

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

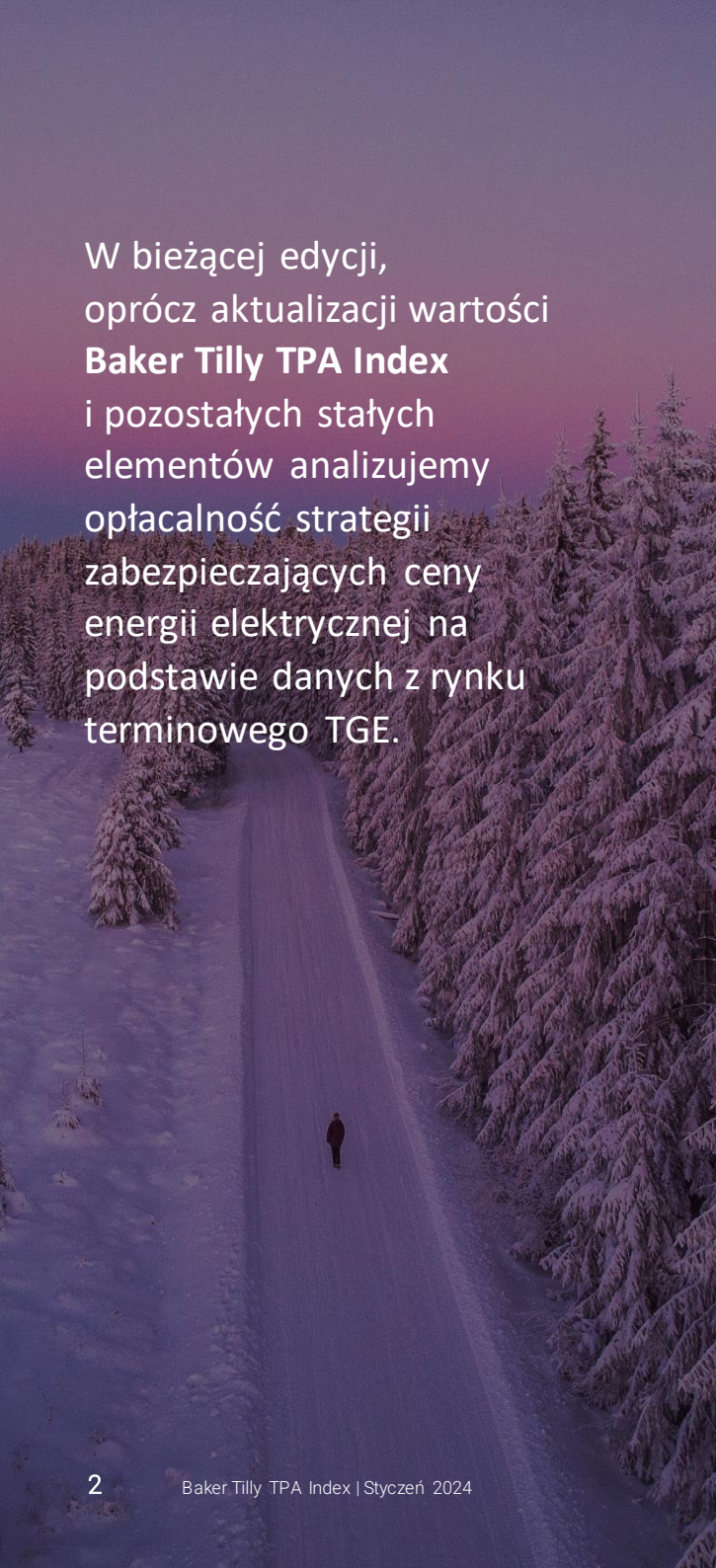
Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu
gospodarczym?

Styczeń 2024

Now, for tomorrow





W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji wartości **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów analizujemy opłacalność strategii zabezpieczających ceny energii elektrycznej na podstawie danych z rynku terminowego TGE.

Szanowni Państwo,

przedstawiamy kolejne 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 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 dalszą **kontynuację poprawy koniunktury i zdecydowane wyjście ze strefy obniżonej aktywności gospodarczej**.
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w IV kwartale i w całym 2023 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. **Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce była na podobnym poziomie w porównaniu z poprzednim kwartałem** i znajduje się powyżej średnich poziomów z ostatnich lat. Pomimo, że pod koniec roku główne indeksy ustanowiły nowe historyczne rekordy, **mnożniki wycen pozostają na 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 9,85%**.

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 IV kwartału 2023 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

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

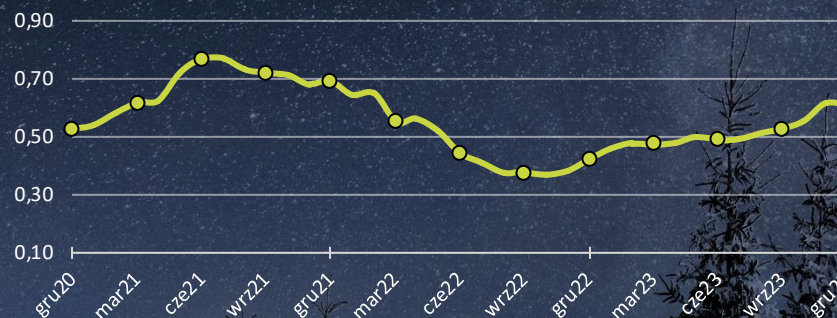
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,61

wrzesień 2023 r. – 0,53

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

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji utrzymała się na podobnym poziomie w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz znajduje się powyżej długoterminowej średniej.

114

III kwartał 2023 r. - 113

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

IV kwartał 2023 r.

9,85%

III kwartał 2023 r. – 10,75%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Przemysł
Usługi i produkty konsumenckie

Struktura nabywców w transakcjach



57

podmioty zagraniczne

56

podmiotów polskich

Mediana EV/EBITDA na GPW

grudzień 2023 r.

6,32x

wrzesień 2023 r. – 5,82x

Mediana EV/Sales na GPW

grudzień 2023 r.

0,90x

wrzesień 2023 r. – 0,77x

50

podmioty zagraniczne

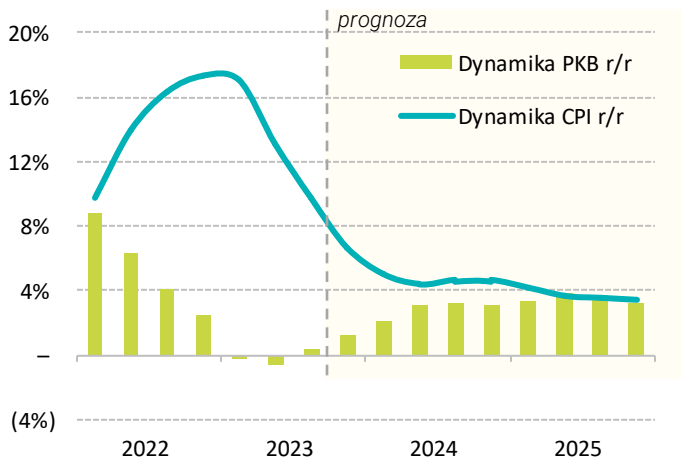
64

podmioty polskie

III kwartał 2023 r.

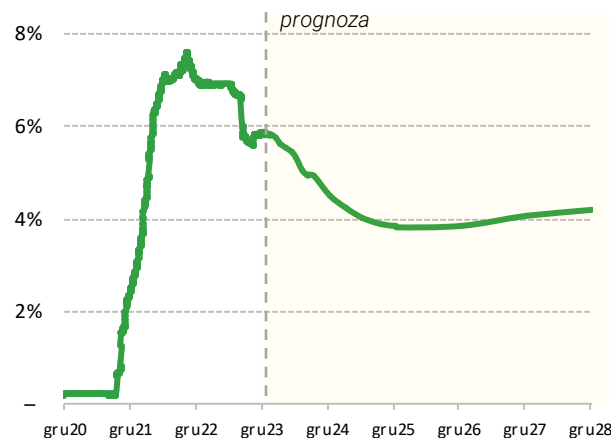
Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy.

Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie projekcji inflacji i PKB przygotowanej przez NBP z listopada 2023 r.

WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv

Rentowność obligacji skarbowych na 31.12.2023

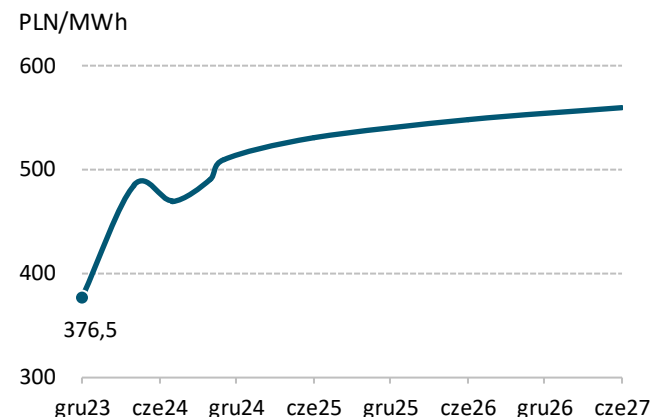
Zapadalność	Rentowność
1 rok	5,21%
2 lata	5,06%
3 lata	4,98%
5 lat	5,07%
10 lat	5,25%

Źródło: Refinitiv

Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- Dynamika PKB i inflacja (CPI) pochodzą z najbardziej aktualnej projekcji publikowanej przez Narodowy Bank Polski (z listopada 2023 r.).
- Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 29.12.2023 r.
- Prognoza cen energii przedstawia średnioważone ceny dla kwartalnych oraz rocznych kontraktów BASE, czyli dostawy we wszystkie dni, przez wszystkie godziny doby w latach 2024–2027.

Bieżąca cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE (grudzień 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

Czy opłaca się zabezpieczać
ceny energii elektrycznej
w kontraktach terminowych?

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 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

Na si eksperci przygotowali*:

PONAD
600
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. Posługuje się biegle językami niemieckim, angielskim oraz 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 Pyszczyk

Associate w dziale corporate finance
maciej.pyszczyk@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 – komentarz do wyniku

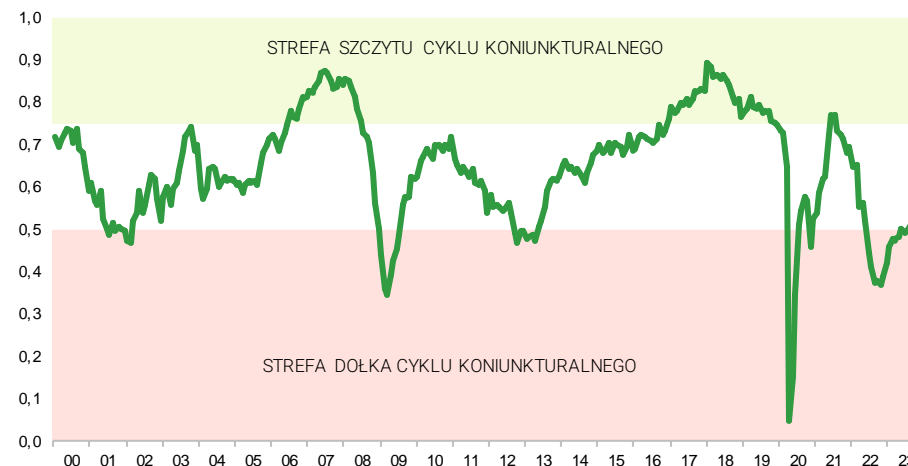
Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,61 wobec odczytu 0,53 we wrześniu 2023 r. Oznacza to stabilną kontynuację pozytywnych trendów w polskiej gospodarce. W trzecim kwartale 2023 r., po dwóch kwartałach ze spadkiem PKB, gospodarka odnotowała wreszcie niewielki wzrost na poziomie 0,5% r./r. W ostatnim kwartale roku dynamika była już istotnie wyższa – w zależności od szacunków wyniosła 1,3%-2,3% (projekcja NBP z listopada wskazuje na 1,3%). Kolejne okresy zapewne przyniosą jeszcze wyższy wzrost sięgający nawet ok. 4% pod koniec 2024 roku.

Minimalny poziom indeksu w tym cyklu został wyznaczony w październiku 2022 r. przy wartości 0,37. Od tego momentu wskaźnik notuje stabilną poprawę, choć odczyty poszczególnych składowych wykazują zróżnicowane ścieżki. Do szczytu koniunktury zostało zapewne jeszcze kilka kwartałów.

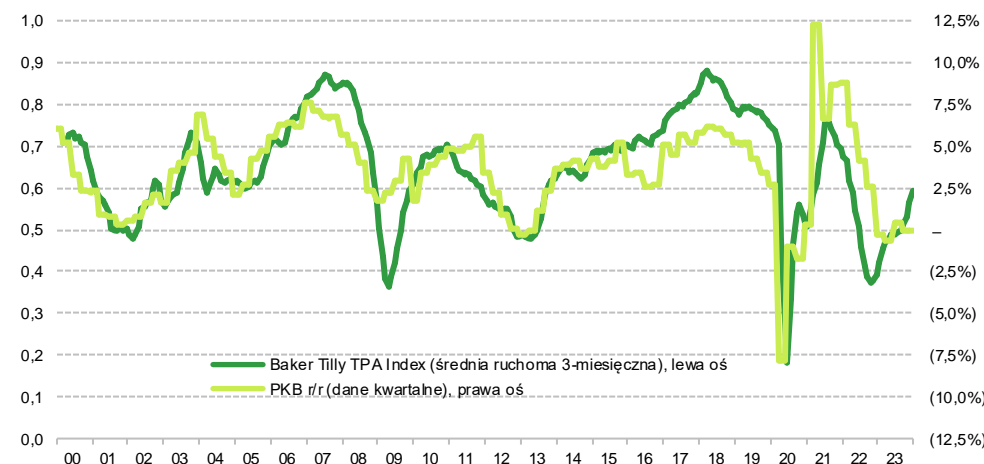
Od początku cyklu największy wpływ na zmianę Indexu miał Bieżący Wskaźnik Ufności Konsumenckiej publikowany przez GUS. Wyraża on bardzo dobre nastroje wśród konsumentów, które ulegają stałej poprawie wraz ze spadającą inflacją oraz dzięki bardzo silnemu rynkowi pracy. Mimo ubiegłorocznego spowolnienia stopa bezrobocia utrzymywała się na rekordowo niskich poziomach. Z wyjątkiem lutego, w każdym miesiącu ubiegłego roku odsetek bezrobotnych był najniższy w historii (dla danego miesiąca). Wydaje się, że jest to już granica możliwości podażyowego rynku pracy. Bardzo silny popyt na pracowników oraz czynniki demograficzne powodują, że rynek pracy nie może dojść do równowagi. Efektem tego jest utrzymująca się wysoka dynamika wynagrodzeń, raportowana w kolejnych miesiącach na poziomie ok. 10%. Przy obniżającej się inflacji płace wykazują dodatnią realną dynamikę. Wiele wskazuje na to, że w 2024 r. konsument nadal będzie mocnym silnikiem dla polskiej gospodarki.

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

Odbicie gospodarcze, które będzie coraz bardziej odczuwalne w kolejnych miesiącach szczególnie w obszarze usług, zwiększy popyt na pracowników. Przy ograniczonej podaży i rekordowo niskim bezrobociu będzie to wywierać presję na wzrost płac. Prawdopodobnie będą one nadal rosły w tempie zbliżonym do dwucyfrowego mimo znaczącego spadku inflacji, szczególnie w pierwszym półroczu 2024 r. Oznacza to wysokie realne zmiany płac, które są bardzo korzystne dla konsumpcji.

Przez dość wysoką bazę z pierwszego kwartału 2023 r. odczyty CPI (inflacji konsumenckiej) mogą w pierwszych miesiącach 2024 r. zejść w okolice nawet 3%-4%. Jednak presja popytowa oraz spodziewane wygaszenie tarcz antyinflacyjnych od lipca przełożą się

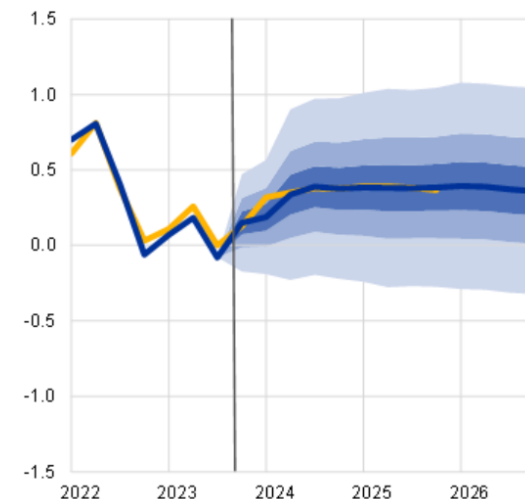
na przyspieszenie inflacji w drugim półroczu. Możliwe są wtedy znów wyniki na poziomie 5%-7%.

Jednak nie tylko poprawa wśród konsumentów odpowiada za odbudowę koniunktury w Polsce. Indeks PMI, mierzący nastroje przedsiębiorców, także zanotował znaczącą poprawę, wyraźnie widoczną w ciągu ostatnich czterech miesięcy. Ponieważ jest to indeks wyprzedzający, wskazuje na oczekiwania dużo lepszego otoczenia gospodarczego w pierwszym półroczu 2024 r., co widzimy też w prognozach makroekonomistów (dynamika PKB w pierwszym półroczu spodziewana jest na poziomie ok. 3%). Pozostałe dwa analizowane przez nas wskaźniki pną się w górę, choć znacznie wolniej w porównaniu z wymienionymi.

Czynnikiem sprzyjającym w realizacji

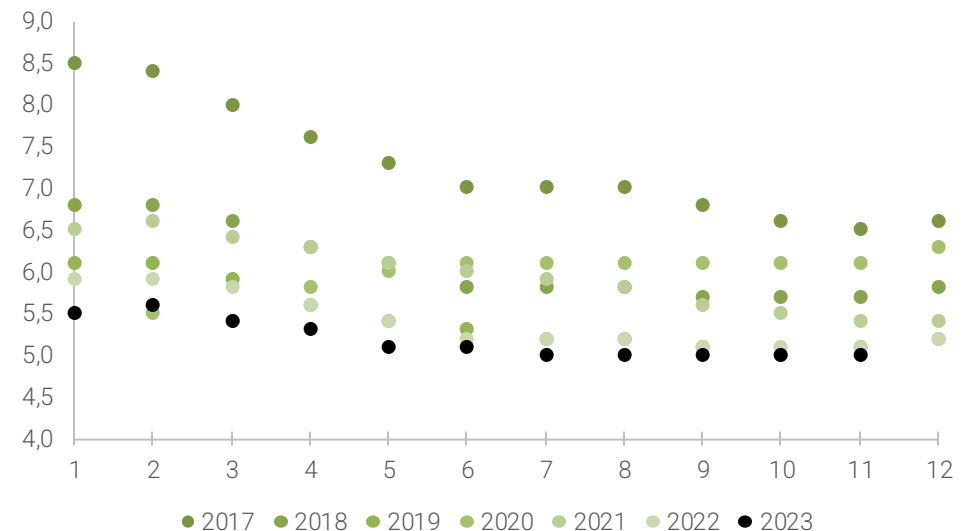
szybkiego wzrostu polskiej gospodarki jest poprawa koniunktury w Unii Europejskiej, która jest naszym głównym partnerem handlowym. Po okresie około półtorarocznego marazmu, podczas którego dynamika PKB w strefie euro oscylowała w okolicy zera, od początku bieżącego roku powinniśmy obserwować znacznie wyższe odczyty, docelowo na poziomie ok. 1,5% r./r., choć w przypadku Niemiec, naszego głównego partnera handlowego, dynamika może być nieco niższa. Umocnienie złotego wobec euro o ponad 10% w trakcie ostatnich kilkunastu miesięcy nie sprzyja zwiększaniu i rentowności eksportu, jednak czynnik popytowy będzie działał już na korzyść eksporterów.

Zmiana realnego PKB w strefie euro kw./kw.



Źródło: ECB, projekcja z grudnia 2023 r.

Stopa bezrobocia wg GUS (w %) w poszczególnych miesiącach



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Baker Tilly TPA Index

Czynnikami ryzyka dla gospodarki pozostaje geopolityka i ryzyko konfliktów międzynarodowych będących konsekwencją sytuacji wokół Izraela, Morza Czerwonego, Tajwanu, a także nadal Ukrainy. Na razie działania militarne pozostają jednak w małej skali i nie oddziałują negatywnie na globalną koniunkturę, natomiast zwiększone budżety na obronność w większości krajów, szczególnie w Polsce, stanowią istotną stymulację gospodarczą.

Sytuacja polityczna w Polsce nie sprzyja stabilności. Przedłużające się spory prawne i niepewność w zarządzaniu państwem oraz

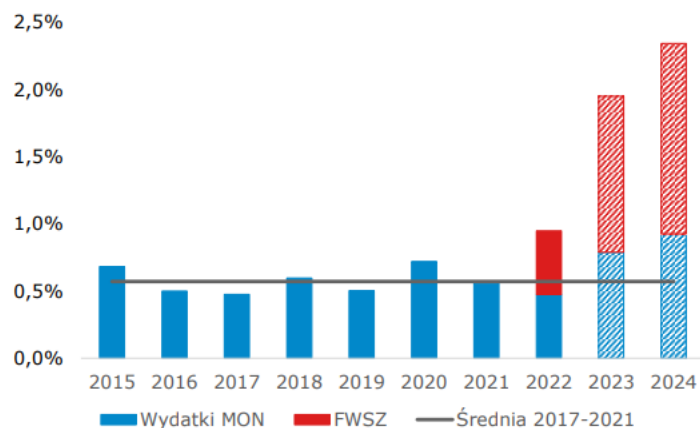
stanowieniu i egzekwowaniu prawa mogą wpłynąć na postrzeganie Polski przez inwestorów międzynarodowych, jak również zniechęcić do inwestowania rodzime przedsiębiorstwa. Efekt ten byłby jednak widoczny dopiero w długim terminie.

W kontekście inwestycji portfelowych, mimo roku hossy na GPW i znaczących wzrostów indeksów w tym okresie, obecny czas wydaje się nadal sprzyjać kupującym. Utrzymujące się raczej wciąż umiarkowane (już nie niskie) wyceny na GPW, będące również punktem odniesienia dla transakcji prywatnych, pozwalają nabywać przedsiębiorstwa

po korzystnych cenach i dają szansę na realizację zadowalających stóp zwrotu w horyzoncie kilku następnych kwartałów.

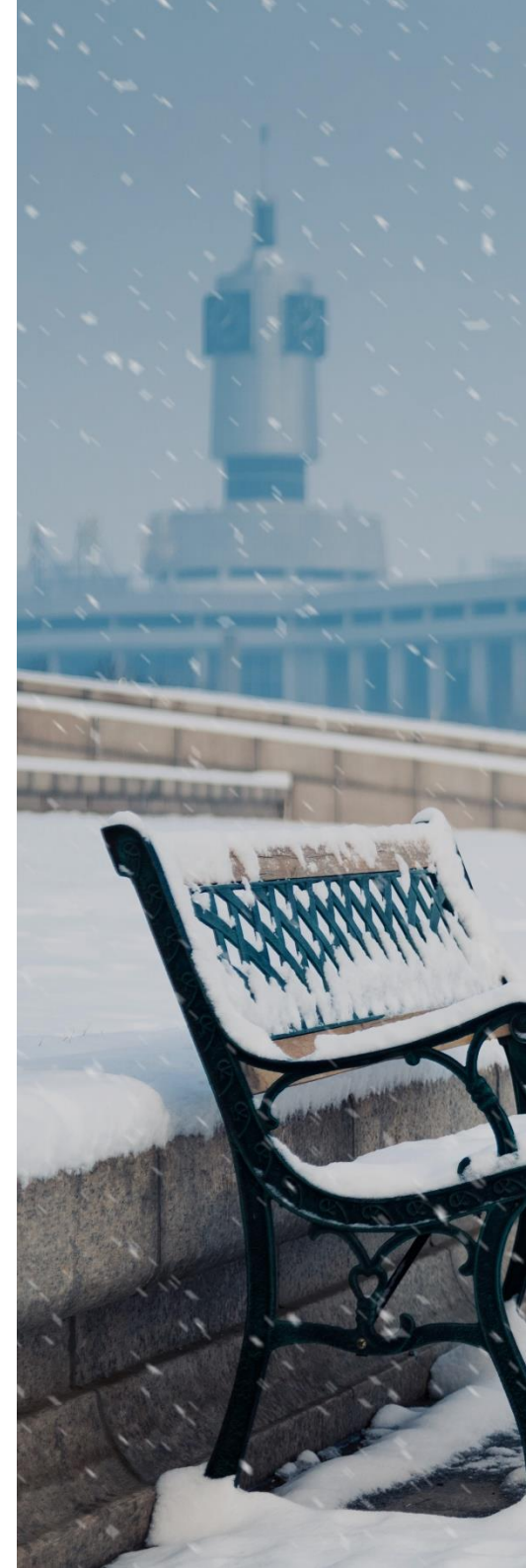
Z kolei inwestycje realne, zależne oczywiście od specyfiki danej branży i sytuacji poszczególnych podmiotów, powinny wyprzedzać zmiany w koniunkturze. Spodziewane ożywienie w latach 2024–2025 ze wzrostem gospodarczym ponad 3% uzasadnia realizację inwestycji rozwojowych, a dodatkowo specyfika rynku pracy będzie wymuszać inwestycje w wydajność.

Wydatki na modernizację i zakup nowego uzbrojenia w Polsce, % PKB



FWSZ - Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych

Źródło: Ekonomści mBanku, „Scenariusz(e) na 2024 rok”, 11.01.2024 r.



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 ujednoczyć (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 wyznaczonego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdują się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla czterech 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

W IV kwartale 2023 r. aktywność transakcyjna była na podobnym poziomie w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Reuters oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce 114 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

W całym 2023 r. odnotowaliśmy 449 transakcji, o 59 więcej niż w 2022 r.

Aktywność transakcyjna w IV kwartale tego roku była wyższa niż długoterminowa średnia liczba transakcji (od 2000 r.), a także powyżej średniego poziomu z ostatnich trzech lat (około 98 transakcji kwartalnie).

W IV kwartale 2023 r. zrealizowano 114 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 113 transakcjami kwartał wcześniej oraz 121 transakcjami w odpowiednim kwartale roku poprzedniego. W całym 2023 roku przeprowadzono 449 transakcji, co stanowi najwyższy wynik od 7 lat, gdy w 2016 roku odnotowano 480 transakcji.

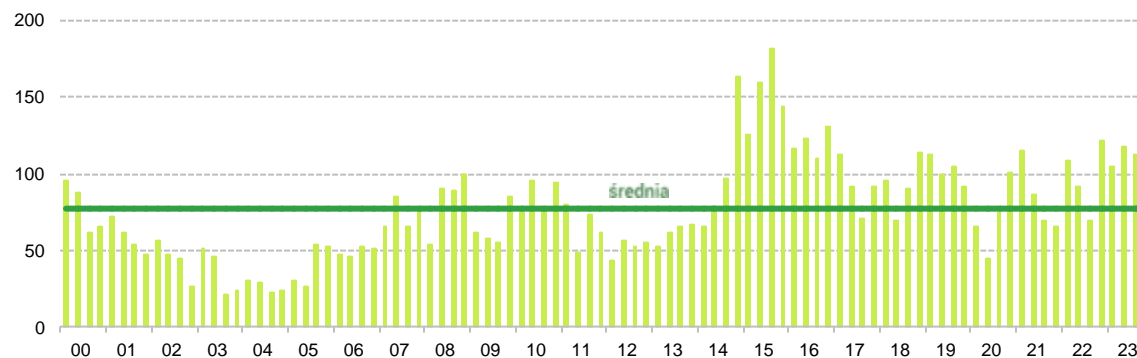
Liczba transakcji przeprowadzonych przez zagraniczne podmioty utrzymała się na stabilnym poziomie. Były one odpowiedzialne za 209 transakcji w 2023 r. w porównaniu z 206 transakcjami w 2022 r. Liczba transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty wzrosła natomiast ze 184 transakcji w 2022 r. do 240 transakcji w 2023 r. (wzrost o 30%).

Udział transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty wyniósł 53% w 2023 r. w porównaniu z 47% w roku poprzednim.

Dla III kwartału 2023 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miały wtedy miejsce 113 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).

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

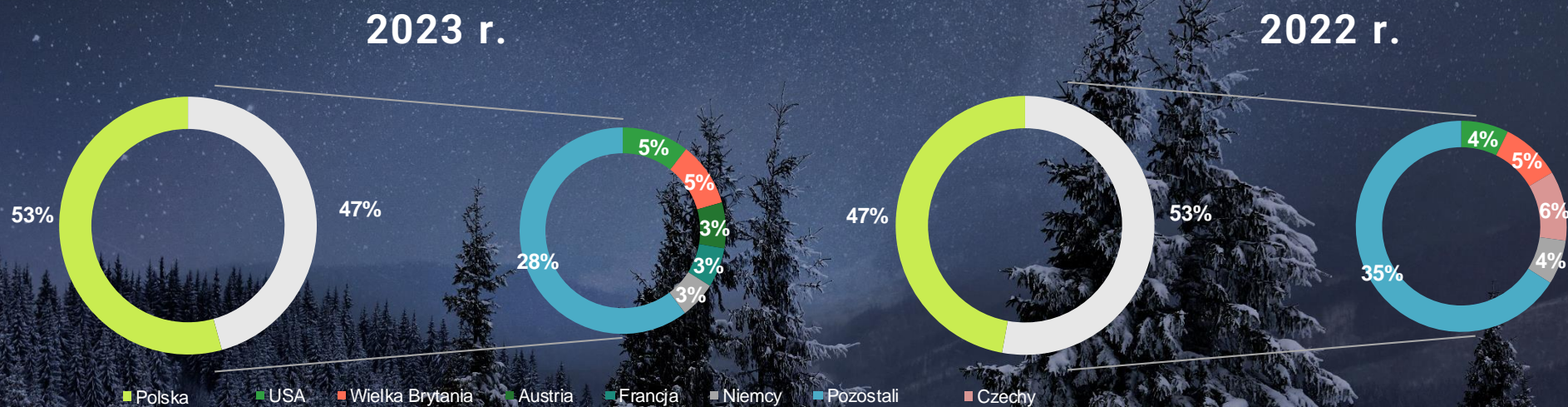
W IV kwartale 2023 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 44% transakcji, więcej niż długoterminowa średnia z lat 2000–2023 (około 1/3 transakcji) oraz mniej niż w poprzednim kwartale (50%).

W całym 2023 r. udział inwestorów zagranicznych wyniósł 47%, co stanowi spadek o 6 punktów procentowych w porównaniu z 2022 r.

W IV kwartale wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z USA (10 transakcji) oraz Niemiec i Wielkiej Brytanii (po 4 transakcje).

Najwięcej transakcji w całym 2023 r. przeprowadziły podmioty z USA (22 transakcje). W dalszej kolejności mamy nabywców z Wielkiej Brytanii (21 transakcji), Austrii (15 transakcji), Francji (13 transakcji) oraz Niemiec (12 transakcji).

Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w 2023 i 2022 r.



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w IV kwartale 2023 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii, które były odpowiedzialne za 31% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory przemysłu (15% udziału) oraz usług i produktów konsumenckich (14%).

W IV kwartale wysoką popularnością na tle całej historii transakcyjnej cieszyły się sektory usług i produktów konsumenckich (14% udziału w strukturze) oraz ochrony zdrowia (8%).

Podział transakcji ze względu na sektory

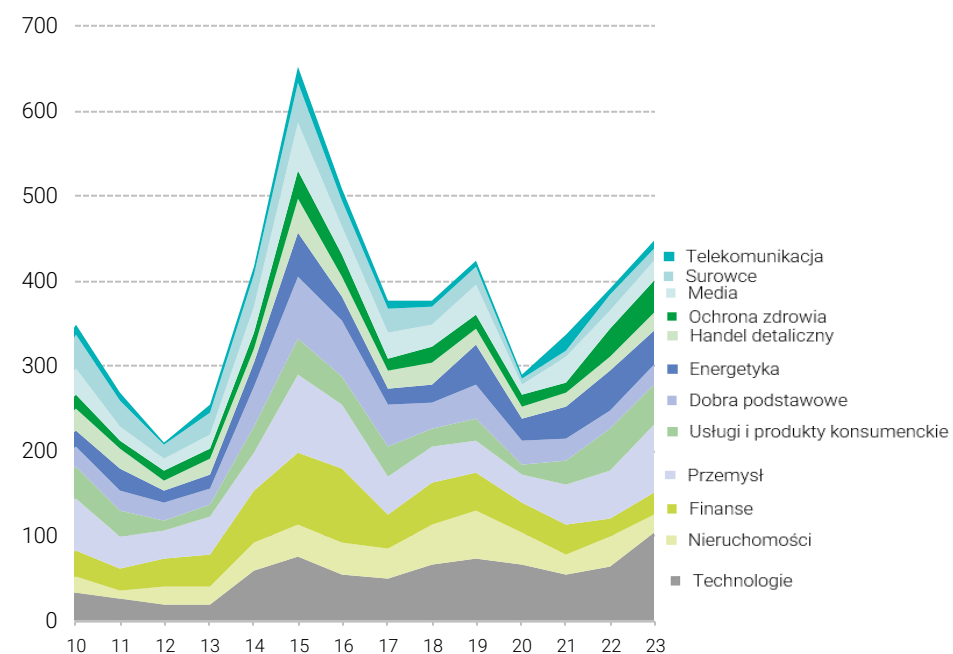
	IV 2023	2023	2022	2021	2000 - 2023
Dobra podstawowe	5%	5%	6%	8%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	14%	10%	13%	8%	10%
Energetyka	8%	9%	12%	11%	8%
Finanse	5%	6%	6%	11%	12%
Ochrona zdrowia	8%	8%	9%	4%	4%
Technologie	31%	23%	16%	16%	13%
Przemysł	15%	18%	14%	14%	14%
Surowce	3%	3%	5%	2%	8%
Media	3%	5%	5%	9%	7%
Nieruchomości	4%	5%	9%	7%	7%
Handel detaliczny	3%	5%	4%	4%	5%
Telekomunikacja	2%	2%	2%	5%	3%
Łącznie transakcji	114	449	390	336	7361

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

Poniższy wykres ukazuje zmiany w liczbie transakcji na przestrzeni lat 2010–2023 w podziale na sektory. Największa liczba transakcji w 2023 r., podobnie jak w roku poprzednim, dotyczyła spółek technologicznych. Stanowiły one aż 23% wszystkich transakcji w 2023 r. W porównaniu z 2022 r. zauważalny jest rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze przemysłu, który wzrósł z 14% do 18%.

Największy spadek odnotował sektor nieruchomości, co jest związane z trudnością pozyskiwania finansowania dla nieruchomości w otoczeniu wysokich stóp procentowych.

Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2010–2023



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Wyceny na GPW w Warszawie

W IV kwartale 2023 r. obserwowaliśmy dynamiczne wzrosty wszystkich głównych indeksów giełdowych, które są o wyższe o 10-22% w porównaniu do końca września 2023 r. oraz 30-40% względem początku roku.

Indeksy WIG, mWIG40 oraz sWIG80 w grudniu 2023 roku ustanowiły nowe historyczne rekordy przekraczając wcześniejsze najwyższe poziomy z III kwartału 2021 r. nawet o 5%.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec IV kwartału wartość 2.343,0 pkt. W stosunku do końca III kwartału 2023 r. indeks wzrósł 22,3% (najwięcej z głównych indeksów) i znajduje się jedynie 4,5% poniżej szczytu z listopada 2021 r.

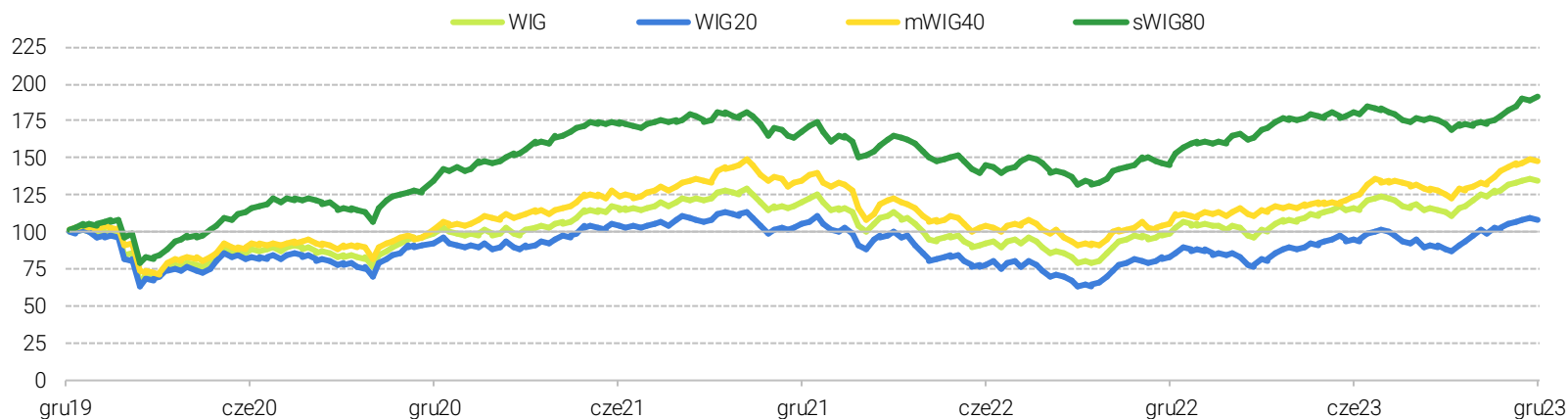
Indeksy sWIG80 oraz mWIG40 wzrosły odpowiednio o 10,8% oraz 17,2% kw./kw. Natomiast indeks WIG odnotował wzrost o 20,0% kw./kw.

Wzrost indeksów wynika głównie z poprawy sytuacji makroekonomicznej oraz lepszej sytuacji na głównych rynkach giełdowych. Nie bez znaczenia pozostaje także poprawa perspektywy otrzymania środków z UE w ramach Krajowego Planu Odbudowy.

Kluczowe dla przyszłych notowań powinno być zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza i geopolityczna. Utrzymanie wzrostów indeksów na poziomie 30-40% wydaje się mało prawdopodobne, natomiast niski dwucyfrowy wzrost jest możliwy do osiągnięcia ze względu na przyspieszenie w polskiej gospodarce oraz utrzymujące się umiarkowane wyceny.

III kwartał 2023 r. zakończył okres spadków PKB, a zgodnie z najnowszą projekcją NBP kolejne kwartały mają przynieść dalszy wzrost dynamiki PKB oraz spadek inflacji.

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



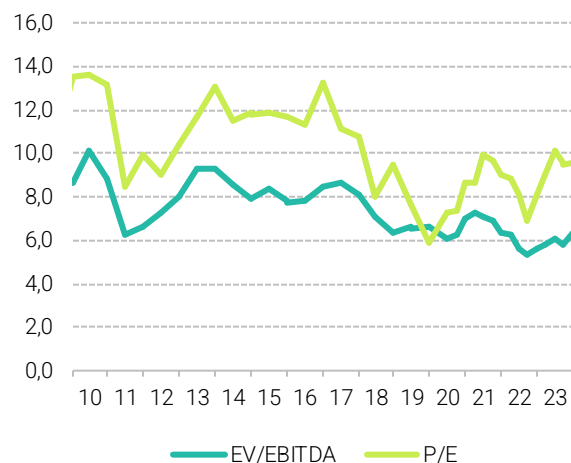
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W IV kwartale 2023 r. mnożniki wyceny na GPW rosły lub pozostawały na zbliżonym poziomie głównie ze względu na wzrost wycen giełdowych. Wskaźniki nadal jednak pozostają na historycznie niskich lub umiarkowanych poziomach. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła na koniec 2023 r. wartość 6,32x w porównaniu z 5,82x na koniec III kwartału 2023 r. i 5,60x na koniec 2022 r. Wskaźnik pozostaje wciąż nisko wobec długoterminowej średniej. Natomiast EV/Sales wzrósł do 0,90x i jest na poziomie długoterminowej średniej. Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec 2023 r. 9,62x (vs. 9,55x na 30.09.2023 r. oraz 8,07x na 31.12.2022 r.)¹.

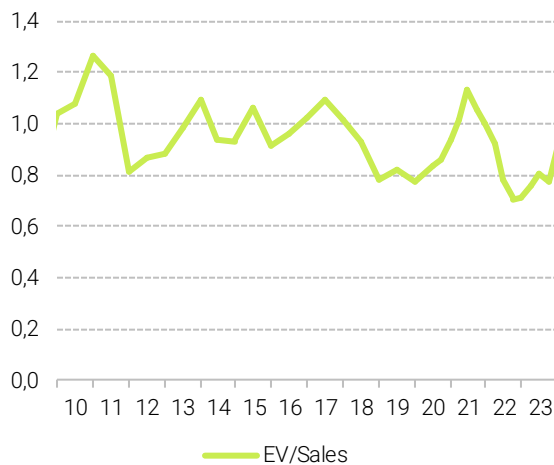
Głównym powodem wzrostów wartości mnożników w ostatnim kwartale był wyższy rynkowy poziom wycen spółek (odzworowany we wzroście indeksów giełdowych). Mnożniki zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) nadal sugerują umiarkowane i dość atrakcyjne poziomy wycen na GPW na tle ich historycznych wartości oraz w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

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

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.



W bieżącym wydaniu Baker Tilly TPA Index analizujemy opłacalność strategii zabezpieczających ceny energii elektrycznej na podstawie danych z rynku terminowego TGE.

Czy opłaca się zabezpieczać ceny energii elektrycznej w kontraktach terminowych?

W ostatnich latach nastąpił istotny wzrost cen energii elektrycznej. W rekordowym pod tym względem 2022 roku średnioważona cena na rynku spot wyniosła prawie 800 zł/MWh (dla porównania w latach 2018-2020 wynosiła ona 210-230 zł/MWh). Rok 2023 przyniósł spadek cen energii elektrycznej do ok. 530 zł/MWh. Przy takich poziomach cenowych koszty energii elektrycznej stały się kluczowym elementem zarządzania budżetem wielu przedsiębiorstw. Rosnące zapotrzebowanie na energię, zmienne warunki rynkowe oraz czynniki zewnętrzne, takie jak wahania cen surowców, wpływają na stabilność cen energii elektrycznej. W rzeczywistości większość przedsiębiorstw nie dysponuje narzędziami do przewidywania przyszłych cen energii elektrycznej, które i tak jest obciążone dużym ryzykiem błędu.

Zabezpieczanie kosztów na rynku terminowym polega na zawieraniu kontraktów, które umożliwiają ustalenie ceny energii elektrycznej na przyszłość. Dzięki temu przedsiębiorstwa mogą uniknąć ryzyka nagłych wzrostów cen na rynku spot. Analiza opłacalności zabezpieczania cen na rynku terminowym w porównaniu z cenami spot ma na celu zrozumienie, czy korzystanie z kontraktów terminowych może być skuteczną strategią zarządzania kosztami energii elektrycznej.

Coraz bardziej popularne stają się również kontrakty pozagiełdowe cPPA, które pozwalają na zabezpieczenie cen energii nawet do kilkunastu lat. Takie kontrakty dostępne są jednak zazwyczaj dla dużych, wiarygodnych firm.

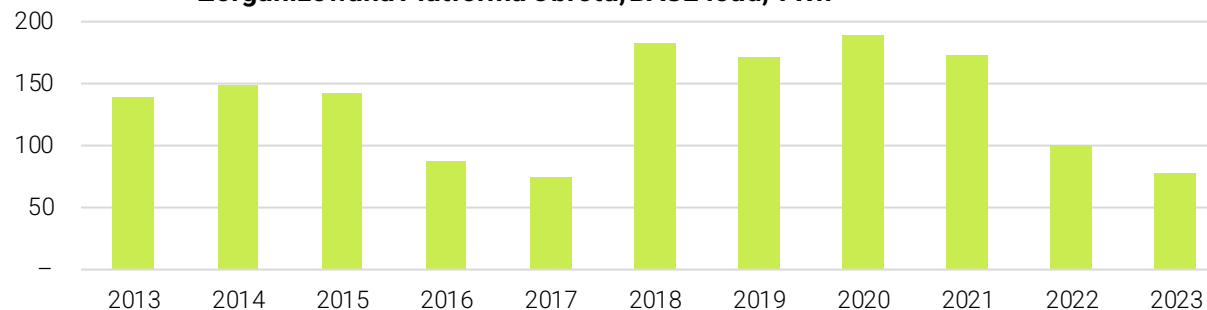
Rynek terminowy TGE

W ramach rynku terminowego na Towarowej Giełdzie Energii (TGE) hurtowi sprzedawcy energii mogą nabywać kontrakty na przyszłą dostawę energii elektrycznej od jej producentów. Następnie, w oparciu o zabezpieczone ceny energii, mogą oferować swoim klientom produkty ze stałą ceną energii elektrycznej. Oprócz kosztów samej energii, rachunek za energię zawiera także inne opłaty takie jak opłaty za dystrybucję, certyfikaty energetyczne oraz podatki.

Na rynku hurtowym funkcjonują kontrakty na dostawy w danym tygodniu, miesiącu, kwartale lub roku. Najpopularniejsze są kontrakty roczne, które historycznie były odpowiedzialne za prawie 80% wolumenu na rynku terminowym. Drugie pod względem popularności są kontrakty kwartalne, które odpowiadały za 17% wolumenu. Najmniejszą popularnością uczestników rynku cieszą się kontrakty miesięczne (mniej niż 5% udziału). Sprzedawcy energii zabezpieczają najczęściej ceny energii kupując kontrakt na dostawę w przyszłym roku, który jest uzupełniany przez dostawy na rynku dnia następnego.

Poniższy wykres przedstawia łączny wolumen transakcji dla kontraktów terminowych na TGE w paśmie BASE (wykonanie przez 24 godziny przez wszystkie dni tygodnia). W latach 2018-2021 kontrakty terminowe cieszyły się dużą popularnością. W większości z tych lat wolumen kontraktów terminowych przekraczał roczne krajowe zużycie energii elektrycznej. W latach 2022-23 nastąpił spadek wolumenów ze względu na zniesienie obliża giełdowego oraz na wzrost cen i dużą niepewność co do kształtowania się jej poziomów w przyszłości.

Zorganizowana Platforma Obrotu, BASE load, TWh



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych TGE.

Czy opłaca się zabezpieczać ceny energii elektrycznej w kontraktach terminowych?

Oprócz pasma BASE dostępne są także pasma PEAK (z terminem wykonania w godzinach 7-22 w dni robocze) oraz OFF-PEAK (z terminem wykonania w godzinach nocnych oraz w dni wolne od pracy). Historycznie stanowiły one jednak mniej niż 10% wolumenu na rynku terminowym.

Strategie zakupu energii elektrycznej

Strategie zakupu energii elektrycznej są zróżnicowane i zależą od specyfiki każdego przedsiębiorstwa. Wpływ na wybór strategii mają udział kosztów energii w strukturze finansowej przedsiębiorstwa oraz charakter osiąganych przychodów. Co do zasady, przedsiębiorstwa mogą decydować się na zakup tylko na rynku spot, wyłącznie na rynku terminowym lub przyjmując hybrydową strategię, korzystając z obu rynków.

Przedsiębiorstwa, których przychody są zakontraktowane na długi okres bez możliwości ich indeksowania, powinny przeanalizować opłacalność zabezpieczenia cen energii oraz ewentualne scenariusze przy braku ich zabezpieczenia zakładając różne poziomy cen. Jeżeli spółka polega wyłącznie na rynku spot, a ceny energii istotnie wzrosną, doprowadzi to do spadku rentowności działalności lub nawet problemów płynnościowych. Z drugiej strony, jeżeli w branży, w której działa przedsiębiorstwo transakcje zabezpieczające ceny energii nie są popularne, stosowanie ich może być pozbawione sensu ekonomicznego, ponieważ ceny dóbr lub usług będą się dostosowywać do wyższych kosztów surowców. W takim przypadku spółka niestosująca strategii zabezpieczających może oczekiwać, że jej rentowność utrzyma się na podobnym poziomie.

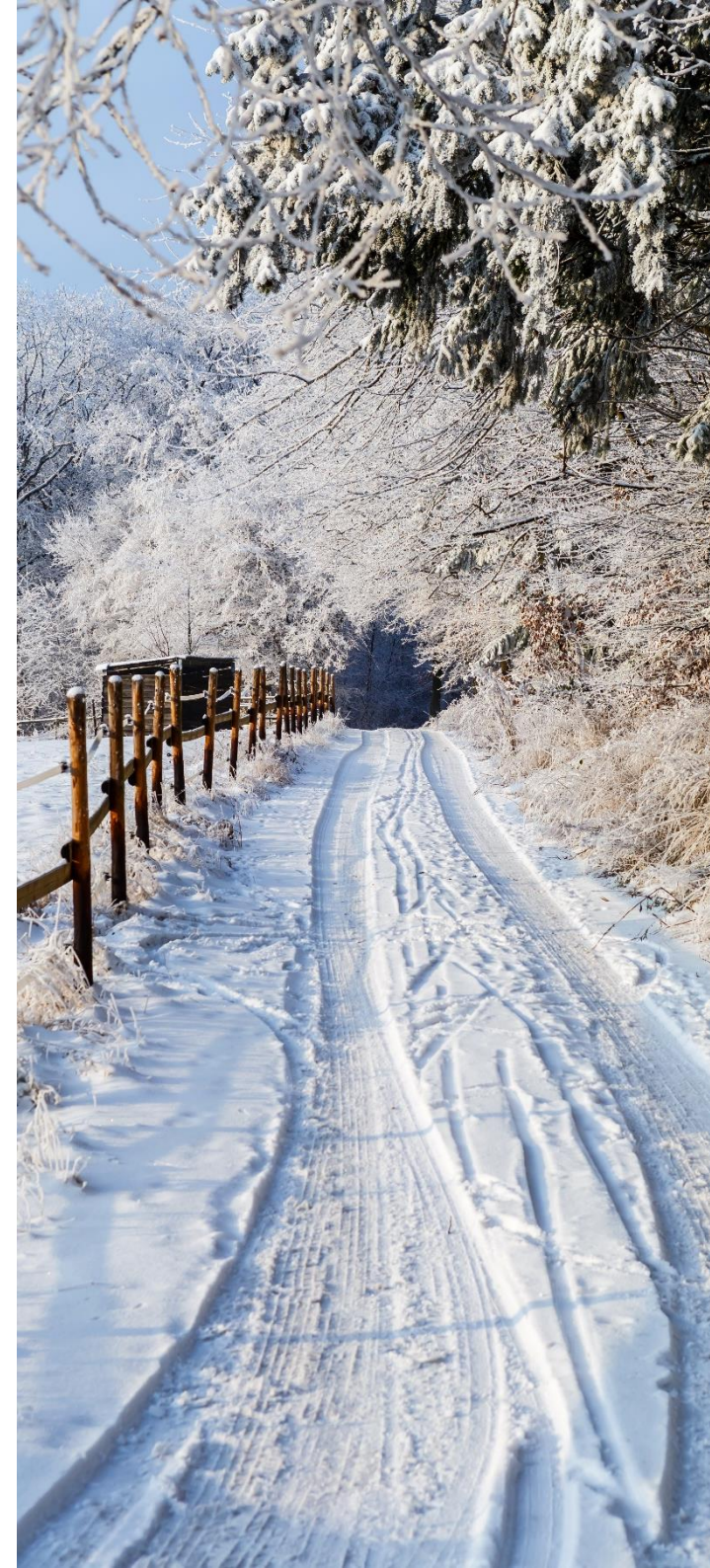
Należy także zauważyć, że stosowanie strategii

zabezpieczających może doprowadzić zarówno do spadku, jak i wzrostu wartości firmy w wyniku zysku lub straty z ich stosowania. W przypadku gdy zabezpieczone ceny będą niższe niż ceny na rynku spot, spółka poniesie niższe koszty energii elektrycznej, a wartość firmy wzrośnie. W odwrotnej sytuacji spółka odnotuje wyższe koszty niż konkurenci, co prowadzi do spadku wartości firmy.

Analiza opłacalności zabezpieczenia cen na rynku terminowym

Nasza analiza obejmuje porównanie cen spot z cenami rocznych kontraktów terminowych. W tym celu porównaliśmy średnioważone roczne ceny na rynku spot w danym roku z ceną realizacji rocznych kontraktów terminowych, którą przyjęliśmy na poziomie średnioważonej ceny za rok przed datą rozpoczęcia kontraktu.

Do 2020 roku ceny w kontraktach terminowych i spotowych nie charakteryzowały się dużą zmiennością oraz nie różniły się istotnie od siebie. Oznaczało to, że stosowanie strategii zabezpieczającej nie przynosiło wysokich zysków lub strat. Sytuacja zmieniła się od 2021 roku, kiedy rynek nie doszacował wzrostów cen energii. Ceny terminowe na dostawę na 2022 rok wzrosły, jednak wybuch wojny na Ukrainie i wzrost cen surowców energetycznych wywindowały ceny spot zdecydowanie wyżej. Rekordowo wysokie ceny na rynku terminowym na dostawę w 2023 r. przyczyniły się do niskiego wolumenu. Firmy ograniczyły zakupy licząc, że cena w tym roku spadnie na rynku spotowym, co rzeczywiście miało miejsce. Ceny na rynku spot w 2023 r. były ponad dwukrotnie niższe od cen z kontraktów terminowych.



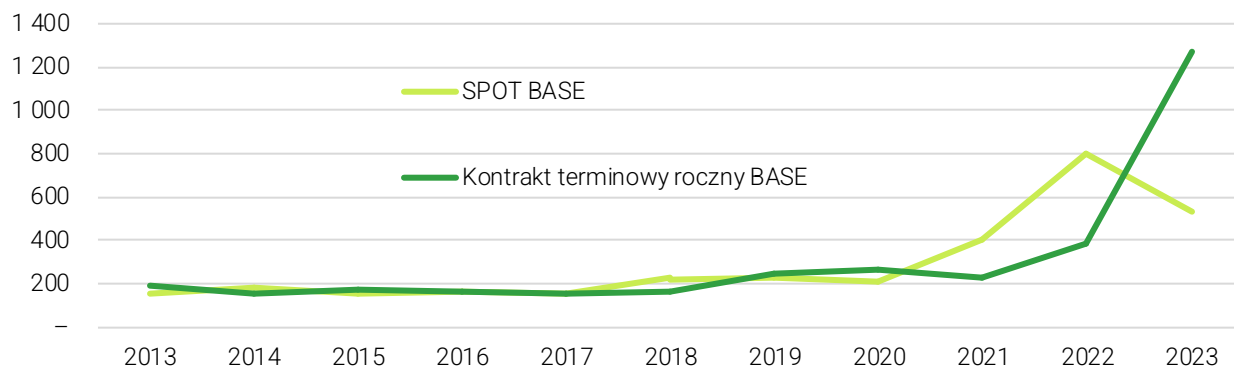
Czy opłaca się zabezpieczać ceny energii elektrycznej w kontraktach terminowych?

Uwzględniając cały wolumen dla rocznych kontraktów terminowych koszt zabezpieczenia energii w latach 2013-2020 był wyższy o ok. 5% w porównaniu do sytuacji, gdyby ten sam wolumen kupić na rynku spot. W latach 2021-2023 podmioty zabezpieczające ceny na rynku terminowych poniosłyby natomiast aż o 30% niższe koszty energii głównie przez niższe ceny z kontraktów terminowych w latach 2021 i 2022. W całym okresie analizy koszty zakupu energii byłyby niższe o 16%. Widać więc, że w długim okresie stosowanie strategii zabezpieczających było opłacalne. Należy także dodać, że produkty oparte o kontrakty terminowe cechują się zazwyczaj wyższą marżą z powodu kosztów sprzedawcy, w tym m.in. utrzymywania depozytów zabezpieczających oraz wyższych niż dla kontraktów spotowych kosztów bilansowania.

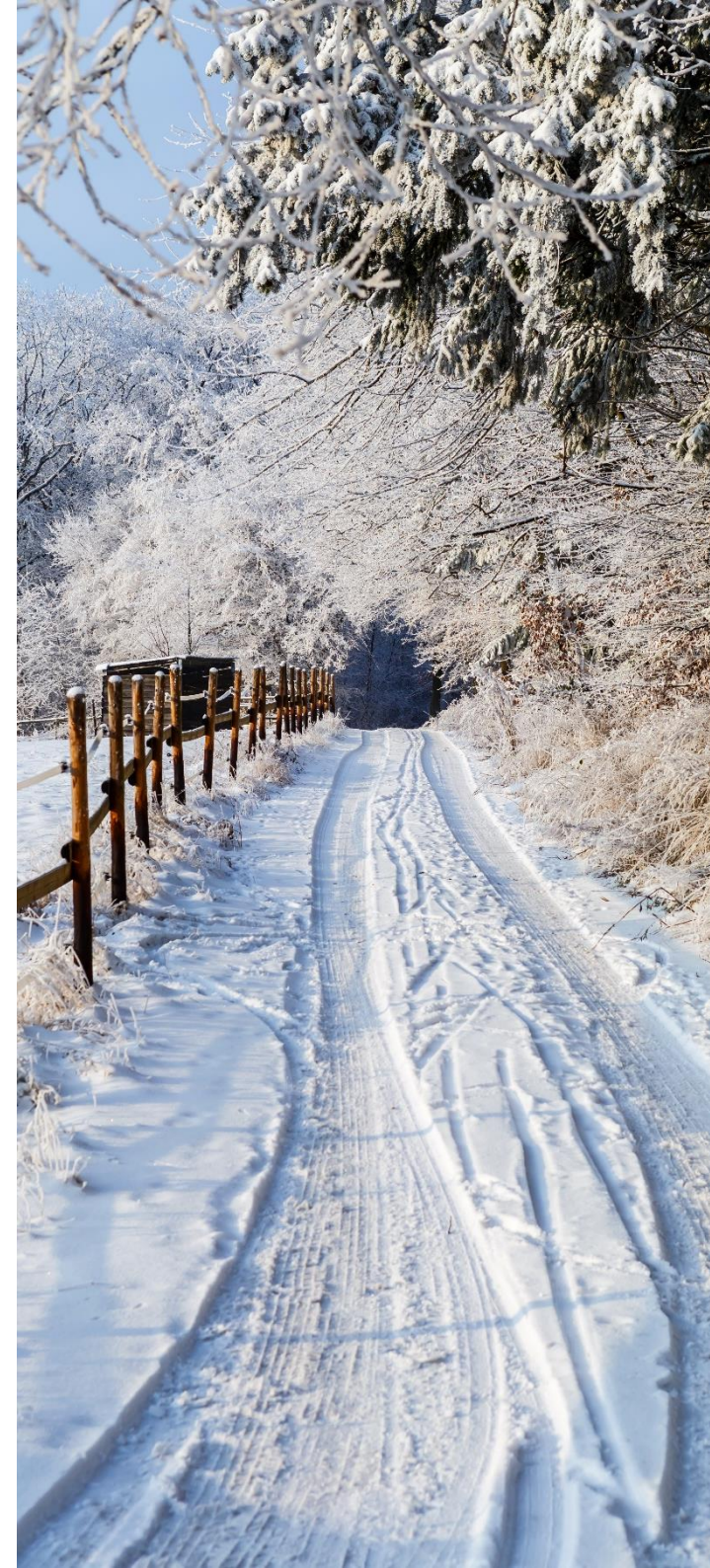
Przy analizie opłacalności strategii zabezpieczających należy także wziąć pod uwagę ryzyko wprowadzenia regulacji dotyczących maksymalnych limitów cen, a także dotacji z tytułu rekompensat wysokich kosztów energii, co dodatkowo może ograniczać atrakcyjność strategii zabezpieczającej.

Przeprowadzona analiza obejmuje cały rynek uwzględniając średnioważone ceny kontraktów terminowych. W rzeczywistości ceny kontraktów zmieniają się istotnie w ciągu roku, a opłacalność strategii zabezpieczających dla całego rynku nie oznacza jednocześnie opłacalności w przypadku pojedynczego podmiotu.

Średnioważone roczne ceny energii elektrycznej na rynku spot i rynku terminowym, PLN/MWh



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych TGE.



Czy opłaca się zabezpieczać ceny energii elektrycznej w kontraktach terminowych?

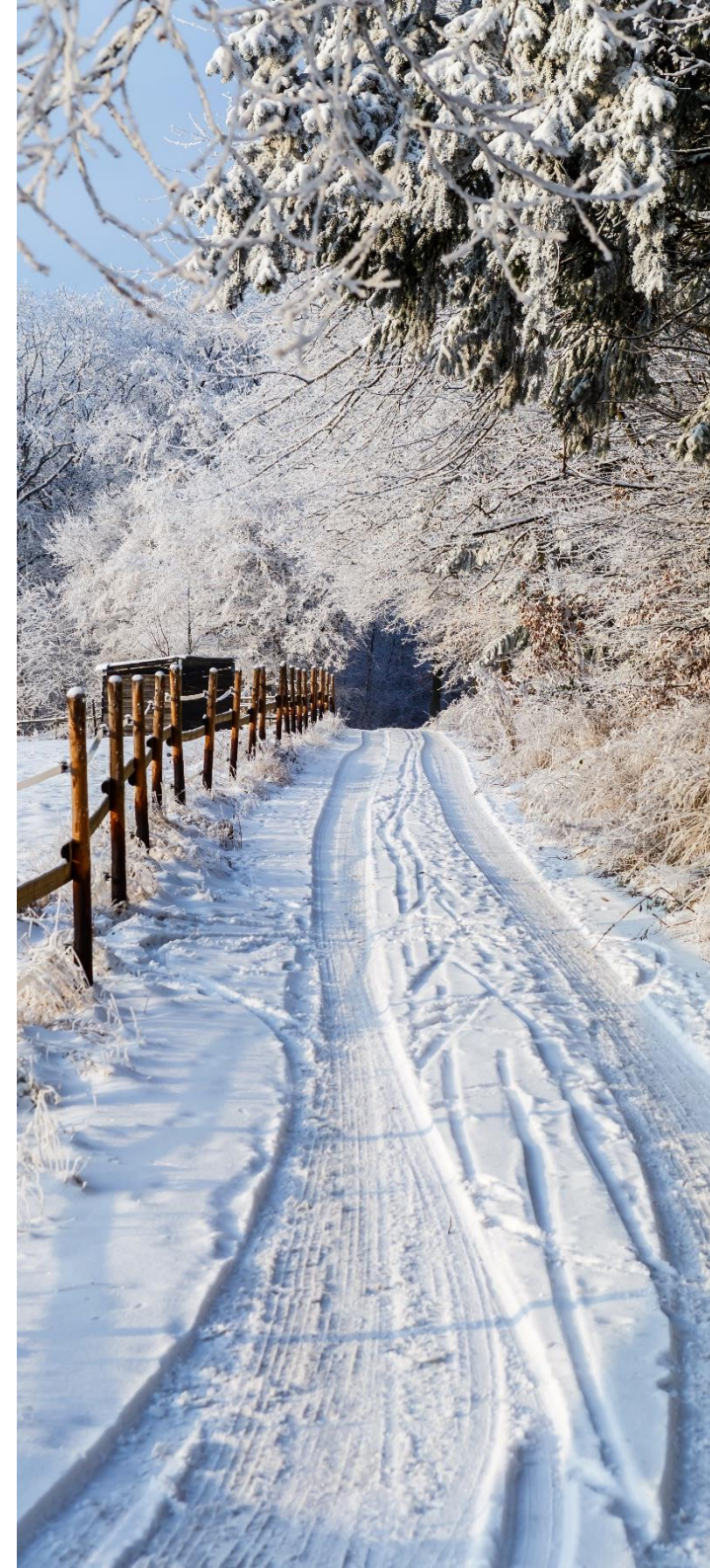
Podsumowanie

Wnioski z przeprowadzonej analizy mogą wpłynąć na strategię zarządzania kosztami energii elektrycznej przez przedsiębiorstwa. Zabezpieczanie cen może przynieść korzyści poprzez eliminację niepewności związanej z wahaniami cen energii elektrycznej oraz niższymi rachunkami za prąd, jednak każda oferta zakupu energii powinna być poddana szczegółowej analizie. Wpływ na wybór strategii zabezpieczającej ma także charakter działalności biznesowej przedsiębiorstwa w tym udział kosztów energii elektrycznej w kosztach działalności, charakter generowanych przychodów (czy są zakontraktowane na długi okres w przód) oraz sytuacja w branży, w której działa przedsiębiorstwo. Kontrakty terminowe pozwalają zazwyczaj na zabezpieczenie cen energii w roku następnym.

Dobór strategii zakupowej energii jest także determinowany przez oferowane wsparcie rządowe dla przedsiębiorstw. Firmy z sektora MŚP miały ustawowo ograniczoną cenę (podobnie jak konsumenci), a branża energochłonna mogła się ubiegać o dotację z tyt. wzrostu kosztów energii. Można więc stwierdzić, że sens zabezpieczania cen energii po bardzo wysokich cenach (w porównaniu do obecnych poziomów) jest ograniczony, ponieważ w takim przypadku można oczekiwać interwencji państwa w celu ograniczenia negatywnego wpływu nadzwyczajnego wzrostu cen energii na gospodarkę.

Przy ocenie opłacalności konkretnej oferty zakupu energii warto też porównać przedstawione kwotowania z aktualnymi cenami na rynku terminowym TGE, co pozwoli ocenić jej atrakcyjność.

Innym typem strategii zabezpieczającej są kontrakty cPPA, które pozwalają na zabezpieczenie cen energii nawet do kilkunastu lat. Aktualnie jest to jednak opcja dostępna zazwyczaj dla dużych przedsiębiorstw o wysokim ratingu kredytowym.



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 oraz rentowności obligacji skarbowych obecną przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce szacujemy na

9,85%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,4%
Banki uniwersalne	10,8%
Budowlany	10,5%
Chemiczny (podstawowy)	9,1%
Chemiczny (specjalistyczny)	10,2%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	10,3%
Części samochodowe	11,7%
Deweloperski	8,9%
Dystrybucja ropy/gazu	8,8%
Edukacja	8,1%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	9,9%
Elektronika (ogólna)	10,8%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	8,8%
Energia odnawialna	9,1%
Farmaceutyczny	9,7%
Handel detaliczny	10,2%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,2%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	11,0%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	11,0%
Handel detaliczny (online)	9,7%
Hotele i hazard	10,7%
Hurtownicy żywności	8,8%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	9,3%
Inżynieria/budownictwo	10,1%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Kanalizacja i ścieki	8,8%
Komputery / urządzenia peryferyjne	10,3%
Leki (biotechnologia)	10,6%
Maszynowy	10,7%
Materiały budowlane	10,2%
Podwykonawcy budowlani	8,7%
Meble / wyposażenie domu	9,4%
Metale i górnictwo	10,1%
Metale szlachetne	10,5%
Militaria/obronność	9,4%
Napoje alkoholowe	8,0%
Napoje bezalkoholowe	8,5%
Nieruchomości	9,6%
Obuwie	11,1%
Odzież	9,9%
Opakowania	9,4%
Opony	10,3%
Oprogramowanie (Internet)	10,9%
Oprogramowanie (rozrywka)	11,2%
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	10,2%
Papierowy i drzewny	8,6%
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	9,3%
Półprzewodniki	11,7%

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	8,7%
Telewizja	9,5%
Telewizja kablowa	8,8%
Transport	9,7%
Transport kolejowy	9,4%
Transport lotniczy	11,4%
Transport samochodowy	10,3%
Tytoń	7,8%
Ubezpieczenia (majątkowe)	8,4%
Ubezpieczenia (ogólne)	9,5%
Ubezpieczenia (życie)	10,5%
Usługi biznesowe i konsumenckie	9,9%
Usługi dla nieruchomości	9,1%
Usługi finansowe	9,8%
Usługi informacyjne	16,8%
Usługi informatyczne	9,6%
Usługi środowiskowe i odpadowe	10,4%
Usługi telekomunikacyjne	9,2%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	9,2%
Użyteczności publicznej	9,3%
Węgiel	9,3%
Wydawnictwa i gazety	9,1%

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 31.12.2023 r. ich rentowność wyniosła 5,25% (w porównaniu z 5,91% na koniec września 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 4,60% (vs 4,84% na 30.09.2023 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 9,85%.

Wart odnotowania jest ostatni spadek kosztu kapitału własnego wobec końca 2022 r., kiedy wyniósł on 12,82%. W 2023 r. 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 typów 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, 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 5,25%)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,60%)

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 (*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 pozbawioną ryzyka). Obecnie taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 4,30%. Dla waluty EUR będzie to 2,03%, a dla USD jest na poziomie 3,75%.

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 (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).

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.

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

β	współczynnik beta
β_A	współczynnik beta aktywów
D	wartość zadłużenia
E	wartość kapitału własnego
t	stawka podatkowa

Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na 31.12.2023 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,25%
r_f	
PLN	4,30%
EUR	2,03%
USD	3,75%
CRP	
Polska	1,24%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,72%
Hiszpania	2,34%
MRP	4,60%
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

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	1,1
Chemiczny (podstawowy)	0,8	0,7
Chemiczny (specjalistyczny)	1,1	1,0
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1,1	0,8
Części samochodowe	1,4	1,1
Deweloperski	0,8	0,6
Dystrybucja ropy/gazu	0,8	0,6
Edukacja	0,6	0,5
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1,0	1,0
Elektronika (ogólna)	1,2	1,1
Energetyka	0,8	0,6
Energia odnawialna	0,8	0,6
Farmaceutyczny	1,0	0,9
Handel detaliczny	1,1	0,9
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	1,1	0,8
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1,3	0,9
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1,2	1,0
Handel detaliczny (online)	1,0	0,5
Hotele i hazard	1,2	1,0

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

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

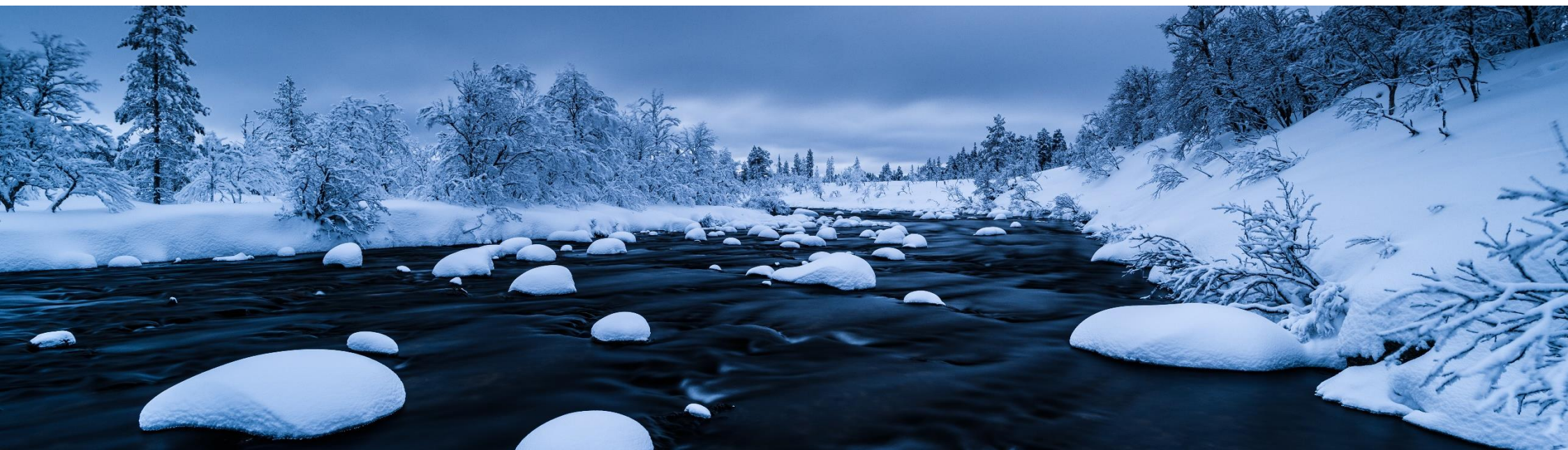
Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Sektor	Beta	Beta aktywów
Sprzęt elektryczny	1,3	1,2
Sprzęt i usługi biurowe	0,7	0,7
Sprzęt telekomunikacyjny	0,9	0,9
Sprzęt wydobywczy	1,1	1,0
Stalowy	1,0	1,0
Szpitaly / placówki opieki zdrowotnej	0,6	0,2
Technologie dla ochrony zdrowia	1,2	1,1
Telekomunikacja	0,7	0,3
Telewizja	0,9	0,8
Telewizja kablowa	0,8	0,4

Sektor	Beta	Beta aktywów
Transport	1,0	0,9
Transport kolejowy	0,9	0,7
Transport lotniczy	1,3	0,9
Transport samochodowy	1,1	0,8
Tytuł	0,6	0,4
Ubezpieczenia (majątkowe)	0,7	0,6
Ubezpieczenia (ogólne)	0,9	0,9
Ubezpieczenia (życie)	1,1	0,6
Usługi biznesowe i konsumenckie	1,0	0,9
Usługi dla nieruchomości	0,8	0,5

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

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



Opis wskaźników koniunktury

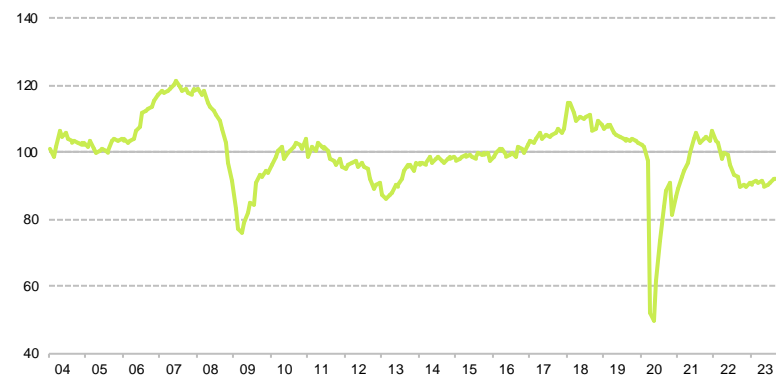
Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

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

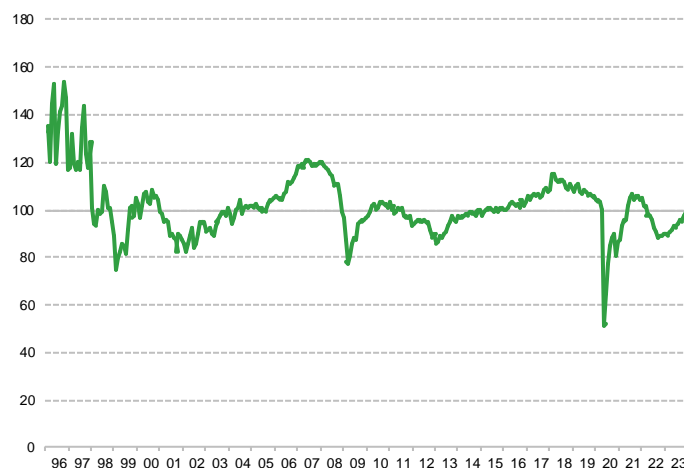
Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej

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

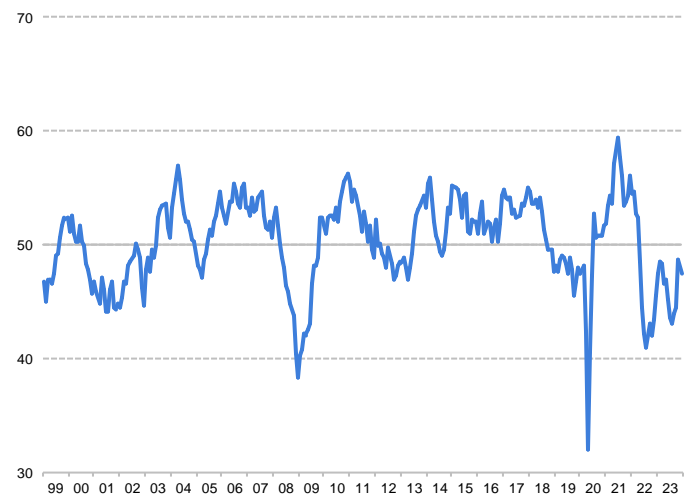
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych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



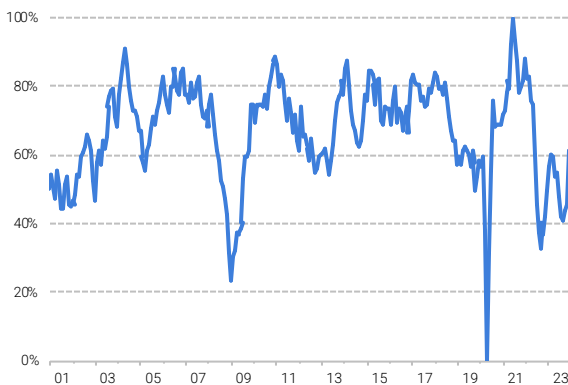
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany



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