowego finansowania. Często przeszkodą nie stanowi awersja instytucji finansującej do danej klasy aktywów, a jedynie koszt kapitału. Jego wysokość powoduje, że z perspektywy inwestora opłacalność przedsięwzięcia drastycznie spadła. Powstaje dysonans pomiędzy wynikami operacyjnymi z nieruchomości komercyjnych a kosztem kapitału dłużnego.



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, a także po wzroście premii za ryzyko rynkowe, obecną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce w całej gospodarce szacujemy na

12,95%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne / spółdzielcze	10,5%
Banki uniwersalne	14,4%
Budowlany	14,2%
Chemiczny (podstawowy)	12,8%
Chemiczny (specjalistyczny)	12,8%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	14,3%
Części samochodowe	16,0%
Deweloperski	11,8%
Dystrybucja ropy / gazu	12,0%
Edukacja	11,8%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	14,3%
Elektronika (ogólna)	13,2%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	12,0%
Energia odnawialna	12,2%
Farmaceutyczny	12,7%
Handel detaliczny	11,0%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,3%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	13,3%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	14,1%
Handel detaliczny (online)	14,4%
Hotele i hazard	15,1%
Hurtownicy żywności	11,6%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	12,1%
Inżynieria / budownictwo	13,2%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Kanalizacja i ścieki	9,7%
Komputery / urządzenia peryferyjne	13,1%
Leki (biotechnologia)	13,3%
Maszynowy	13,6%
Materiały budowlane	12,9%
Podwykonawcy budowlani	13,8%
Meble / wyposażenie domu	13,2%
Metale i górnictwo	14,6%
Metale szlachetne	13,0%
Militaria / obronność	14,2%
Napoje alkoholowe	10,9%
Napoje bezalkoholowe	12,0%
Nieruchomości	12,1%
Obuwie	13,9%
Odzież	13,7%
Opakowania	12,2%
Opony	13,2%
Oprogramowanie (Internet)	12,5%
Oprogramowanie (rozrywka)	13,1%
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	12,9%
Papierowy i drzewny	12,0%
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	11,8%
Półprzewodniki	14,9%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Produkty gospodarstwa domowego	12,0%
Produkty zdrowotne	12,7%
Przemysł stoczniowy i morski	13,2%
Przetwórstwo spożywcze	11,2%
REIT	12,0%
Reasekuracja	15,9%
Reklama	13,0%
Rekreacja	13,4%
Restauracje	15,8%
Rolnictwo	11,2%
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	16,0%
Ropa i gaz (zintegrowany)	14,7%
Rozrywkowy	13,1%
Samochody i ciężarówki	14,2%
Sprzedaż detaliczna	14,9%
Sprzedaż hurtowa	12,6%
Sprzęt elektryczny	14,6%
Sprzęt i usługi biurowe	13,4%
Sprzęt telekomunikacyjny	13,0%
Sprzęt wydobywczy	15,4%
Stalowy	14,1%
Szpitala / placówki opieki zdrowotnej	11,5%
Technologie dla ochrony zdrowia	12,2%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	12,6%
Telewizja	12,6%
Telewizja kablowa	10,2%
Transport	12,5%
Transport kolejowy	14,7%
Transport lotniczy	16,8%
Transport samochodowy	13,6%
Tytoń	10,1%
Ubezpieczenia (majątkowe)	12,0%
Ubezpieczenia (ogólne)	13,3%
Ubezpieczenia (życie)	14,4%
Usługi biznesowe i konsumenckie	13,4%
Usługi dla nieruchomości	11,0%
Usługi finansowe	12,7%
Usługi informacyjne	13,4%
Usługi informatyczne	12,8%
Usługi środowiskowe i odpadowe	13,1%
Usługi telekomunikacyjne	11,1%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	11,7%
Użyteczności publicznej	11,6%
Węgiel	17,4%
Wydawnictwa i gazety	12,3%

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, aby 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 30.06.2022 r. ich rentowność wyniosła 6,94% (w porównaniu z 3,67% na koniec 2021 r.). 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 6,01% (vs 4,24% na 31.12.2021 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 12,95%.

Wart odnotowania jest ostatni wzrost kosztu kapitału własnego wobec poprzedniego kwartału, kiedy wyniósł

10,88%. W II kwartale 2022 r. nastąpił wzrost rentowności obligacji skarbowych o 0,79 p.p. (co przełożyło się na wzrost stopy wolnej od ryzyka) oraz wzrost premii za ryzyko rynkowe o 1,28 p.p. (co dodatkowo powiększyło koszt kapitału).

Jednak ryzyko poszczególnych działalności istotnie się różni. Aby uwzględnić efekt różnicowania 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 – jak go wyznaczamy?

Wymienione 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 6,94%)

β – współczynnik beta

MRP – rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 6,01%)

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

Koszt kapitału własnego dla zaawansowanych

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

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

gdzie:

k_e – koszt kapitału własnego

r_f – stopa wolna od ryzyka w danej walucie

CRP – ryzyko kraju (*country risk premium*)

β – współczynnik beta

MRP – rynkowa premia za ryzyko

α – dodatkowa premia za ryzyko

Aby oszacować koszt kapitału w tym podejściu, zaczynamy od wyznaczenia stopy wolnej od ryzyka (r_f) dla danej waluty, w której sporządzamy prognozę przepływów pieniężnych. Dla złotego będzie to rentowność polskich obligacji długoterminowych skorygowana o ryzyko kraju, którą możemy zmierzyć przez kwotowanie CDS (ponieważ rating Polski jest na poziomie A, zakup obligacji skarbowych nie jest inwestycją bez ryzyka). Obecnie taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 5,67%. Dla waluty EUR będzie to 1,36%, a dla USD jest na poziomie 2,97%.

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

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 obok 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 odzwierciedla ryzyko inwestycji.

Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na 30.06.2022 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	6,94%
r_f	
PLN	5,67%
EUR	1,36%
USD	2,97%
CRP	
Polska	1,47%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,17%
Hiszpania	0,48%
MRP	6,01%
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

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

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
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

Sektor	Beta	Beta aktywów
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
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

Sektor	Beta	Beta aktywów
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
REIT	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
Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1.3	1.1
Sprzedaż hurtowa	0.9	0.7

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Sektor	Beta	Beta aktywów
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

Sektor	Beta	Beta aktywów
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

Sektor	Beta	Beta aktywów
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



Opis wskaźników koniunktury

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.

Composite Leading Indicator (CLI) OECD

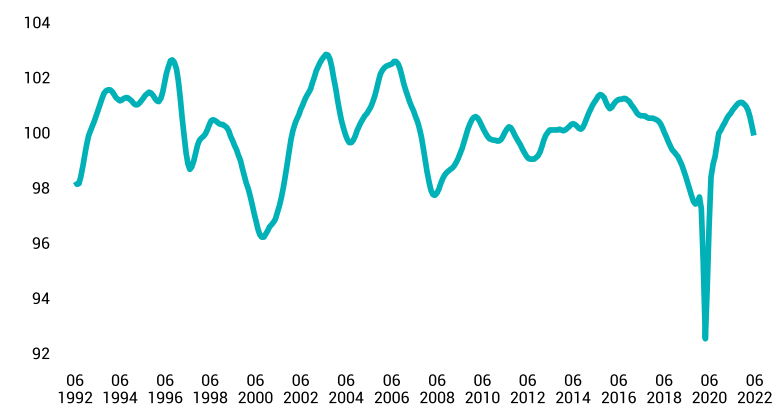
Ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych wskazujących na wahania działalności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału. CLI wykazuje krótkoterminowe ruchy gospodarcze raczej w kategoriach jakościowych niż ilościowych. Składniki CLI są 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 Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Historyczne wartości CLI dla Polski



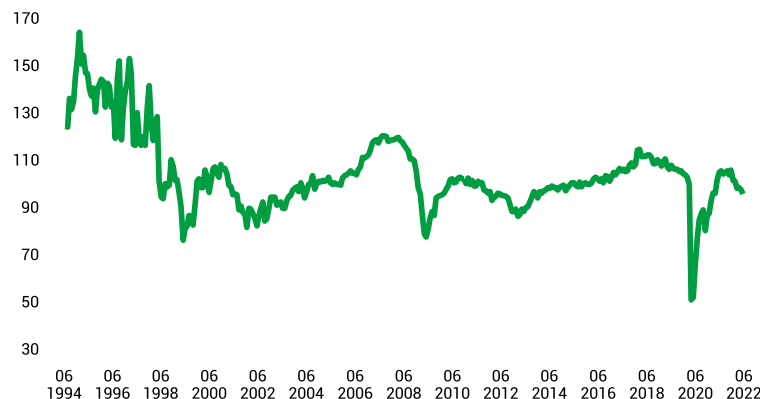
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych OECD

Opis wskaźników koniunktury

Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej

Jest on 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

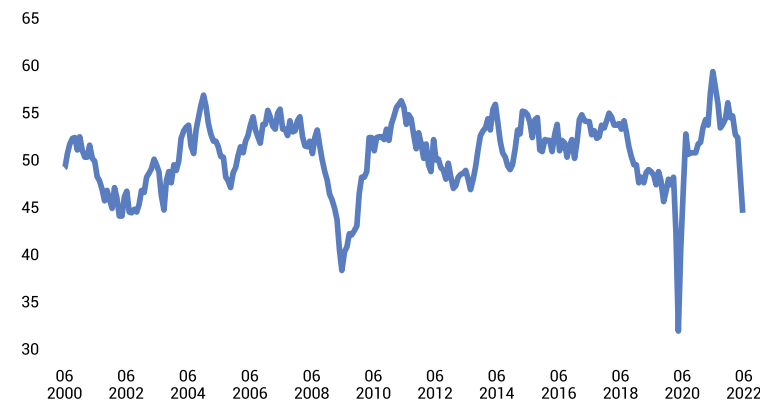


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

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



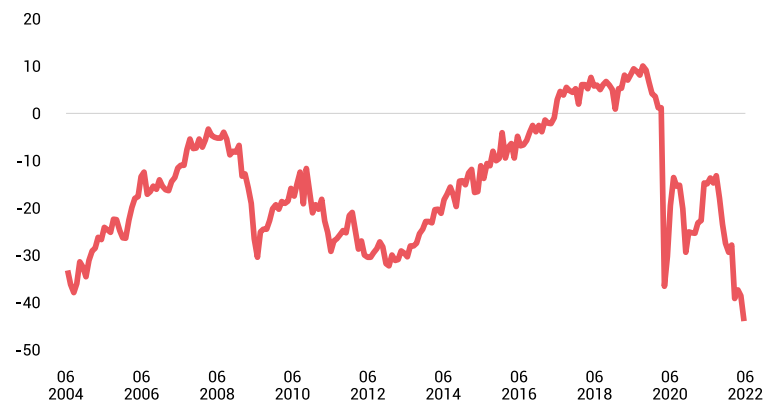
Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl

Opis wskaźników koniunktury

BWUK

Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej publikowany jest przez Główny Urząd Statystyczny. Obliczany jako średnia arytmetyczna sald odpowiedzi dotyczących: ocen zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie ostatnich 12 miesięcy, ocen zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie najbliższych 12 miesięcy, ocen zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w okresie ostatnich 12 miesięcy, ocen zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w okresie najbliższych 12 miesięcy oraz ocen obecnego dokonywania ważnych zakupów. Wskaźnik ufności konsumenckiej może przyjmować wartości od -100 do +100. Wartość dodatnia oznacza przewagę liczebną konsumentów nastawionych optymistycznie nad konsumentami nastawionymi pesymistycznie, natomiast wartość ujemna oznacza przewagę liczebną konsumentów nastawionych pesymistycznie nad konsumentami nastawionymi optymistycznie. Dla umożliwienia porównywalności oraz obliczenia indeksu Baker Tilly TPA, wartość podawana przez GUS powiększona została o 100, w związku z czym poruszamy się w zakresie od 0 do 200, gdzie wartość 100 jest wartością neutralną.

Historyczne wartości BWUK



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Opis wskaźników koniunktury

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

Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie Baker Tilly TPA)

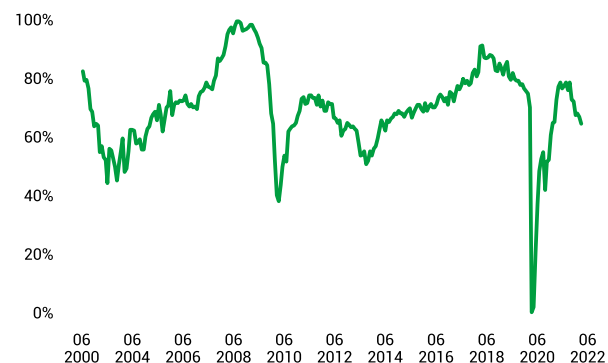
Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS znormalizowany



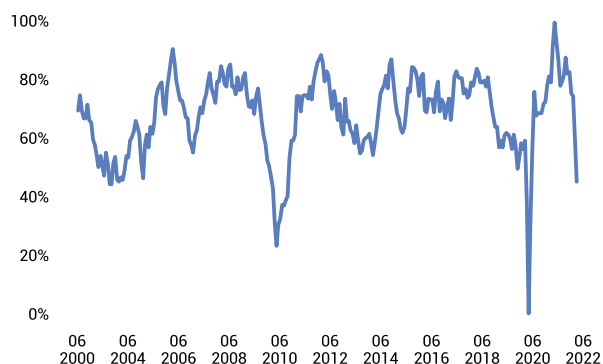
Composite Leading Indicator (CLI) znormalizowany



Economic Sentiment Indicator znormalizowany



Indeks PMI przemysłu znormalizowany



Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej znormalizowany



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA



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