

AUDYT · DORADZTWO BIZNESOWE

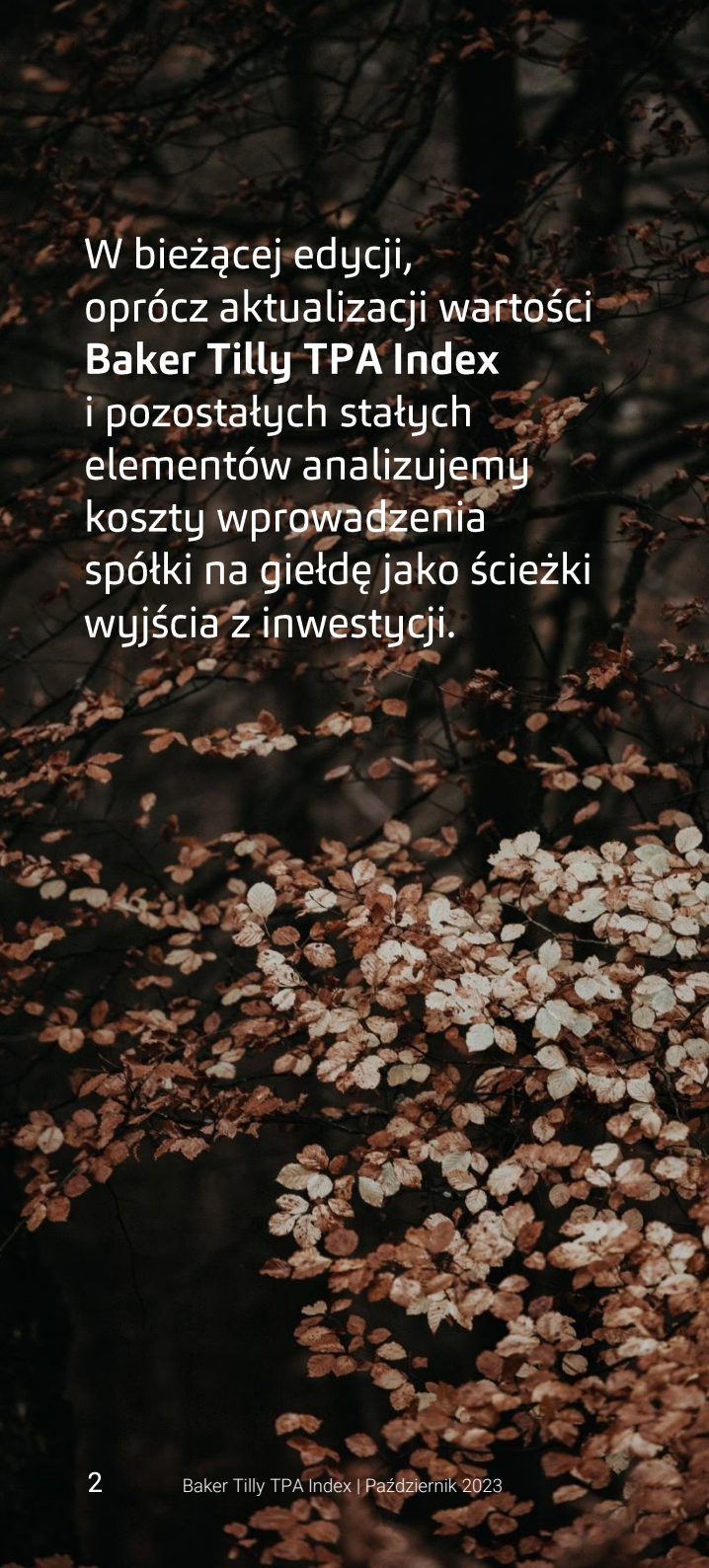
# Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu  
gospodarczym?

Październik 2023

**Now, for tomorrow**





W bieżącej edycji,  
oprócz aktualizacji wartości  
**Baker Tilly TPA Index**  
i pozostałych stałych  
elementów analizujemy  
koszty wprowadzenia  
spółki na giełdę jako ścieżki  
wyjścia z inwestycji.

## Szanowni Państwo,

przedstawiamy kolejne 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 na temat 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 aktywności gospodarczej w Polsce. Obecnie wskazuje on na stopniową **kontynuację wychodzenia z dołka cyklu koniunkturalnego i postępującą poprawę koniunktury w Polsce.**
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w III kwartale 2023 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. **Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce spadła o 41% w porównaniu z poprzednim kwartałem i znajduje się poniżej średnich poziomów z ostatnich lat. Mnożniki wyceny na GPW spadły o kilka procent ze względu na korektę notowań i pozostają na historycznie niskich lub umiarkowanych poziomach.**
- Prezentacja szacowanych przez nas wartości kosztu kapitału własnego dla poszczególnych sektorów oraz zmiennych niezbędnych do wyznaczenia tej wartości na własne potrzeby. **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 10,75%.**

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

Krzysztof Horodko  
Partner zarządzający  
w dziale corporate finance

Tomasz Manowiec, CFA, CVA, FCCA  
Dyrektor w dziale corporate finance

# Podsumowanie III kwartału 2023 r.

## Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Baker Tilly TPA Index wskazuje na kontynuację pozytywnego trendu zapoczątkowanego jesienią 2022 r.

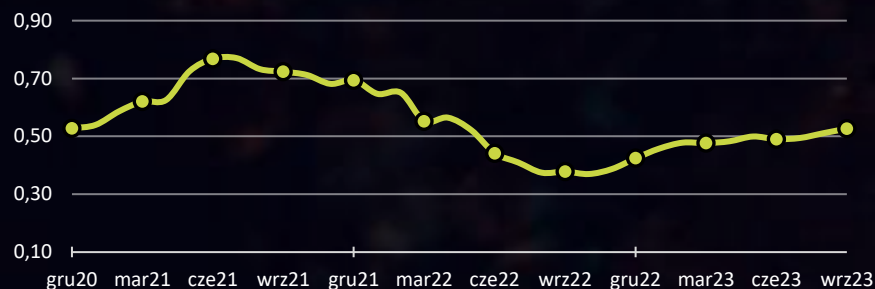
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

# 0,53

czerwiec 2023 r. – 0,49

Wskaźnik zanotował najniższy odczyt w październiku 2022 r. i w kolejnych miesiącach notuje poprawę.

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji spadła o 41% w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz znajduje się 7% poniżej długoterminowej średniej.

# 70

II kwartał 2023 r. – 118

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

III kwartał 2023 r.

# 10,75%

II kwartał 2023 r. – 10,78%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Przemysł  
Energetyka  
Technologie

Struktura nabywców w transakcjach



III kwartał 2023 r.

# 54

podmioty zagraniczne

# 64

podmiotów polskich

Wycena na GPW EV/EBITDA

wrzesień 2023 r.

# 5,82x

czerwiec 2023 r. – 6,05x

Wycena na GPW EV/Sales

wrzesień 2023 r.

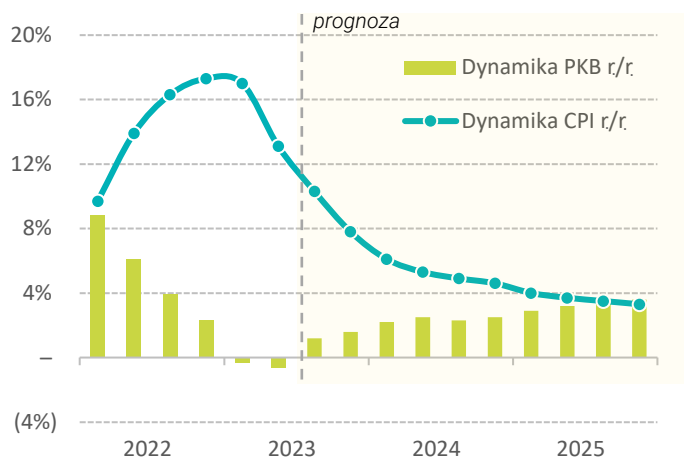
# 0,77x

czerwiec 2023 r. – 0,80x

II kwartał 2023 r.

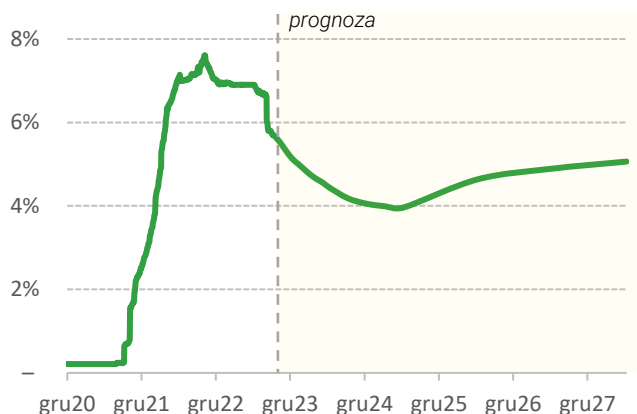
# Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy.

## Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS oraz NBP (Projekcja inflacji i PKB – lipiec 2023 r.)

## WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv

## Rentowność obligacji skarbowych na 30.09.2023 r.

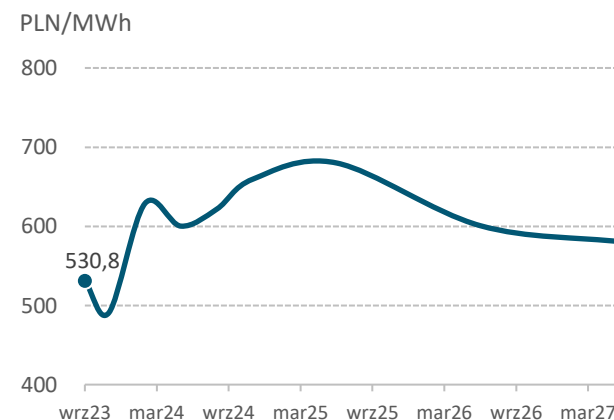
Zapadalność	Rentowność
1 rok	4,98%
2 lata	5,03%
3 lata	5,08%
5 lat	5,26%
10 lat	5,91%

Źródło: Refinitiv

## Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- Dynamika PKB i inflacja (CPI) pochodzą z najbardziej aktualnej projekcji publikowanej przez Narodowy Bank Polski (z lipca 2023 r.).
- Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 29.09.2023 r.
- Prognoza cen energii przedstawia średnioważone ceny dla kwartalnych oraz rocznych kontraktów BASE, czyli dostawy we wszystkie dni, przez wszystkie godziny doby w latach 2023–2027.

## Bieżąca cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE (wrzesień 2023 r.)



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych TGE

# Spis treści

**6**

O Baker Tilly TPA

**9**

Baker Tilly TPA Index

**13**

Aktywność  
transakcyjna  
i mnożniki wyceny

**18**

Ile kosztuje wejście na  
giełdę?

**20**

Koszt kapitału własnego –  
ile wynosi?

**27**

Załącznik – Opis  
wskaźników koniunktury

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



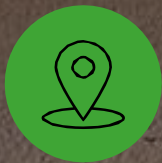
**Baker Tilly TPA** świadczy kompleksowe usługi audytorskie oraz doradztwa biznesowego. Łączymy rozwiązania najwyższej jakości z międzynarodowym doświadczeniem oraz najlepszymi regionalnymi praktykami rynkowymi.



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 ekspertów 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 do 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 usługi w obszarze corporate finance:



### Wycena przedsiębiorstw

- Cykliczna (roczna/kwartalna) wycena spółek portfelowych
- Wyceny związane z transakcjami
- Wycena na potrzeby opinii odnośnie do 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  
**540**  
WYCEN

PONAD  
**50**  
ANALIZ FINANSOWYCH

PONAD  
**220**  
FINANSOWYCH  
DUE DILIGENCE

PONAD  
**90**  
PODATKOWYCH  
DUE DILIGENCE

\* Dane za okres od 2015 do 2023 r.

# O Baker Tilly TPA

## Kontakt z autorami:



### **Krzysztof Horodko**

Partner zarządzający w dziale corporate finance  
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. Postępuje się biegle językami niemieckim, angielskim oraz komunikuje się w języku francuskim.



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

Dyrektor w dziale corporate finance  
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 (Chartered Financial Analyst), CVA (Certified Valuation Analyst), FCCA (Fellow Chartered and Certified Accountant), FMVA (Financial Modeling and Valuation Analyst), a także licencję doradcy inwestycyjnego oraz maklera papierów wartościowych. Jest również członkiem EACVA (European Association of Certified Valuators and Analysts). 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 oraz rynku kapitałowego.



### **Maciej Pyszczek**

Associate w dziale corporate finance  
maciej.pyszczek@bakertilly-tpa.pl  
Tel.: +48 22 647 97 00

Maciej posiada kilkuletnie doświadczenie w zakresie doradztwa transakcyjnego oraz procesów fuzji i przejęć (M&A), które zdobywał podczas pracy dla polskich i zagranicznych klientów, w tym funduszy private equity.

Brał udział w kilkudziesięciu projektach due diligence, modelowania finansowego oraz wycen.

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej na kierunku Finanse i Rachunkowość. Jest w trakcie pozyskiwania tytułu CFA.



# Baker Tilly TPA Index

## Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,53 wobec odczytu 0,49 w czerwcu 2023 r. Oznacza to stabilną kontynuację pozytywnych trendów w polskiej gospodarce. Co ważne, przekroczenie poziomu 0,5 oznacza wyjście ze strefy niskiej aktywności gospodarczej do neutralnego obszaru, choć otoczenie gospodarcze w Polsce nadal jest wymagające, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wartości dynamiki PKB r./r. Jednocześnie do cyklicznych szczytów jeszcze wciąż jest dość daleko.

Minimalny poziom indeksu w tym cyklu został wyznaczony w październiku 2022 r. przy wartości 0,37. W ciągu kolejnych miesięcy analizowane wskaźniki notują stabilną poprawę, choć nie jest ona równomierna oraz wykazuje się zmiennym tempem. Cykliczność wskazań indeksu pozwala oczekiwać kontynuacji pozytywnego trendu w kolejnych miesiącach.

Największą poprawę notuje BWUK, Bieżący Wskaźnik Ufności Konsumenckiej publikowany przez GUS. Jesienią ubiegłego roku zanotował najgorszy odczyt w historii w otoczeniu wysokiej inflacji, rekordowych cen energii i niepewności związanej z wojną na Ukrainie. Od tego czasu ocena sytuacji przez konsumentów uległa znacznej poprawie. We wrześniu wskaźnik był już zbliżony do swojej długoterminowej średniej, czemu przysłużyły się spadająca inflacja, obniżki stóp procentowych, spadek cen energii oraz stabilizacja sytuacji za naszą wschodnią granicą.

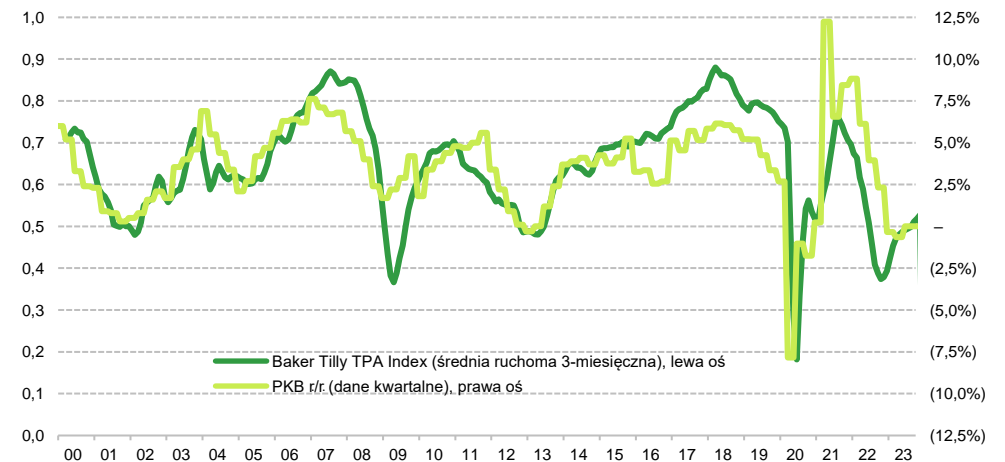
Zupełnie inny obraz płynie z odczytów wskaźników skupionych na działalności gospodarczej. Wszystkie trzy (PMI Przemysłu, Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS oraz ESI Composite) wykazują niewielką zmianę wobec jesiennych cyklicznych dołków. W przypadku PMI Przemysłu odczyt sierpniowy był najniższy od października 2022 r., a wskaźnik GUS w zasadzie nie zmienia się od roku.

## Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA

## Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index na tle dynamiki PKB Polski r./r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS

# Baker Tilly TPA Index

Dynamika PKB pozostaje słaba. Jest już bowiem potwierdzone, że w II kwartale zmiana wobec roku poprzedniego była znów ujemna. Dużym pocieszeniem pozostaje fakt, że pierwsze półrocze 2023 r. zapewne wyznaczy dotek cyklu koniunkturalnego, co widoczne jest w prezentowanej na str. 4 najnowszej projekcji NBP z lipca 2023 r. Od III kwartału powinniśmy widzieć przyspieszenie wzrostu gospodarczego i kontynuację tej tendencji w kolejnych okresach.

Niestety, dość słabe dane z gospodarki odnośnie do sprzedaży detalicznej i produkcji w ostatnich miesiącach podają w wątpliwość, czy ostatecznie wzrost nie będzie jednak wolniejszy niż oczekiwane w tym okresie 1,2%. Wskazuje na to również nasz Index, implikując dynamikę poniżej 1%.

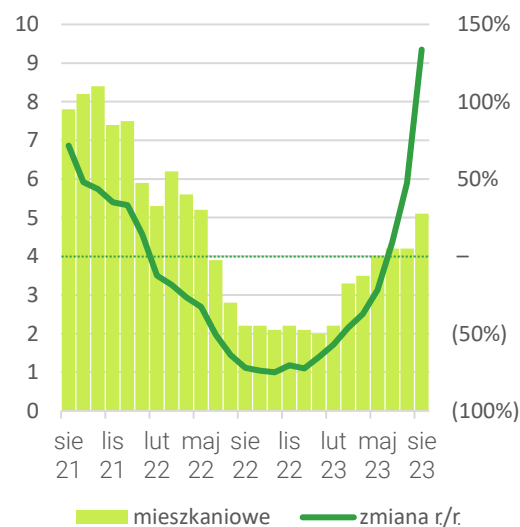
Czynnikiem sprzyjającym kondycji gospodarki, zarówno po stronie konsumentów, jak i przedsiębiorstw jest obniżka kosztów finansowania dzięki cięciu stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej łącznie o 1 punkt procentowy we wrześniu i październiku. Nie jest to koniec zmian, a rynek wycenia już dalsze cięcia do ok. 4% pod koniec przyszłego roku. Obniży to wydatki na obsługę zadłużenia i zwiększy atrakcyjność oraz opłacalność wszelkich inwestycji.

Oprócz niższych stóp procentowych, ożywienie w segmencie budowlanym może pochodzić z odbudowy popytu na mieszkania po wprowadzeniu programu Bezpieczny Kredyt 2%. Od momentu jego uruchomienia na początku lipca bieżącego roku liczba składanych wniosków

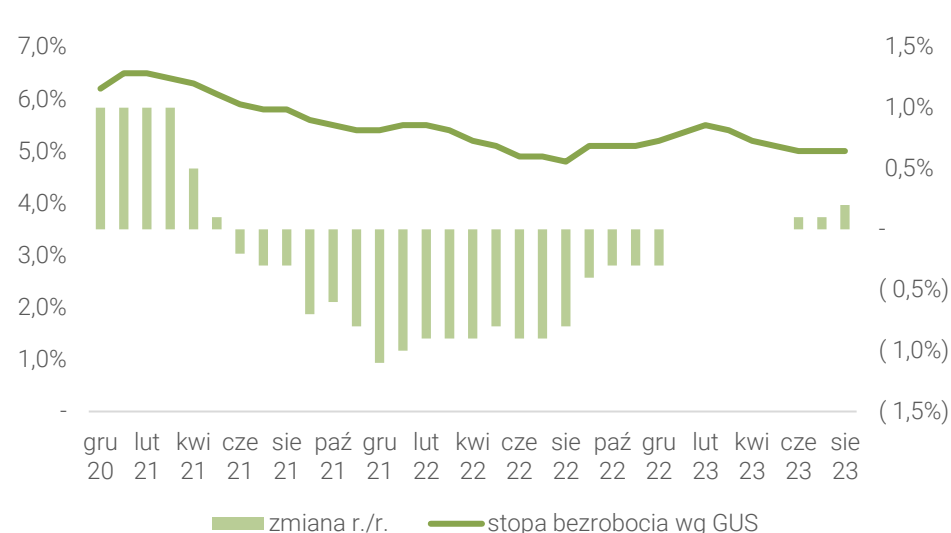
kredytowych oraz sprzedaż mieszkań wzrosły znacząco, co powinno uruchomić większą liczbę inwestycji przez deweloperów w reakcji na wzmożony popyt.

Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra (z perspektywy pracowników), choć stopa bezrobocia nieco wzrosła w ostatnich miesiącach wobec analogicznych okresów roku poprzedniego. Była to pierwsza taka sytuacja od II kwartału 2021 r. Z jednej strony jest to powód do zmartwień. Z drugiej strony poziom nominalny stopy bezrobocia pozostaje bardzo niski, bliski historycznym rekordom i nie daje już zbyt dużej przestrzeni do dalszych spadków. O mocnej kondycji rynku pracy świadczy też utrzymująca się dwucyfrowa dynamika płac.

## Sprzedaż nowych kredytów, mld PLN



## Stopa bezrobocia oraz jej zmiana r./r.



## Baker Tilly TPA Index

Nasza analiza została przygotowana przed ogłoszeniem wyników wyborów parlamentarnych. Wydaje się jednak, że niezależnie od rezultatu ich wpływ na sytuację gospodarczą w krótkim terminie, tj. najbliższych kilku miesięcy, będzie raczej ograniczony. W długim terminie olbrzymie znaczenie dla koniunktury gospodarczej w Polsce będą miały kwestie uruchomienia środków z KPO czy też ewentualnych zmian w polityce budżetowej i podatkowej.

W kontekście inwestycji portfelowych obecny czas wydaje się nadal sprzyjać kupującym. Utrzymujące się raczej niskie wyceny na GPW nie ułatwiają

przeprowadzania emisji publicznych. Notowania spółek giełdowych będące również punktem odniesienia dla transakcji prywatnych dają obecnie szansę na realizację ponadprzeciętnych stóp zwrotu w horyzoncie kilku następnym kwartałów, mimo zanotowanych już znaczących wzrostów od początku roku.

Z kolei inwestycje realne, zależne oczywiście od specyfiki danej branży i sytuacji poszczególnych podmiotów, powinny wyprzedzać zmiany w koniunkturze. Warto być gotowym na spodziewane ożywienie w latach 2024–2025, kiedy wzrost gospodarczy może sięgać nawet ponad 3%.



# 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 dobrze prosperującą gospodarkę? A może jest to odpowiedni moment 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 to olbrzymia liczba czynników, a także może on zostać zaburzony przez nieprzewidywalne wydarzenia (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 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 bieżących 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 co miesiąc określamy, 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 znajdują się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla czterech 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.

W III kwartale 2023 r. aktywność transakcyjna istotnie spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem i jest na zbliżonym poziomie odnotowanym w odpowiednim kwartale roku poprzedniego.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce 70 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce w porównaniu ze 118 transakcjami w II kwartale 2023 r.

Aktywność transakcyjna w III kwartale tego roku jest poniżej długoterminowej średniej liczby transakcji (od 2000 r.) oraz poniżej średniego poziomu z ostatnich trzech lat (około 93 transakcji kwartalnie).

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W III kwartale 2023 r. zrealizowano 70 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 118 transakcjami kwartał wcześniej oraz 69 transakcjami w odpowiednim kwartale roku poprzedniego. Liczba transakcji spadła poniżej długoterminowej średniej liczby transakcji (od 2000 r.) oraz poniżej średniego poziomu z ostatnich trzech lat. Mniejsza aktywność w III kwartale jest typowa w ostatnich latach.

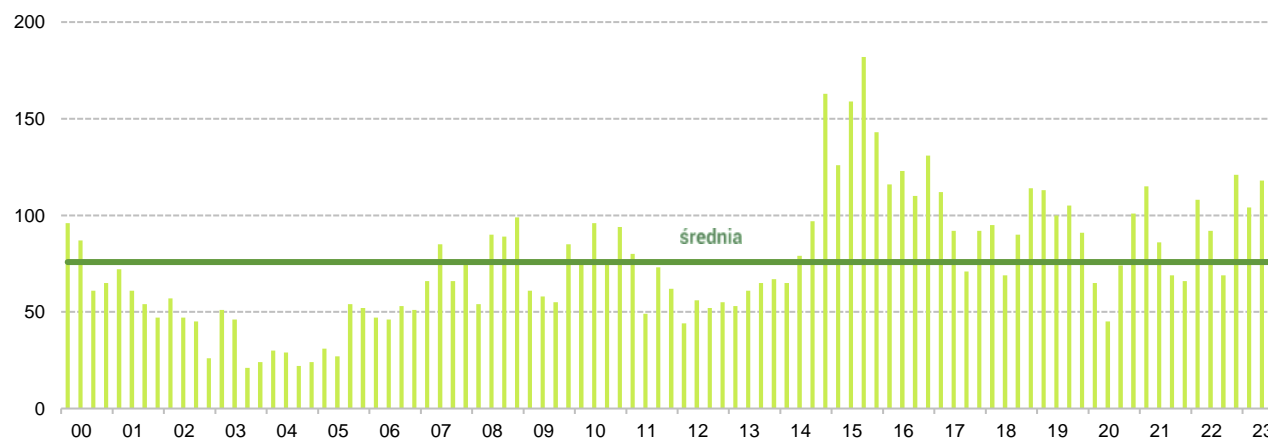
Zagraniczne podmioty były odpowiedzialne za 37 transakcji w porównaniu z 54 transakcjami w II kwartale 2023 r. Liczba transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty spadła natomiast z 64 transakcji w II kwartale 2023 r. do 33 transakcji.

Udział transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty wyniósł 47% w porównaniu z 54% w poprzednim kwartale.

Dla II kwartału 2023 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miały wtedy miejsce 118 transakcje 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).

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.



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

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

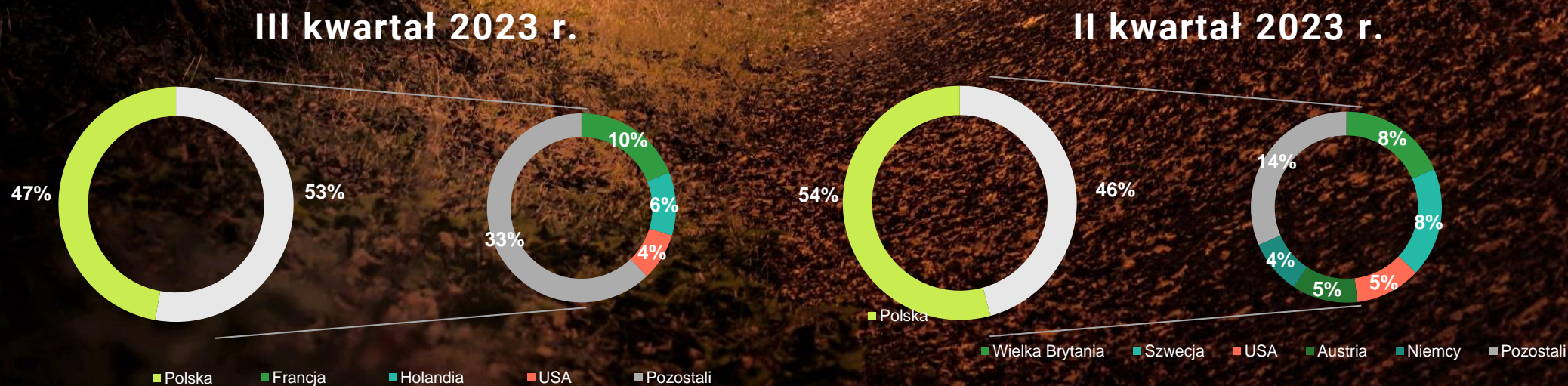
W III kwartale 2023 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 53% transakcji, więcej niż długoterminowa średnia z lat 2000–2022 (około 1/3 transakcji) oraz więcej niż w poprzednim kwartale (46%).

W całym 2022 r. udział inwestorów zagranicznych wyniósł 53%, co stanowi wzrost o 8,5 punktu procentowego w porównaniu z 2021 r.

W III kwartale wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z Francji (7 transakcji), Holandii (4 transakcje) oraz USA (3 transakcje).

Najwięcej transakcji w II kwartale 2023 r. przeprowadziły podmioty z Wielkiej Brytanii oraz Szwecji (po 10 transakcji). W dalszej kolejności mamy nabywców z USA i Austrii (po 6 transakcji) oraz Niemiec (5 transakcji).

## Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w III i II kwartale 2023 r.



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

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w III kwartale 2023 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora przemysłu oraz energetyki, które były odpowiedzialne za odpowiednio 24% oraz 20% transakcji ogółem. Na szczególną uwagę zasługuje sektor energetyki, który odznacza się wysoką popularnością na tle całej historii transakcyjnej. Powodem jest wysoki udział przejęć projektów odnawialnych źródeł energii. Z 14 transakcji w sektorze energetycznym aż 10 dotyczyło przejęć farm fotowoltaicznych lub wiatrowych.

W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory technologii (16%), ochrony zdrowia (9%) oraz finansów (7%).

## Podział transakcji ze względu na sektory

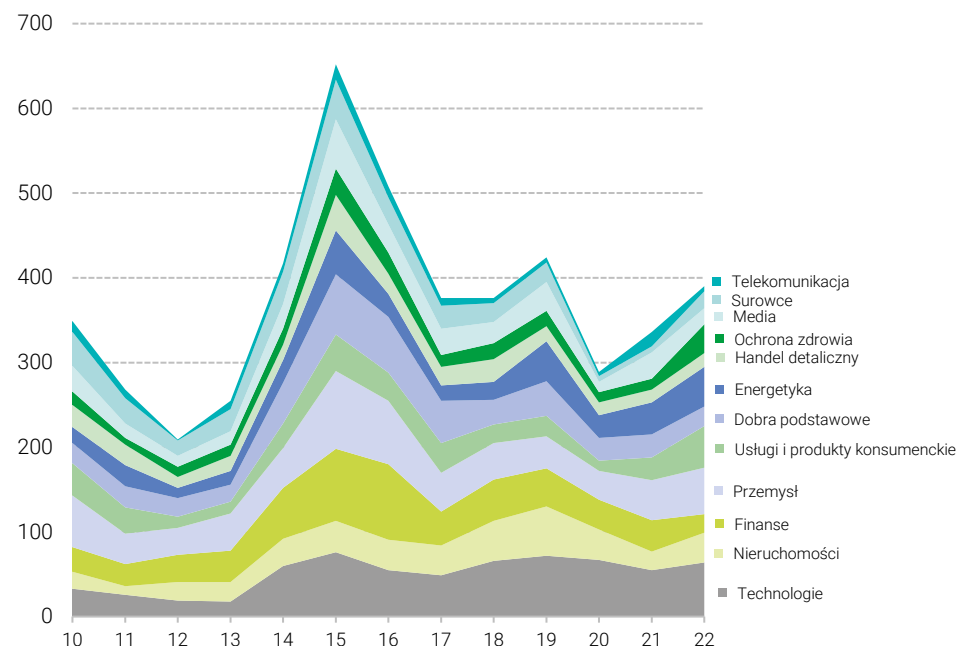
	III kw. 2023	II kw. 2023	2022	2021	2000–2023
Dobra podstawowe	4%	4%	6%	8%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	4%	14%	13%	8%	10%
Energetyka	20%	5%	12%	11%	8%
Finanse	7%	4%	6%	11%	12%
Ochrona zdrowia	9%	6%	9%	4%	4%
Technologie	16%	25%	16%	16%	13%
Przemysł	24%	21%	14%	14%	14%
Surowce	1%	3%	5%	2%	8%
Media	6%	6%	5%	9%	7%
Nieruchomości	6%	3%	9%	7%	7%
Handel detaliczny	1%	3%	4%	4%	5%
Telekomunikacja	1%	4%	2%	5%	3%
<b>Łącznie transakcji</b>	<b>70</b>	<b>118</b>	<b>390</b>	<b>336</b>	<b>7204</b>

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

Poniższy wykres ukazuje zmiany w liczbie transakcji na przestrzeni lat 2010–2022 w podziale na sektory. Największa liczba transakcji w 2022 r., podobnie jak w roku poprzednim, dotyczyła spółek technologicznych. Stanowiły one 16% wszystkich transakcji w 2022 r. W porównaniu z 2021 r. zauważalny jest rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze usług i produktów konsumenckich, ochrony zdrowia, surowców oraz nieruchomości.

Stały, dość wysoki udział ma sektor przemysłowy. Jego średni udział w latach 2021 i 2022 był na poziomie 14%. Największy spadek zaobserwowano w przypadku sektorów telekomunikacji, mediów oraz sektora finansowego.

## Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2010–2022



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

## Wyceny na GPW w Warszawie

W III kwartale 2023 r. obserwowaliśmy kilkuprocentowe spadki większości indeksów giełdowych. Największy spadek odnotował WIG20, który jest 21,5% poniżej swojego maksimum z listopada 2021 r. Jedynym indeksem, który odnotował wzrost, był mWIG40.

Poziomy głównych indeksów, poza sWIG80, pozostają o 13–22% poniżej odczytów z III kwartału 2021 r., kiedy ustanowiły one lub zbliżyły się do swoich historycznych rekordów.

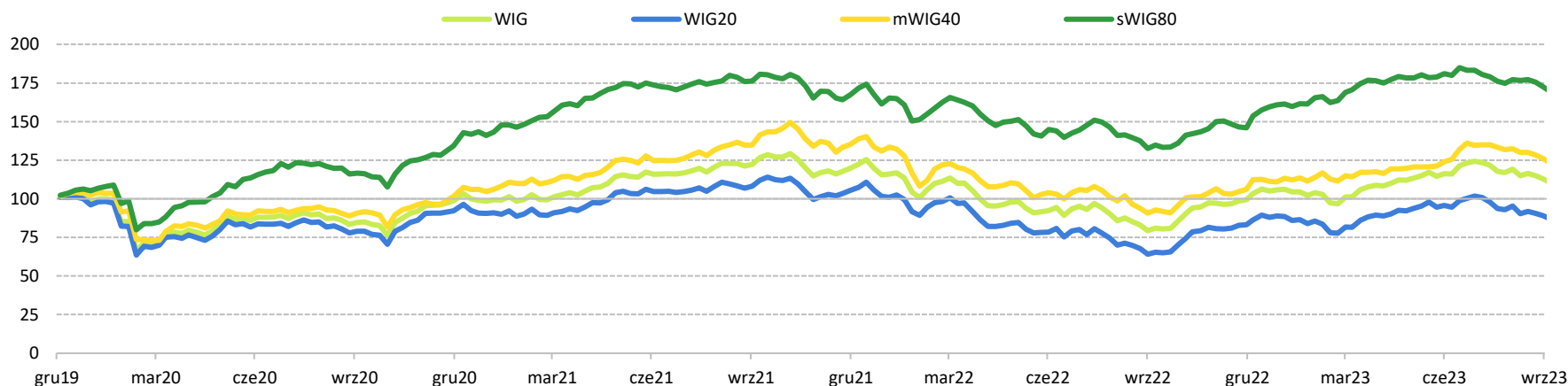
Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec III kwartału wartość 1.915,6 pkt. W stosunku do końca II kwartału 2023 r. indeks spadł o 7% i znajduje się 21,5% poniżej szczytu z listopada 2021 r.

Indeksy sWIG80 oraz WIG spadły o 3–5% kw./kw. Natomiast indeks mWIG40 wzrósł o 1,7% kw./kw.

Spadek indeksów wynika głównie z pogorszenia sytuacji makroekonomicznej oraz wyższego niż oczekiwano spadku PKB w II kwartale 2023 r. Słabsza koniunktura w okresie wakacyjnym jest zjawiskiem powtarzalnym. W tym czasie przypada również sezon odcięcia prawa do dywidendy, a kursy korygowane są o wartość wypłaconych zysków.

Kluczowe dla przyszłych notowań powinno być zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza i geopolityczna. Zgodnie z prognozą NBP, III kwartał 2023 r. ma zakończyć okres spadków PKB, a inflacja ma wynieść 4,6% w IV kwartale 2024 r. Nadzieję na potencjalne dalsze wzrosty dają także historycznie niskie wyceny oraz poszukiwanie atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych w stosunku do depozytów bankowych, które obecnie nie oferują zwrotu pokrywającego wysoką inflację.

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



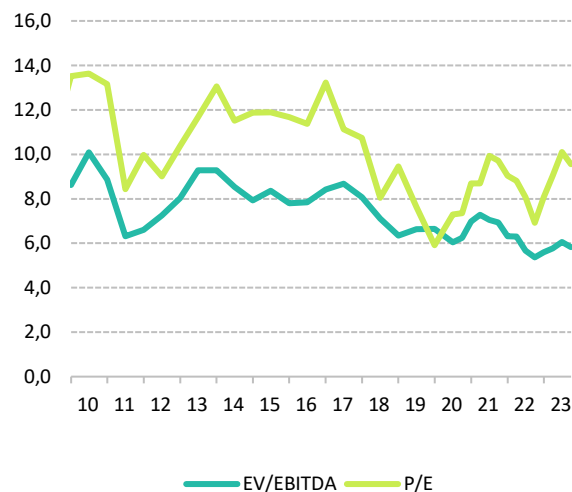
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl



# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

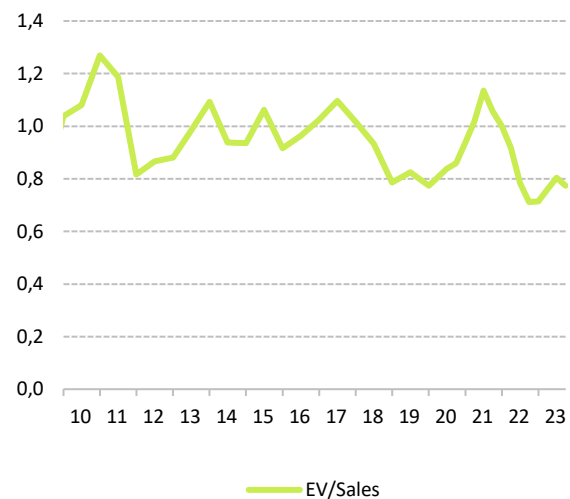
Mnożniki wyceny na GPW spadły o kilka procent ze względu na korektę notowań i pozostają na historycznie niskich lub umiarkowanych poziomach. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła na koniec III kwartału 2023 r. wartość 5,82x w porównaniu z 6,05x na koniec II kwartału 2023 r. i 5,60x na koniec 2022 r. Natomiast EV/Sales spadł do 0,77x i jest nadal poniżej wartości na 31.12.2021 r. (1,00x) oraz długoterminowej średniej. Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec III kwartału 2023 r. 9,55x (vs. 10,11x na 30.06.2023 r. oraz 8,07x na 31.12.2022 r.)<sup>1</sup>.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

## Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/Sales



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Głównym powodem spadków wartości mnożników w ostatnim kwartale był niższy rynkowy poziom wycen spółek (odzworowany w spadku indeksów giełdowych). Mnożniki zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) nadal sugerują niskie i atrakcyjne poziomy wycen na GPW na tle ich historycznych wartości oraz w zestawieniu z alternatywnymi inwestycjami finansowymi.

<sup>1</sup> 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.



# Ile kosztuje wejście na giełdę?

**W poprzednim wydaniu Baker Tilly TPA Index wskazywaliśmy możliwe drogi wyjścia z biznesu i zakończenia działalności. Jako jedna z dostępnych opcji wskazane było wprowadzenie spółki na giełdę i sprzedaż akcji rozproszonym inwestorom. W tym wydaniu postanowiliśmy przedstawić koszty związane z takim procesem.**

Analizując koszty wejścia na giełdę, skupimy się na polskim rynku, ponieważ koszty wprowadzenia akcji do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie są kilkakrotnie niższe niż w Stanach Zjednoczonych czy na giełdzie londyńskiej. Wydatki związane z tym procesem obejmują koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty, koszty sporządzenia prospektu emisyjnego wraz z kosztami doradztwa oraz koszty promocji oferty. Mogą one powiększyć się o wynagrodzenie subemitentów, jednak w warunkach polskich tylko niewielka część emitentów decyduje się na taką usługę.

Koszty, które wiążą się z debiutem, można zatem podzielić na trzy grupy: opłaty administracyjne, koszty doradców oraz koszty promocji. Warto zaznaczyć, że część kosztów ma charakter obligatoryjny, a część zależy od spółki i można je uznać za fakultatywne. Do obowiązkowych kosztów zalicza się np. zatrudnienie firmy inwestycyjnej jako podmiotu oferującego akcje i biegłego rewidenta do zbadania sprawozdań finansowych. Koszty uznaniowe obejmują z kolei zatrudnienie doradcy prawnego, finansowego oraz agencji public relations, którzy wspomagają przeprowadzenie procesu, jak również wspomnianych subemitentów.

Koszty przeprowadzenia procesu wprowadzenia spółki na rynek publiczny najczęściej przedstawia się w relacji do wartości akcji sprzedanych inwestorom, bazując na cenie oferty publicznej. W oparciu o dostępne analizy obejmujące łącznie ponad 140 transakcji z lat 2008–2021 można wysnuć wniosek, że zdecydowana większość przypadków wykazała się współczynnikiem mieszczącym się w przedziale od 2% do 10% wartości walorów nabytych przez inwestorów. Przedział jest zatem dość szeroki i zależy przede wszystkim od wartości transakcji, ale również od renomy i liczby doradców, a także zakresu usług wybranych przez spółkę. **Najczęstsza wartość oraz średnia współczynnika w zależności od okresu i próby wynosiła od 4% do 6%.**

Zdarzają się jednak transakcje bardzo efektywne, w których osiągnięto wskaźnik nawet poniżej 1%. Jest to możliwe przy szczególnie dużych projektach, w których koszty stałe tracą na znaczeniu, a także w przypadku bardzo oszczędnych spółek, poszukujących najtańszych usług zapewniających powodzenie procesu. Jednocześnie część transakcji okazała się bardzo droga. W niektórych przypadkach stosunek kosztów do pozyskanego kapitału wynosił kilkanaście procent, a najwyższe wartości sięgały nawet ponad 20%, przy czym najczęściej wynikało to z małej skali oferty. Zdarzały się bowiem transakcje o wartości poniżej 10 mln zł, przy których minimalne koszty przeprowadzenia oferty wynoszą wysokie kilka procent. Dużą efektywność osiągały zwykle transakcje o wartości przynajmniej przekraczającej 50 mln zł.

Oznacza to, że nie jest to raczej najtańsze rozwiązanie dla małych podmiotów, choć wciąż może ono być korzystne nawet w mniejszej skali. Warto dodać, że minimalna wartość spółki, która pozwala wejść na rynek główny GPW, to 60 mln zł. Natomiast na rynek NewConnect można wprowadzić akcje bez ograniczeń wielkości kapitalizacji. Co może być istotne, to spojrzenie na nominalne poziomy kosztów całego procesu, które zaczynają się od kilkuset tysięcy złotych. Bazując na procesach z ostatnich kilku lat, **jako absolutne minimum całkowitych wydatków na wprowadzenie akcji na giełdę można pewnie przyjąć poziom 500–600 tys. zł.**

Należy jednak pamiętać, że wspomniane współczynniki i kwoty obejmują jedynie koszty bezpośrednie. Oprócz tego konieczne jest uwzględnienie kosztów pośrednich ponoszonych w związku z procesem upublicznienia spółki. Należy do nich przede wszystkim czas kierownictwa (głównie zarządu i działów finansowych) poświęconego na przygotowanie spółki do debiutu giełdowego. Obejmuje on uczestnictwo w przygotowaniu dokumentacji, spotkania z inwestorami i udział w akcjach promocyjnych.

# Ile kosztuje wejście na giełdę?

Trzeba również pamiętać o tym, że upublicznienie pociąga za sobą wzrost kosztów stałych wewnątrz spółki. Niezbędne będzie poniesienie kosztów w organizacji m.in. związanych z wymogami zwiększonego raportowania finansowego oraz prowadzenia relacji inwestorskich.

Warto też podkreślić, że raczej niemożliwa będzie sprzedaż całości spółki w jednym podejściu. Najczęściej pierwsza sprzedaż prowadzi do przejęcia przez inwestorów od 20% do 40% udziału w spółce. Największe transakcje pod tym względem bardzo rzadko sięgają lub przekraczają 50%. Po pewnym czasie od wejścia na giełdę można przeprowadzić tzw. transakcję ABB (accelerated book building), w ramach której oferuje się do sprzedaży kolejny pakiet kilkunastu lub kilkudziesięciu procent akcji.

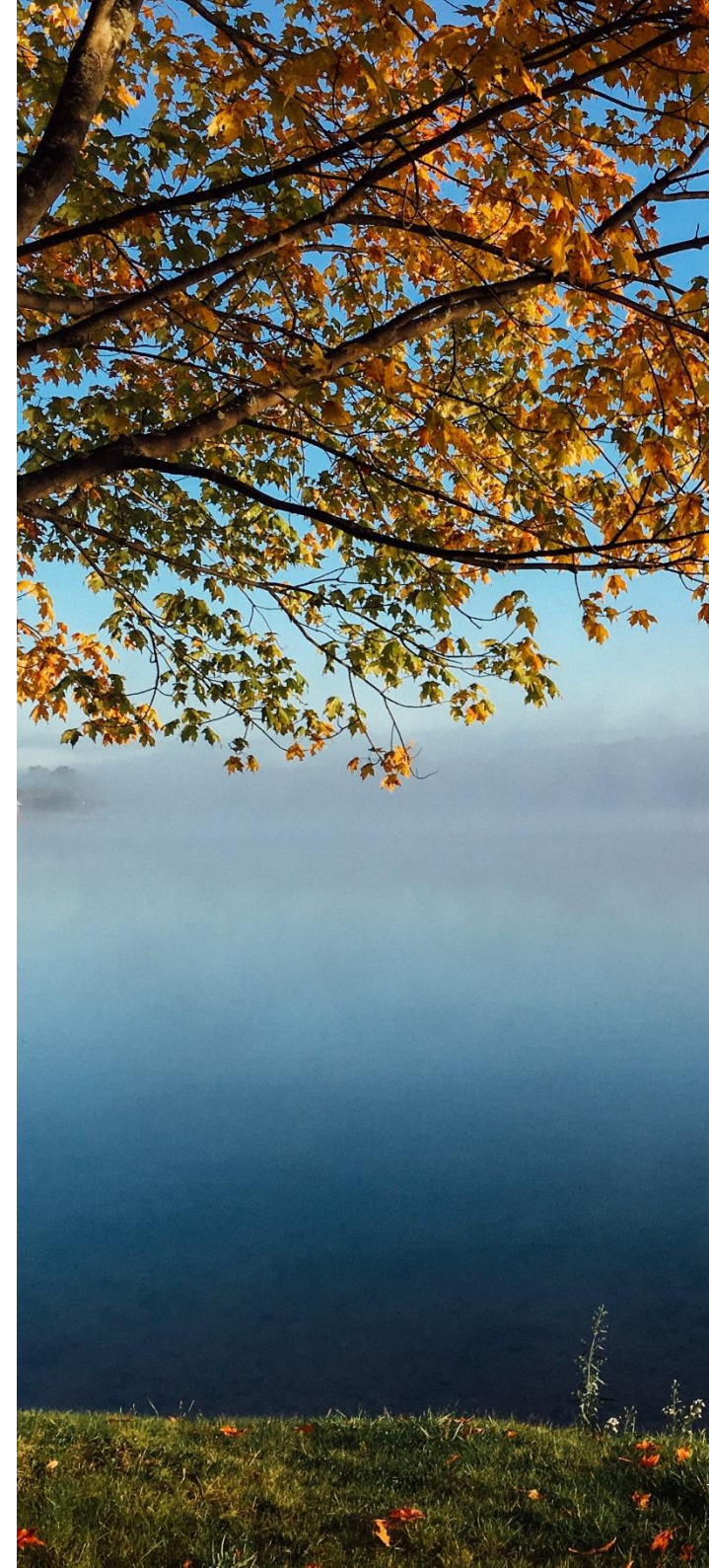
Decydując się na opcję wyjścia z pozycji właściciela przez wejście na giełdę, należy też wziąć pod uwagę szereg korzyści, jakie zyskuje spółka dzięki uzyskaniu statusu spółki

publicznej. Są nimi z pewnością dostęp do szerokiego, zróżnicowanego i tańszego kapitału, prestiż spółki publicznej oraz zwiększenie wiarygodności i rozpoznawalności marki.

Sam proces sprzedaży będzie też stosunkowo szybki, ponieważ przy sprawnym poprowadzeniu może zająć około 4–6 miesięcy. Jest to mniej niż trwa standardowy proces poszukiwania inwestora na spółkę prywatną, który często zajmuje kilka kwartałów. Co więcej, koszty przeprowadzenia sprzedaży spółki niepublicznej mogą być nawet wyższe niż realizacji debiutu giełdowego, ponieważ mogą sięgać nawet 5–10% wartości transakcji. Powodzenie obu typów transakcji zależy przede wszystkim od jakości biznesu, ale w dużej mierze będzie też pochodną kompetencji zatrudnionych doradców. Dlatego warto sięgać po sprawdzonych, renomowanych i doświadczonych partnerów.

W treści wykorzystano dane i informacje zawarte w następujących publikacjach:

- *Zróżnicowany koszt ofert publicznych*, M. Rudke, „Parkiet”, wyd. 11.04.2021;
- *Koszt pierwszej oferty publicznej na rynku akcji w Polsce w latach 2008–2012*, M. Puławski, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 768, 2013;
- *Bezpośrednie koszty emisji akcji w pierwszej ofercie publicznej na GPW w Warszawie*, A. Wawryszuk-Misztal, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 412, 2015.



# 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 kolejnych spadkach premii za ryzyko rynkowe, obecną przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce szacujemy na

# 10,75%

## Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	8,4%
Banki uniwersalne	11,7%
Budowlany	11,4%
Chemiczny (podstawowy)	10,9%
Chemiczny (specjalistyczny)	11,3%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	10,8%
Części samochodowe	13,3%
Deweloperski	9,8%
Dystrybucja ropy/gazu	9,9%
Edukacja	10,0%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	11,2%
Elektronika (ogólna)	11,8%

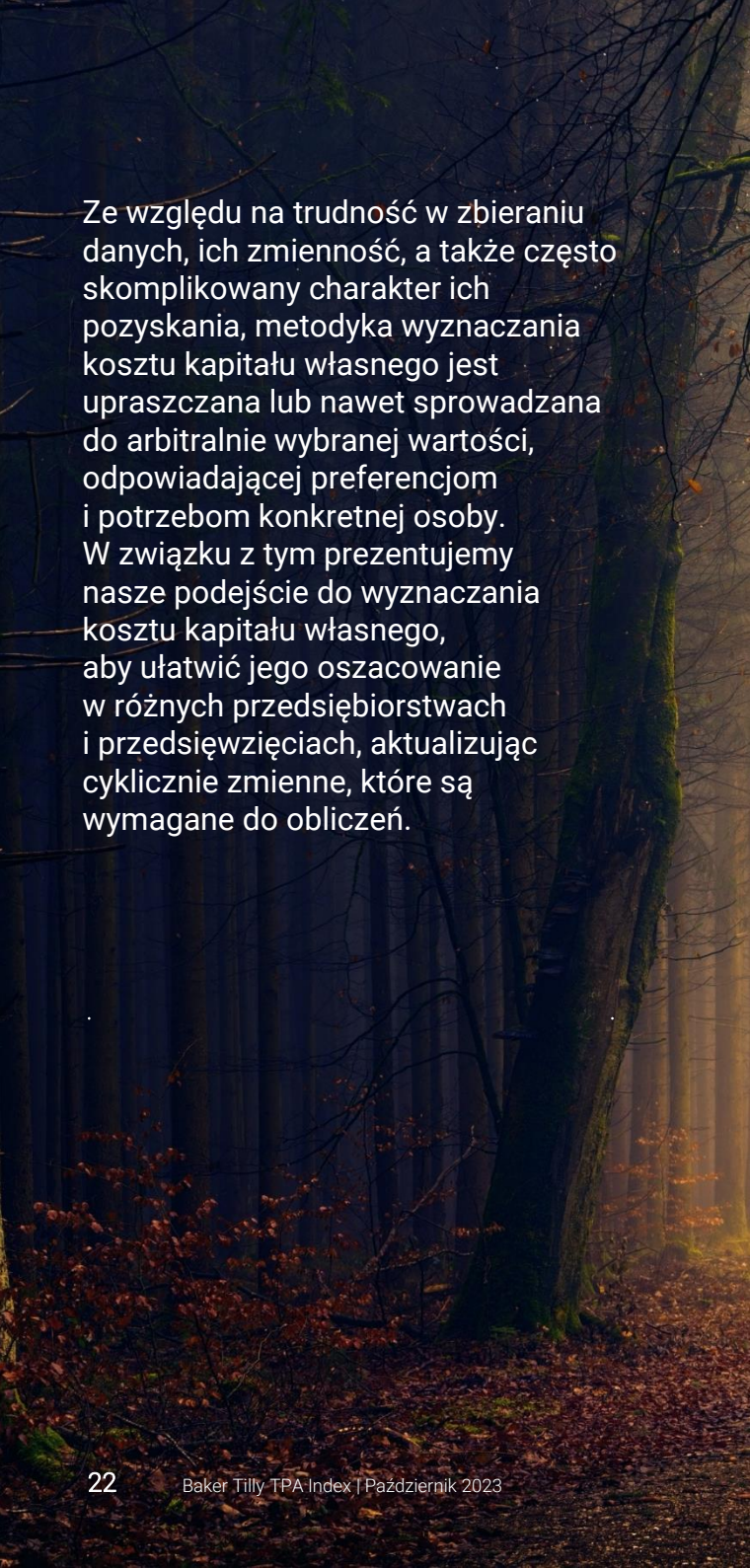
Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	9,9%
Energia odnawialna	10,3%
Farmaceutyczny	10,8%
Handel detaliczny	9,5%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,0%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	11,8%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	11,3%
Handel detaliczny (online)	13,5%
Hotele i hazard	11,8%
Hurtownicy żywności	9,8%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	10,6%
Inżynieria/budownictwo	10,8%

# Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Kanalizacja i ścieki	8,8%
Komputery / urządzenia peryferyjne	11,5%
Leki (biotechnologia)	11,9%
Maszynowy	11,9%
Materiały budowlane	11,4%
Podwykonawcy budowlani	11,7%
Meble / wyposażenie domu	10,9%
Metale i górnictwo	11,9%
Metale szlachetne	11,7%
Militaria/obronność	10,4%
Napoje alkoholowe	9,0%
Napoje bezalkoholowe	10,2%
Nieruchomości	10,2%
Obuwie	11,2%
Odzież	11,2%
Opakowania	10,1%
Opony	11,3%
Oprogramowanie (Internet)	11,5%
Oprogramowanie (rozrywka)	12,4%
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	11,4%
Papierowy i drzewny	10,2%
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	10,1%
Półprzewodniki	13,3%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Produkty gospodarstwa domowego	10,1%
Produkty zdrowotne	11,6%
Przemysł stoczniowy i morski	11,1%
Przetwórstwo spożywcze	9,6%
R.E.I.T.	9,4%
Reasekuracja	11,2%
Reklama	11,2%
Rekreacja	10,9%
Restauracje	11,5%
Rolnictwo	9,9%
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	10,3%
Ropa i gaz (zintegrowany)	10,4%
Rozrywkowy	10,8%
Samochody i ciężarówki	12,5%
Sprzedaż detaliczna	12,2%
Sprzedaż hurtowa	11,0%
Sprzęt elektryczny	12,4%
Sprzęt i usługi biurowe	10,4%
Sprzęt telekomunikacyjny	10,5%
Sprzęt wydobywczy	11,6%
Stalowy	11,4%
Szpitala / placówki opieki zdrowotnej	9,3%
Technologie dla ochrony zdrowia	11,7%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	9,2%
Telewizja	10,3%
Telewizja kablowa	8,4%
Transport	11,0%
Transport kolejowy	9,9%
Transport lotniczy	12,0%
Transport samochodowy	10,9%
Tytoń	7,8%
Ubezpieczenia (majątkowe)	10,2%
Ubezpieczenia (ogólne)	10,5%
Ubezpieczenia (życie)	11,3%
Usługi biznesowe i konsumenckie	11,0%
Usługi dla nieruchomości	9,7%
Usługi finansowe	10,6%
Usługi informacyjne	12,0%
Usługi informatyczne	10,8%
Usługi środowiskowe i odpadowe	11,6%
Usługi telekomunikacyjne	9,9%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	10,0%
Użyteczności publicznej	9,9%
Węgiel	11,7%
Wydawnictwa i gazety	9,9%



Ze względu na trudność w zbieraniu danych, ich zmienność, a także często skomplikowany charakter ich pozyskania, metodyka 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.

## Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

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 30.09.2023 r. ich rentowność wyniosła 5,91% (w porównaniu z 5,78% na koniec czerwca 2023 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 4,84% (vs 5,00% na 30.06.2023 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 10,75%.

Wart odnotowania jest ostatni spadek kosztu kapitału własnego wobec końca 2022 r., kiedy wyniósł on 12,82%. W pierwszych dziewięciu miesiącach bieżącego roku nastąpił spadek rentowności obligacji skarbowych (co przełożyło się na spadek stopy wolnej od ryzyka) oraz spadek premii za ryzyko rynkowe (co dodatkowo pomniejszyło koszt kapitału).

Jednak ryzyko poszczególnych działalności istotnie się różni. Aby uwzględnić efekt zróżnicowania ryzyka w poszczególnych sektorach, stosowany jest współczynnik beta, który jest miarą wrażliwości działalności operacyjnej na koniunkturę gospodarczą. Im wyższa jest ta wrażliwość, a zatem i zmienność wyników, tym wyższą wartość przyjmuje ten wskaźnik. Przyjmuje on wartości powyżej 1,0 dla działalności o ryzyku wyższym niż średnia oraz poniżej 1,0 dla działalności mniej wrażliwych na wahania koniunktury. W efekcie, przy wyznaczaniu kosztu kapitału dla konkretnej branży, premia za ryzyko rynkowe pomnożona jest przez współczynnik beta, aby oddać faktyczne ryzyko dla danej działalności.

Na końcu niniejszego tekstu zamieszczona została tabela przedstawiająca wartości wskaźnika beta dla poszczególnych sektorów gospodarki wyznaczone na podstawie historycznych zmian notowań w porównaniu ze zmianami indeksu giełdowego. Dane pochodzą z rynku europejskiego, jednak uważamy, że są reprezentatywne również dla polskiej gospodarki.

# 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:

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

$k_e$	koszt kapitału własnego
$r_{fPL}$	rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce (aktualnie 5,91%)
$\beta$	współczynnik beta
MRP	rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,84%)

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.

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

$k_e$	koszt kapitału własnego
$r_f$	stopa wolna od ryzyka w danej walucie
CRP	ryzyko kraju ( <i>country risk premium</i> )
$\beta$	współczynnik beta
MRP	rynkowa premia za ryzyko
$\alpha$	dotatkowa 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 pozbawioną ryzyka). Obecnie taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 4,86%. Dla waluty EUR będzie to 2,87%, a dla USD jest na poziomie 4,57%.

# 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 obok. Dla działalności prowadzonej w całości w Polsce suma stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko dla Polski będzie w przybliżeniu równa rentowności obligacji skarbowych, stąd nasze uproszczenie wspomniane na początku.

Element ryzyka rynkowego działa tu analogicznie jak w podejściu uproszczonym – ryzyko rynkowe pomnożone przez betę. W tym miejscu warto również wspomnieć o indywidualnym podejściu do wskaźnika beta. W tabeli na końcu tekstu podajemy dwie wartości współczynnika.

Beta oznacza wrażliwość wyznaczoną jako średnia dla spółek sektora i powinna być stosowana, jeśli stosunek zadłużenia do kapitału własnego w analizowanym przypadku odpowiada średniej w branży. Jednak w naszej opinii bardziej miarodajne będzie wyznaczenie wskaźnika na podstawie bety aktywów, która

odzwierciedla ryzyko biznesowe bez dźwigni finansowej. W przypadku spółki bez zadłużenia będzie ona już ostateczną wartością. Natomiast dla podmiotów korzystających z finansowania dłużnego beta ( $\beta$ ) wyznaczona jest przez korektę bety aktywów ( $\beta_A$ ) o efekt dźwigni finansowej, czyli stosunek zadłużenia (D) do kapitału własnego (E) z uwzględnieniem tarczy podatkowej (przy stawce podatkowej t).

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 odzwierciedli ryzyko inwestycji.

$$\beta = \beta_A \times [1 + (1 - t) \times (D / E)]$$

- $\beta$  współczynnik beta
- $\beta_A$  współczynnik beta aktywów
- D wartość zadłużenia
- E wartość kapitału własnego
- t stawka podatkowa

## Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na 30.09.2023 r.

Parametr	Wartość
$r_{fPL}$	5,91%
$r_f$	
PLN	4,86%
EUR	2,87%
USD	4,57%
CRP	
Polska	1,28%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,75%
Hiszpania	2,43%
MRP	4,84%
Kapitał własny do (mln USD):	$\alpha^*$
9,611	1,00%
2,083	1,70%
448	3,58%

\* Dodatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego



# Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Wartość współczynników beta dla poszczególnych sektorów gospodarki

Sektor	Beta	Beta aktywów
Banki regionalne/spółdzielcze	0,5	0,2
Banki uniwersalne	1,2	0,4
Budowlany	1,1	1,2
Chemiczny (podstawowy)	1,0	0,9
Chemiczny (specjalistyczny)	1,1	1,0
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1,0	0,8
Części samochodowe	1,5	1,2
Deweloperski	0,8	0,6
Dystrybucja ropy/gazu	0,8	0,6
Edukacja	0,9	0,6
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1,1	1,1
Elektronika (ogólna)	1,2	1,1
Energetyka	0,8	0,5
Energia odnawialna	0,9	0,7
Farmaceutyczny	1,0	0,9
Handel detaliczny	0,7	0,4
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	0,8	0,6
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1,2	0,9
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1,1	0,9
Handel detaliczny (online)	1,6	1,5
Hotele i hazard	1,2	1,0

Sektor	Beta	Beta aktywów
Hurtownicy żywności	0,8	0,2
Inwestycje i zarządzanie aktywami	1,0	1,2
Inżynieria/budownictwo	1,0	0,8
Kanalizacja i ścieki	0,6	0,3
Komputery /urządzenia peryferyjne	1,1	1,0
Leki (biotechnologia)	1,2	1,2
Maszynowy	1,2	1,2
Materiały budowlane	1,1	1,0
Podwykonawcy budowlani	1,2	0,9
Meble / wyposażenie domu	1,0	0,8
Metale i górnictwo	1,2	1,1
Metale szlachetne	1,2	1,1
Militaria/obronność	0,9	0,9
Napoje alkoholowe	0,6	0,5
Napoje bezalkoholowe	0,9	0,7
Nieruchomości	0,9	0,4
Obuwie	1,1	1,0
Odzież	1,1	1,0
Opakowania	0,9	0,7
Opony	1,1	0,9
Oprogramowanie (Internet)	1,2	1,0

Sektor	Beta	Beta aktywów
Oprogramowanie (rozrywka)	1,3	1,3
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	1,1	1,1
Papierowy i drzewny	0,9	0,8
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	0,9	0,7
Półprzewodniki	1,5	1,4
Produkty gospodarstwa domowego	0,9	0,8
Produkty zdrowotne	1,2	1,1
Przemysł stoczniowy i morski	1,1	1,0
Przetwórstwo spożywcze	0,8	0,7
REIT	0,7	0,4
Reasekuracja	1,1	1,0
Reklama	1,1	0,9
Rekreacja	1,0	0,9
Restauracje	1,2	1,0
Rolnictwo	0,8	0,6
Ropa i gaz (produkcja i wydobycie)	0,9	0,7
Ropa i gaz (zintegrowany)	0,9	0,8
Rozrywkowy	1,0	0,9
Samochody i ciężarówki	1,4	0,9
Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1,3	1,2
Sprzedaż hurtowa	1,1	0,8

# Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Sektor	Beta	Beta aktywów
Sprzęt elektryczny	1,3	1,3
Sprzęt i usługi biurowe	0,9	0,7
Sprzęt telekomunikacyjny	1,0	1,0
Sprzęt wydobywczy	1,2	1,1
Stalowy	1,1	1,1
Szpitaly /placówki opieki zdrowotnej	0,7	0,2
Technologie dla ochrony zdrowia	1,2	1,1
Telekomunikacja	0,7	0,3
Telewizja	0,9	0,8
Telewizja kablowa	0,5	0,3

Sektor	Beta	Beta aktywów
Transport	1,1	0,9
Transport kolejowy	0,8	0,8
Transport lotniczy	1,3	0,8
Transport samochodowy	1,0	0,4
Tytoń	0,4	0,3
Ubezpieczenia (majątkowe)	0,9	0,8
Ubezpieczenia (ogólne)	0,9	0,8
Ubezpieczenia (życie)	1,1	0,6
Usługi biznesowe i konsumenckie	1,1	0,9
Usługi dla nieruchomości	0,8	0,4

Sektor	Beta	Beta aktywów
Usługi finansowe	1,0	0,2
Usługi informacyjne	1,3	1,2
Usługi informatyczne	1,0	1,0
Usługi środowiskowe i odpadowe	1,2	1,0
Usługi telekomunikacyjne	0,8	0,4
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0,9	0,5
Użyteczności publicznej	0,8	0,5
Węgiel	1,2	1,4
Wydawnictwa i gazety	0,8	0,6

Źródło: Analiza prof. A. Damodarana, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



# Opis wskaźników koniunktury

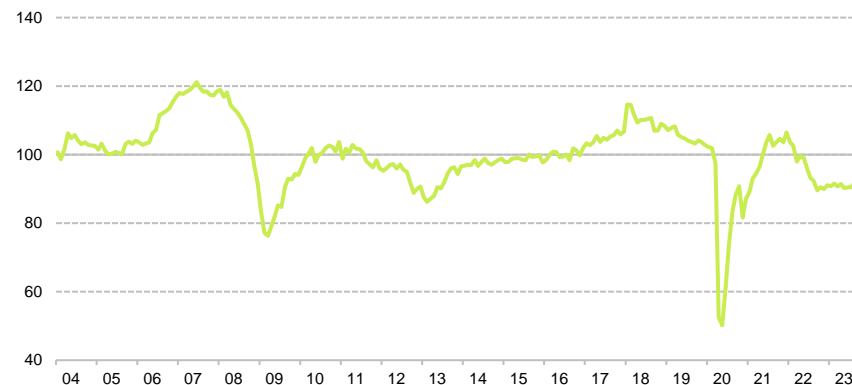
## Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

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, a 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.

## BWUK

Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej publikowany jest przez Główny Urząd Statystyczny. Obliczany jest 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 Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

## Historyczne wartości BWUK



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

# Opis wskaźników koniunktury

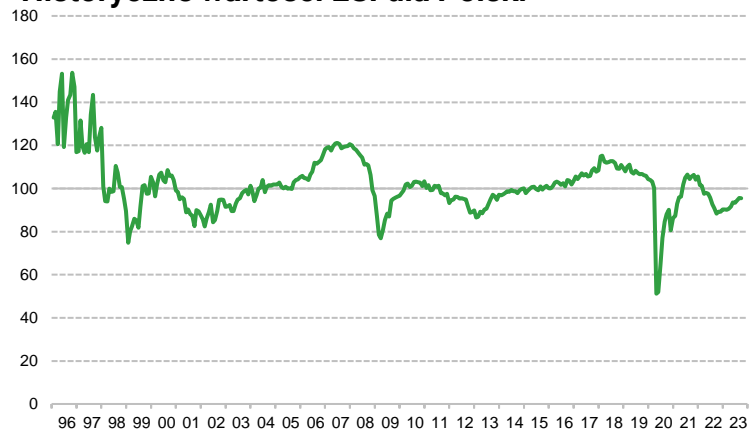
## Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej

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.

## Indeks PMI przemysłu

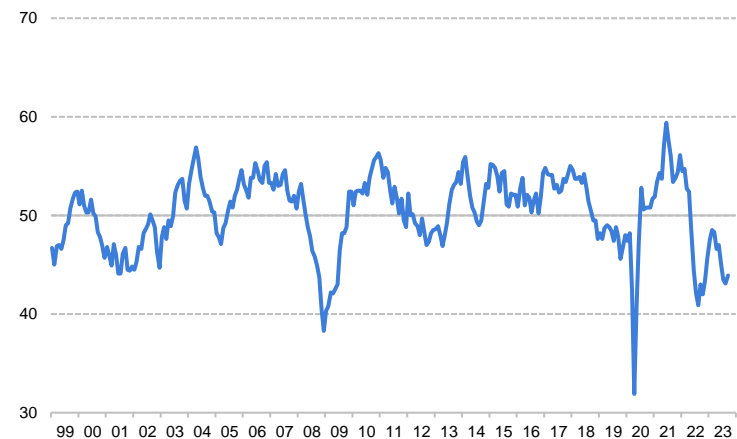
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych 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 ESI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

## Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl

# 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, znormalizowany**



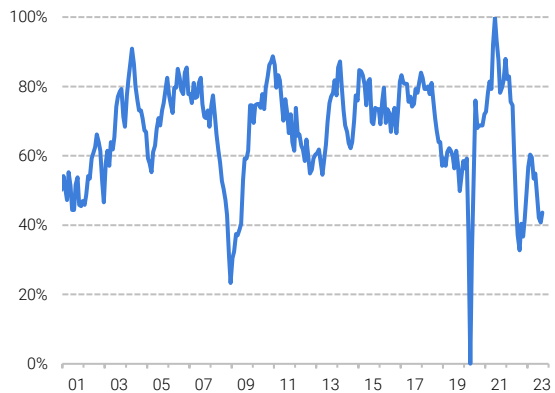
**Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany**



**Economic Sentiment Indicator, znormalizowany**



**Indeks PMI przemysłu, 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

##### **Katowice**

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