

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

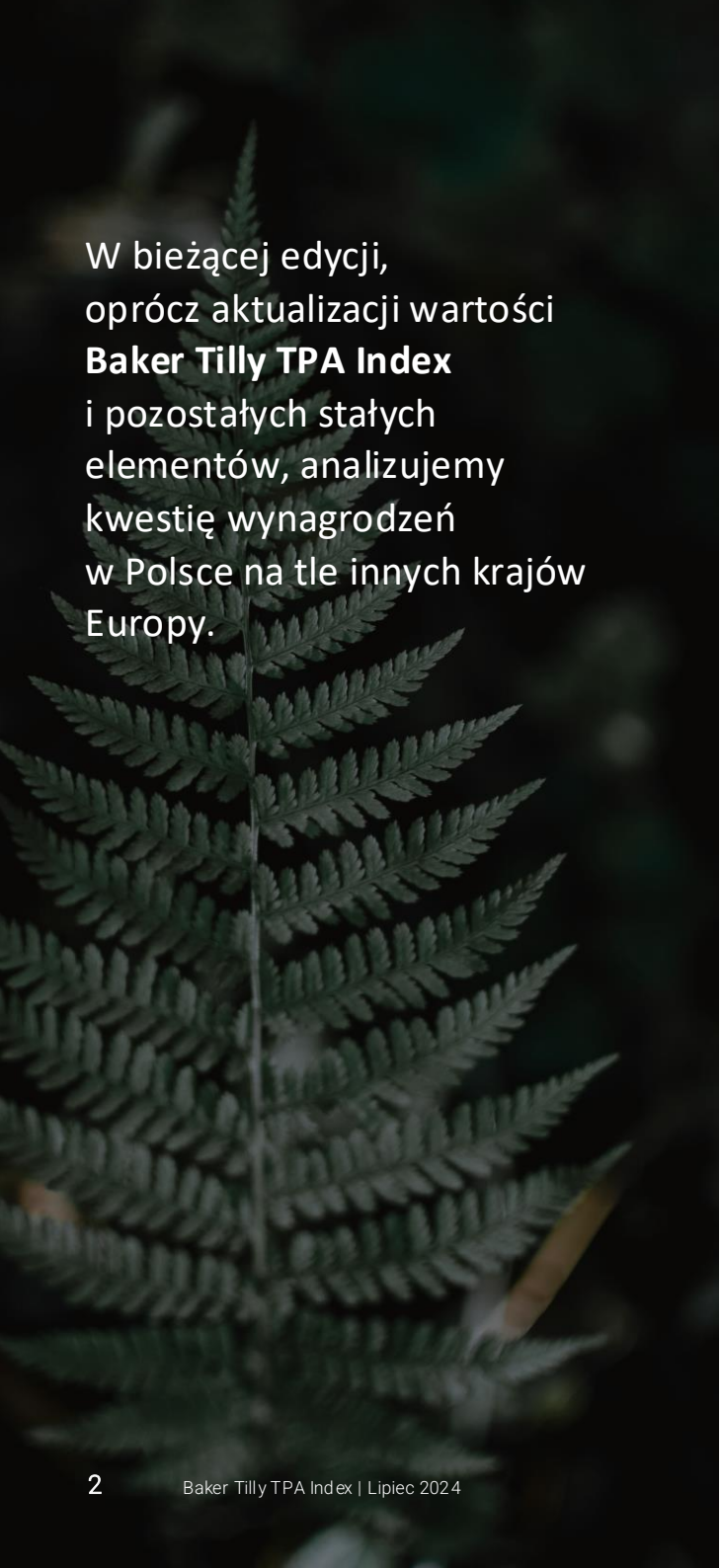
Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu
gospodarczym?

Lipiec 2024

Now, for tomorrow





W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji wartości **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, analizujemy kwestię wynagrodzeń w Polsce na tle innych krajów Europy.

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 nad Wisłą 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, ale również obecnej koniunktury.

.....

Wnioski z obecnej analizy:

- **Baker Tilly TPA Index** agregujący wartości kilku wskaźników mierzących stan aktywności gospodarczej w Polsce obecnie wskazuje na **wyhamowanie tendencji wzrostowej, jednak nie osiągnęliśmy jeszcze poziomów oznaczających szczyt koniunktury gospodarczej.**
- **Liczba transakcji M&A utrzymała się na podobnym poziomie w porównaniu z poprzednim kwartałem** i znajduje się powyżej długoterminowej średniej oraz jest zbliżona do średniego poziomu obserwowanego w ciągu ostatnich trzech lat. Główne indeksy giełdowe kontynuowały wzrosty z poprzedniego kwartału, a **mnożniki wycen pozostają na umiarkowanych poziomach.**
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 9,88%.**

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

Tomasz Manowiec, CFA, CVA, FCCA
Associate Partner, Corporate Finance

Podsumowanie II kwartału 2024 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Baker Tilly TPA Index odnotował niewielki spadek, jednak jest za wcześnie, by mówić o trwałym pogorszeniu koniunktury.

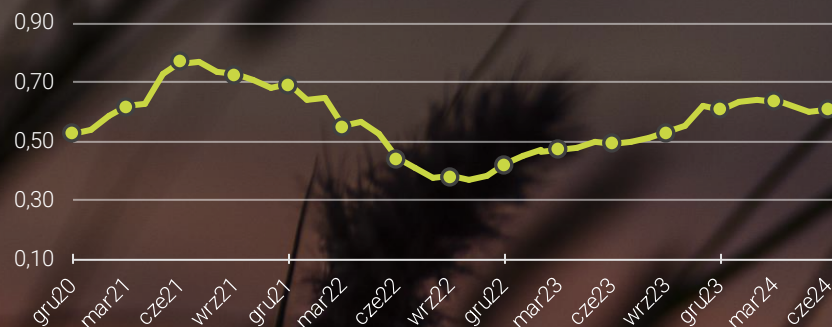
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,61

marzec 2024 r. – 0,64

Wskaźnik zanotował spadek, jednak nadal utrzymuje się na względnie wysokim poziomie.

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji utrzymała się na podobnym poziomie w porównaniu z poprzednim kwartałem i znajduje się powyżej długoterminowej średniej oraz jest zbliżona do średniego poziomu obserwowanego w ciągu ostatnich trzech lat.

100

I kwartał 2024 r. - 103

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

II kwartał 2024 r.

9,88%

I kwartał 2024 r. – 9,67%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Przemysł
Usługi i produkty konsumenckie

Struktura nabywców w transakcjach



II kwartał 2024 r.

33

podmioty zagraniczne

70

podmiotów polskich

I kwartał 2024 r.

Mediana EV/EBITDA na GPW

czerwiec 2024 r.

6,57x

marzec 2024 r. – 6,30x

Mediana EV/Sales na GPW

czerwiec 2024 r.

0,82x

marzec 2024 r. – 0,83x

50

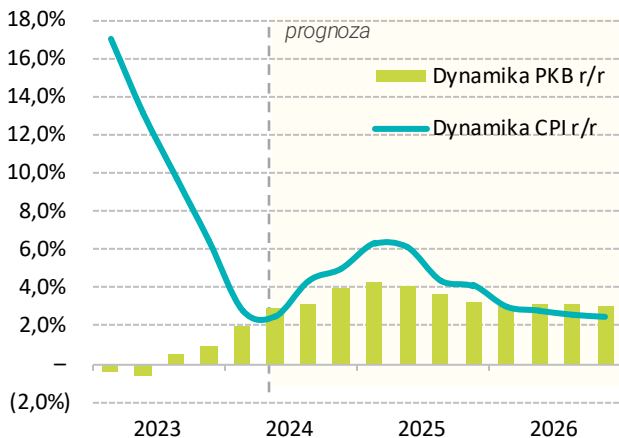
podmioty zagraniczne

50

podmioty polskie

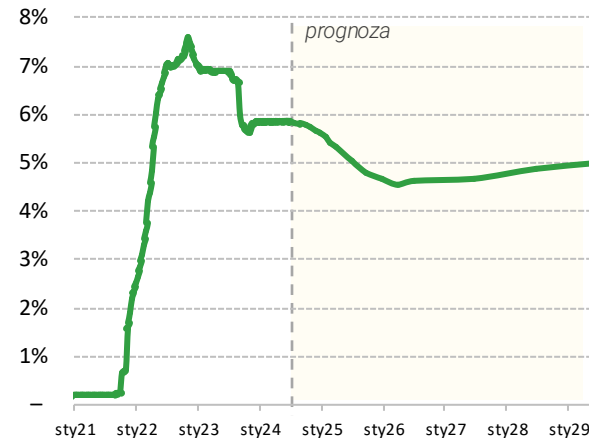
Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartałna dynamika PKB i CPI, r./r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP.

WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 30.06.2024 r.

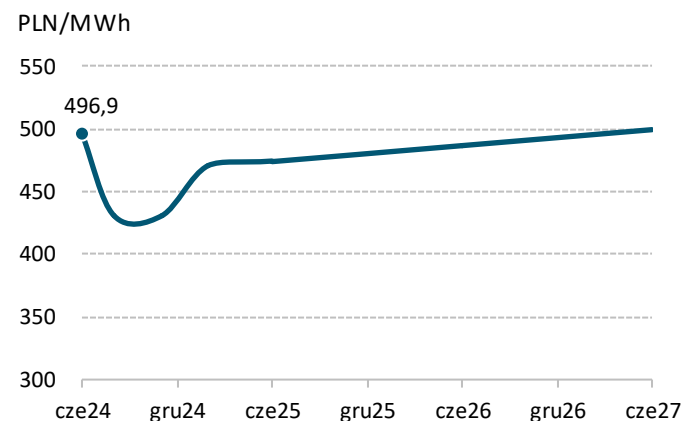
Zapadalność	Rentowność
1 rok	5,02%
2 lata	5,15%
3 lata	5,30%
5 lat	5,60%
10 lat	5,77%

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv

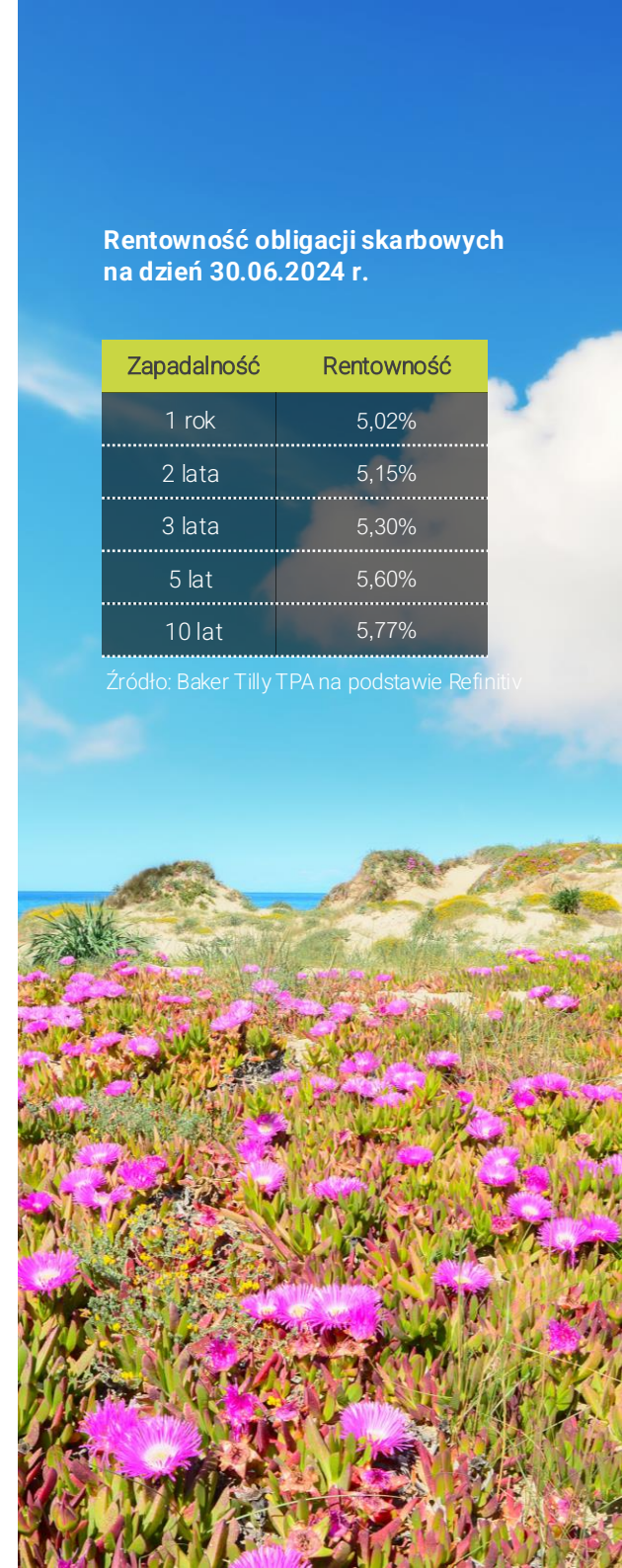
Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- Dynamika PKB i inflacja (CPI) pochodzą z najbardziej aktualnej projekcji publikowanej przez Narodowy Bank Polski (z lipca 2024 r.).
- Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 30.06.2024 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 (czerwiec 2024 r.)



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych TGE.



Spis treści

6

Baker Tilly TPA
Index

10

Aktywność transakcyjna
i mnożniki wyceny

15

Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?

22

Dodatek specjalny:
Analiza wynagrodzeń
w Polsce na tle historii
i innych krajów

28

Załącznik – opis
wskaźników koniunktury

31

O Baker Tilly TPA
Autorzy

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,61 wobec odczytu 0,64 w marcu 2024 r. Jest to pierwsze pogorszenie wskaźników w obecnym cyklu koniunkturalnym. Wynika to ze słabszej koniunktury w drugim kwartale wobec wcześniejszych oczekiwań. Prawdopodobnie dynamika PKB w drugim kwartale wyniesie poniżej 3% wobec zakładanych 3,5%-4,0% kilka miesięcy temu. Aktualne prognozy na trzeci kwartał również zakładają niższe wartości niż wiosną – raczej 3,0% niż 3,5%. Niemniej z każdym kwartałem odczyty wzrostu PKB r./r. są coraz wyższe. Najbliższe miesiące zdecydują, czy osłabienie Indexu to tylko tzw. mid-cycle slowdown, czyli przyhamowanie w trakcie cyklu, czy też początek trwalszego osłabienia.

Minimalny poziom indeksu w tym cyklu został wyznaczony w październiku 2022 r. przy wartości 0,37. Od tego momentu wskaźnik notował trend stabilnej poprawy, choć odczyty poszczególnych składowych wykazują zróżnicowane ścieżki. Nie dotarliśmy jeszcze do strefy szczytowej cyklu koniunkturalnego, ale możemy znaleźć się w niej już za kilka miesięcy, zapewne w zimie.

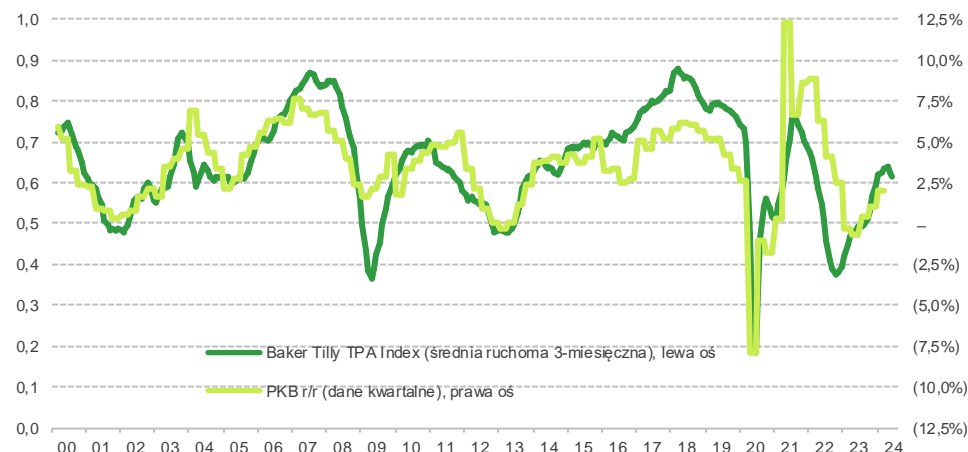
Obecnie najslabiej wygląda wskaźnik PMI Przemysłu, który zanotował spadek wartości do poziomów obserwowanych ostatnio jesienią ubiegłego roku. Zauważalne cofnięcie widoczne jest także na wskaźniku syntetycznym koniunktury gospodarczej publikowanym przez GUS. Natomiast ESI Composite zanotował tylko minimalny spadek i pozostaje blisko swoich najwyższych wskazań w tym cyklu. Jedynie BWUK, bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, utrzymuje najwyższe wartości, wskazując na bardzo dobre nastroje ekonomiczne w społeczeństwie.

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 – komentarz do wyniku

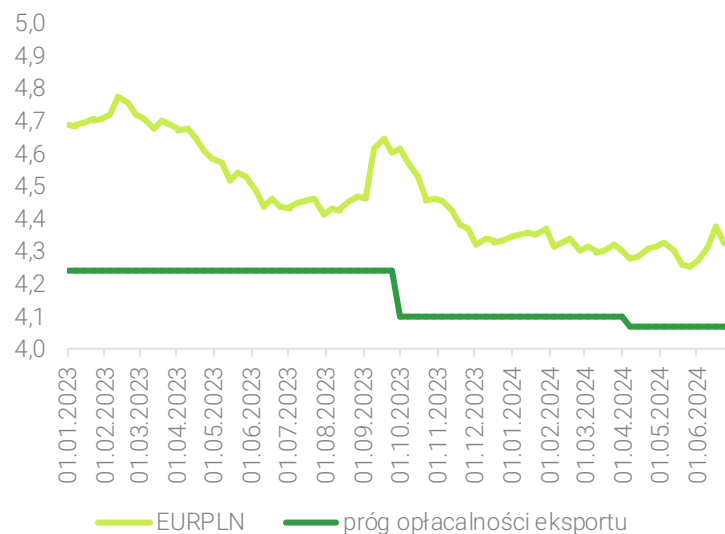
Przyczyny słabości w aktywności gospodarczej mają kilka źródeł. Jednym z nich jest silne zachowanie polskiej waluty wobec euro, co wpływa na popyt oraz rentowność polskiego eksportu do strefy euro. Według szacunków NBP z lipca bieżącego roku kurs EURPLN progno opłacalności eksportu wynosił w drugim kwartale 4,07. W ostatnim czasie niebezpiecznie zbliżyliśmy się do tego poziomu, przez co odsetek przedsiębiorstw wskazujących na nieopłacalność eksportu wzrósł. Efektem silnego złotego są mniejsze zyski eksporterów, czemu towarzyszy równoległe spadek popytu ze względu na utrzymujące się spowolnienie w Europie Zachodniej, w szczególności w Niemczech.

Drugi aspekt negatywnie oddziałujący na przedsiębiorców to stosunkowo wysoka realna stopa procentowa, liczona jako różnica między stawką WIBOR a oczekiwaną inflacją w ciągu roku. Historycznie i obiektywnie nie powinna być groźna, ponieważ wynosi ona około 1%. Jednak w porównaniu z warunkami panującymi przez ostatnich 10 lat jest na rekordowych poziomach. Przywykliśmy już do zerowych lub nawet ujemnych realnych stóp procentowych, tymczasem najbliższe dwa lata mogą pod tym względem być niekorzystne – inflacja po ponownym wzroście spodziewanym na przełomie 2024 i 2025 r. ma spadać do około 2-3%, a NBP nie przewiduje obniżek stopy bazowej. W efekcie realna stopa procentowa może nadal wzrastać

do poziomu 2-3%, co negatywnie odbija się na popycie inwestycyjnym.

Ten obszar również pozostaje pewnym rozczarowaniem. Odbicie w inwestycjach rzeczowych nadal jest oczekiwane, ale opóźnia się. Pierwszy i drugi kwartał tego roku były pod tym względem bardzo słabe i dopiero w drugim półroczu ma nastąpić znacząca poprawa. Zobaczymy, czy tym razem uda się zrealizować prognozy i faktycznie inwestycje przyspieszą. Jest to o tyle istotne, że zakładana kontynuacja wzrostu dynamiki PKB w następnych miesiącach opiera się w dużej mierze właśnie na popycie inwestycyjnym. Jego brak może znacząco osłabić trajektorię dynamiki PKB.

Kurs EURPLN na tle progno opłacalności eksportu



Realna stopa procentowa ex-ante (deflowana oczekiwaniami inflacyjnymi analityków sektora finansowego na kolejne cztery kwartały, %)



Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Czynnik, który negatywnie oddziałuje na przedsiębiorstwa, to wciąż utrzymująca się wysoka presja na rynku pracy i szybki wzrost wynagrodzeń, który nie zawsze udaje się przenieść na ceny sprzedaży. Mimo lekkiego schłodzenia widocznego w mniejszej liczbie ofert pracy czy lekkiego wzrostu stopy bezrobocia, nadal dostępność pracowników oraz wysokie wynagrodzenia wskazują na wysokie koszty jako jedną z kluczowych barier dla biznesu. Jednak to, co negatywne dla pracodawcy, jest z kolei pozytywne dla pracowników. Wynagrodzenia realne rosną w dwucyfrowym tempie i mimo że dynamika ta obniży się wkrótce do 5-8%, to wciąż jest na bardzo wysokim poziomie. Odzwierciedlają to wysokie odczyty wskaźnika bieżących nastrojów konsumentów.

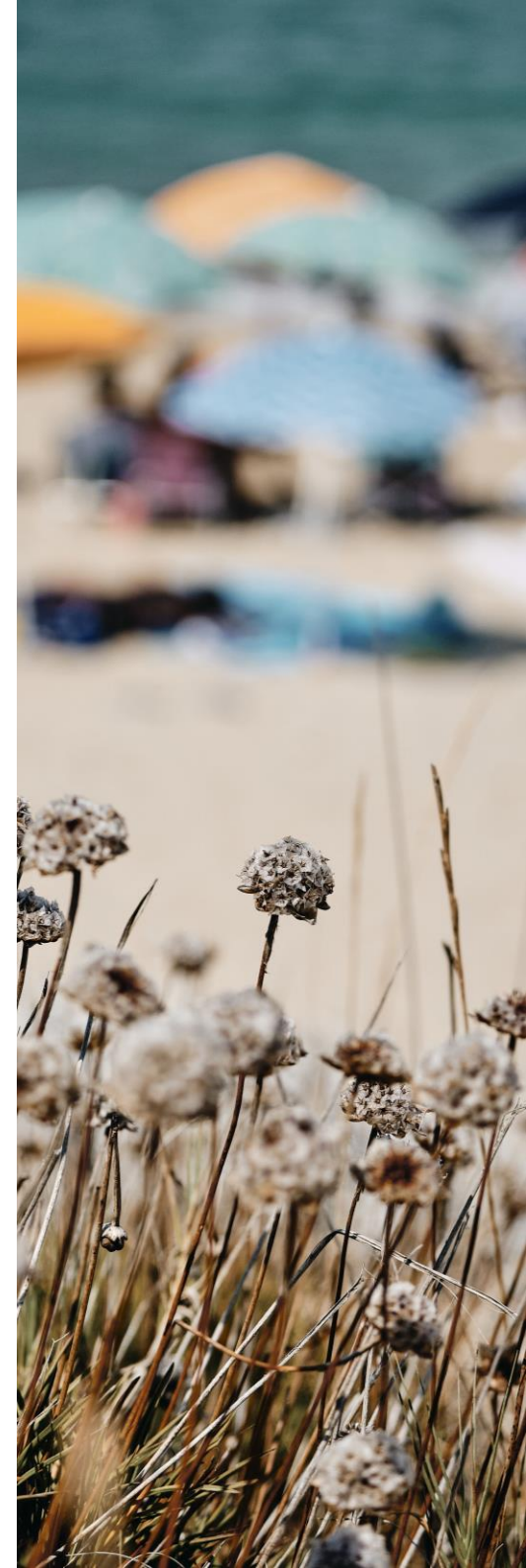
Tematowi wynagrodzeń poświęcamy specjalną sekcję w tym wydaniu Baker Tilly TPA Index

Niezmiennie czynnikiem ryzyka dla gospodarki pozostaje geopolityka i ryzyko konfliktów międzynarodowych będących konsekwencją sytuacji wokół Izraela, Morza Czerwonego, Tajwanu, a także nadal Ukrainy, gdzie sytuacja wciąż tworzy ryzyko dla regionu w dłuższej perspektywie.

W kontekście inwestycji portfelowych, mimo hossy na GPW trwającej już 20 miesięcy i znaczących wzrostów indeksów w tym okresie, obecny czas wydaje się nadal sprzyjać kupującym w średnim terminie. 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, choć ryzyko zbliżającego się szczytu koniunktury może powoli odstraszać niektórych kupujących.

Z kolei inwestycje realne, zależne oczywiście od specyfiki danej branży i sytuacji poszczególnych podmiotów, powinny wyprzedzać zmiany w gospodarce. Spodziewana dobra koniunktura w latach 2024–2025 ze wzrostem gospodarczym wynoszącym 3-4% uzasadnia realizację inwestycji rozwojowych, a dodatkowo specyfika rynku pracy będzie wymuszać inwestycje w wydajność.



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 wyznaczonego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdą się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla czterech wskazanych powyżej wskaźników, która zawsze będzie zawierać się w przedziale od 0 do 1.

Analiza przeszłych wskazań naszego indeksu pozwala wyznaczyć poziomy powyżej 0,7 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 II kwartale 2024 r. aktywność transakcyjna utrzymała się na podobnym poziomie w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce 100 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

Aktywność transakcyjna w II kwartale tego roku była wyższa niż długoterminowa średnia liczba transakcji (od 2000 r.) oraz zbliżona do średniego poziomu obserwowanego w ciągu ostatnich trzech lat (około 98 transakcji).

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

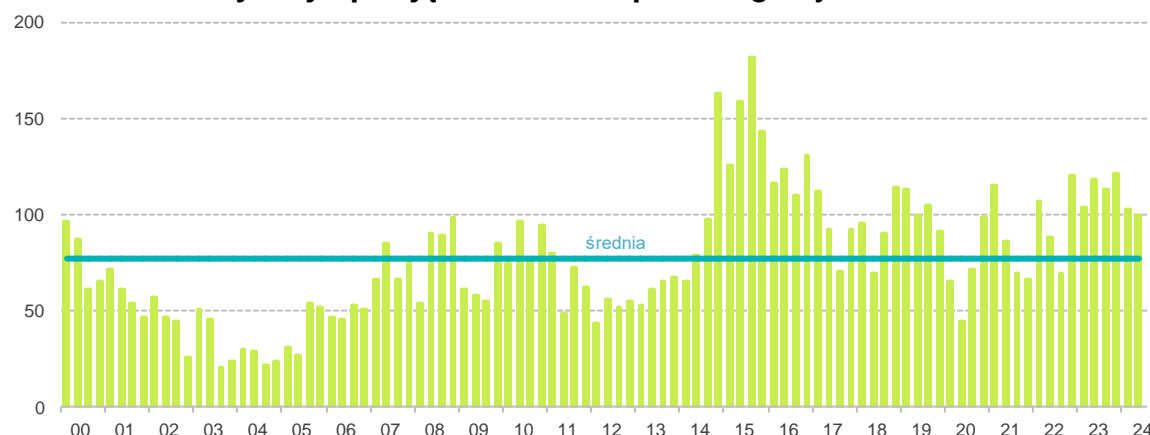
W II kwartale bieżącego roku zrealizowano 100 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 103 transakcjami kwartał wcześniej oraz 118 transakcjami w analogicznym kwartale roku poprzedniego.

Liczba transakcji przeprowadzonych przez podmioty zagraniczne w porównaniu z poprzednim kwartałem wzrosła. Były one odpowiedzialne za 50 transakcji w II kwartale 2024 r. w porównaniu z 33 transakcjami kwartał wcześniej. Liczba transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty spadła natomiast z 70 transakcji w I kwartale do 50 transakcji w II kwartale 2024 r. Udział transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty wyniósł równo 50% w II kwartale 2024 r. w porównaniu z 68% kwartał wcześniej.

Dla I kwartału 2024 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miały wtedy miejsce 103 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 ich 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

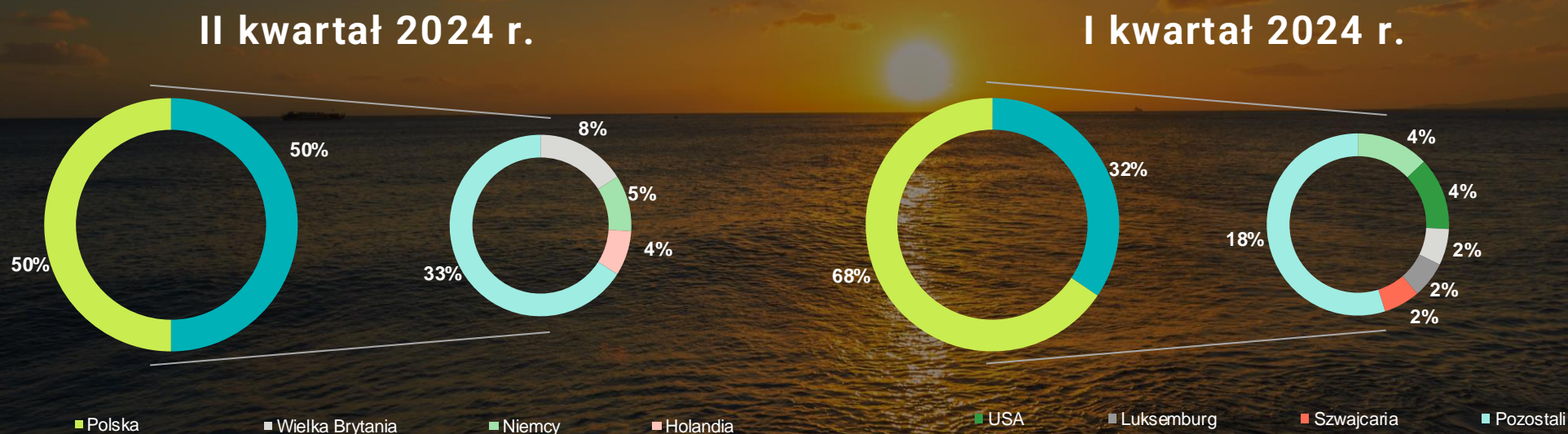
W II kwartale 2024 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 50% transakcji. Jest to poziom zdecydowanie wyższy od długoterminowej średniej z lat 2000–2023 (około 1/3 transakcji) oraz wyższy udział niż w poprzednim kwartale (32%).

W pierwszym kwartale 2024 r. udział inwestorów zagranicznych wyniósł 32%.

W II kwartale wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z Wielkiej Brytanii (8 transakcji) oraz Niemiec (5 transakcji).

Najwięcej transakcji w I kwartale 2024 r. przeprowadziły podmioty z USA oraz Niemiec (po 4 transakcje). W dalszej kolejności mieliśmy nabywców z Wielkiej Brytanii, Luksemburga i Szwajcarii (po 2 transakcje).

Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w dwóch ostatnich kwartałach



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w II kwartale 2024 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii, które były odpowiedzialne za 30% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory przemysłu (14% udziału), usług i produktów konsumenckich (11%) oraz ochrony zdrowia (10%).

W I kwartale wysoką popularnością na tle całej historii transakcyjnej cieszyły się sektory technologii, przemysłu oraz ochrony zdrowia.

Podział transakcji ze względu na sektory

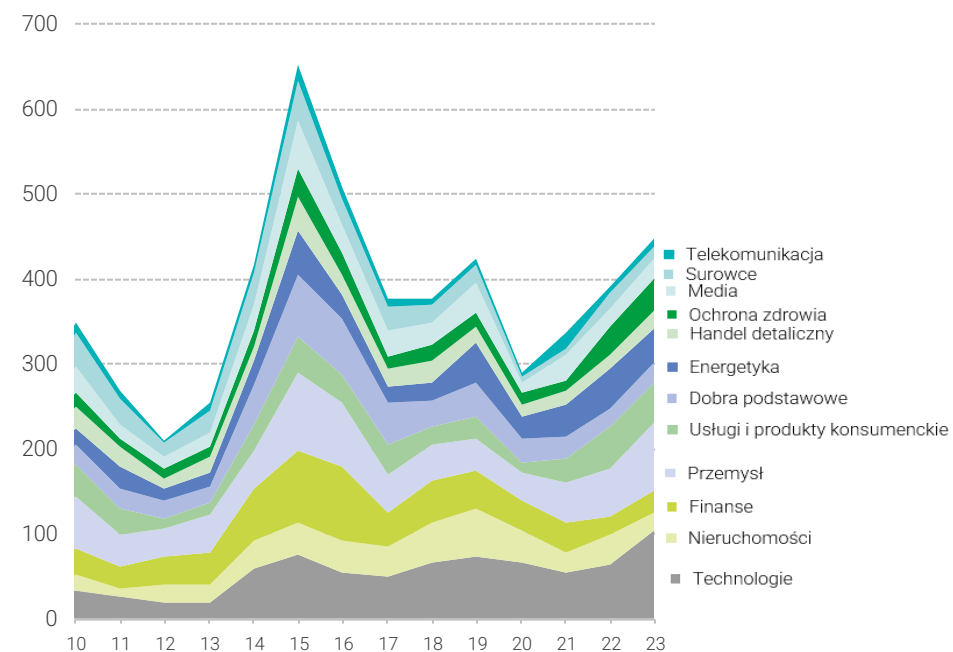
	2Q 2024	1Q 2024	2023	2022	2000 - 2023
Dobra podstawowe	7%	5%	5%	6%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	11%	12%	11%	12%	10%
Energetyka	7%	7%	9%	12%	8%
Finanse	3%	5%	5%	6%	12%
Ochrona zdrowia	10%	10%	8%	9%	4%
Technologie	30%	19%	23%	16%	13%
Przemysł	14%	18%	18%	14%	14%
Surowce	2%	6%	3%	5%	8%
Media	6%	9%	5%	5%	7%
Nieruchomości	6%	4%	5%	9%	7%
Handel detaliczny	2%	4%	5%	4%	5%
Telekomunikacja	2%	2%	2%	2%	3%
Łącznie transakcji	100	103	456	384	7448

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, którego udział wzrósł z 14% do 18%.

Największy spadek odnotował sektor nieruchomości, co jest związane z trudnością w pozyskiwaniu finansowania dla nieruchomości w otoczeniu wysokich stóp procentowych oraz trudności w wycenie związane ze problemami w ocenie długoterminowego popytu na powierzchnię biurową i handlową.

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 II kwartale 2024 r. główne indeksy giełdowe kontynuowały swój wzrost i były o 3-7% wyższe w porównaniu z końcem poprzedniego kwartału oraz 9-13% wyższe względem końca 2023 r.

Notowania wszystkich analizowanych indeksów znajdują się na najwyższych poziomach od początku 2020 roku. Ponadto indeksy WIG, mWIG40 oraz sWIG80 w drugim kwartale bieżącego roku po raz kolejny poprawiły swoje historyczne rekordy.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec II kwartału wartość 2.561 pkt. W stosunku do końca I kwartału 2024 r. indeks wzrósł o 5,1% i znajdował się jedynie 0,5% poniżej szczytu z maja 2023 r.

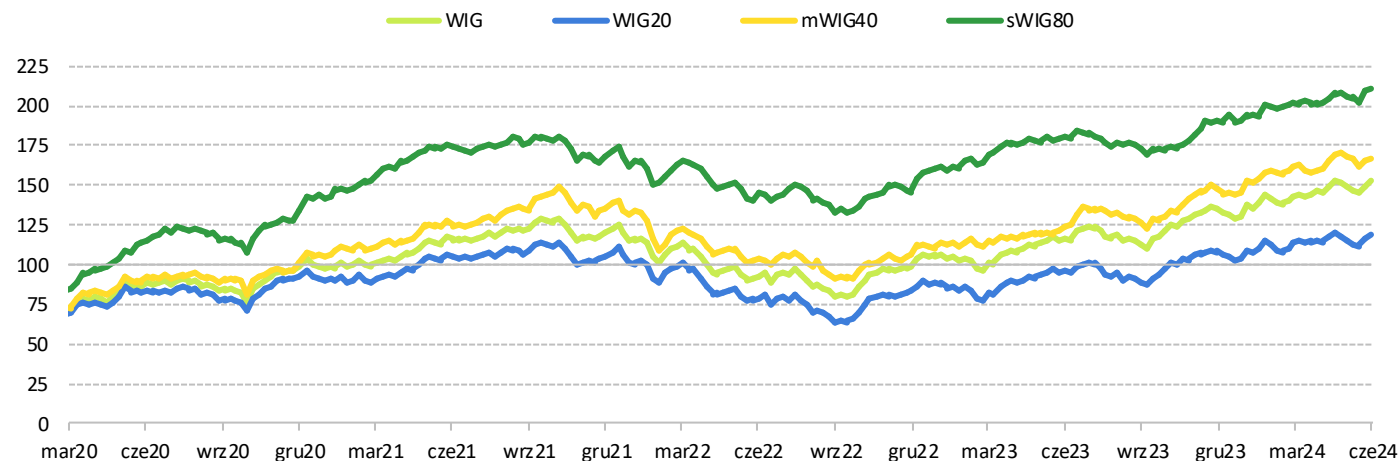
Indeksy sWIG80 oraz mWIG40 wzrosły odpowiednio o 4,2% oraz 3,0% kw./kw., natomiast indeks WIG odnotował wzrost o 7,1% kw./kw.

Kluczowe dla przyszłych notowań powinno być zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza i geopolityczna. Utrzymanie wzrostów indeksów na poziomie 30-40% z 2023 roku wydaje się mało prawdopodobne. Główne indeksy

wzrosły już o 53-84% od dołka notowań z października 2022 roku w niecałe dwa lata.

Historycznie zmiana cyklu na GPW następowała w podobnym momencie jak odwrócenie cyklu koniunkturalnego, które obecnie spodziewane jest na początek 2025 r.

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

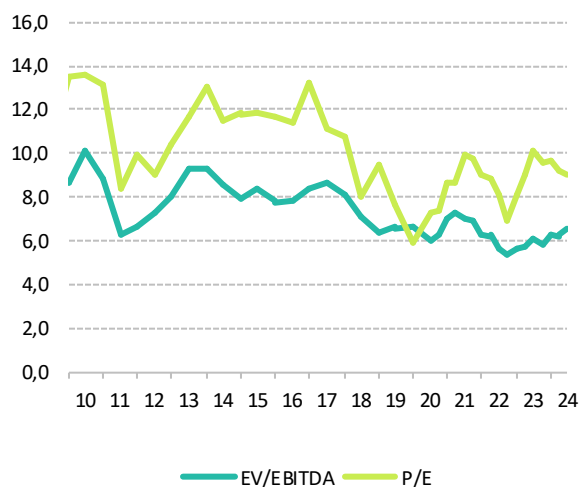


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W II kwartale 2024 r. mnożniki wyceny na GPW spadły lub utrzymały się na zbliżonym poziomie wobec poprzedniego kwartału. Wskaźniki nadal pozostają na historycznie niskich lub umiarkowanych poziomach. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła wartość 6,57x na koniec II kwartału 2024 r. w porównaniu z 6,30x na koniec poprzedniego kwartału oraz 6,32x na koniec 2023 r. Pomimo rekordowych wycen, wskaźnik pozostaje wciąż na niskich poziomach wobec długoterminowej średniej. Natomiast EV/Sales spadł nieznacznie do 0,82x i jest także poniżej poziomu długoterminowej średniej.

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

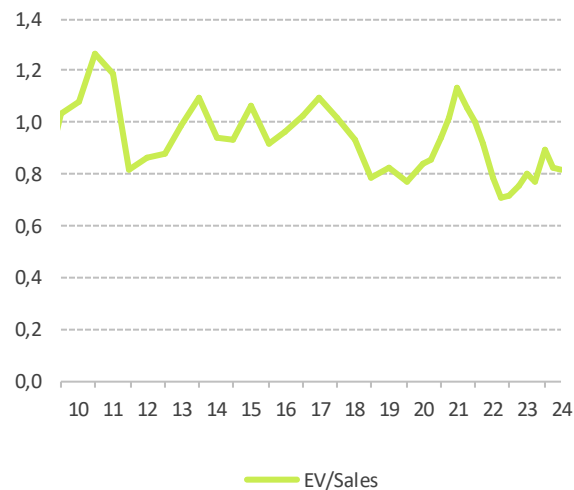


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła 9,01 (vs. 9,17x na koniec I kwartału 2024 roku oraz 9,62x na 31.12.2023 r.)¹.

Wskaźniki wycen indeksów giełdowych pozostają na podobnych poziomach w porównaniu z poprzednim kwartałem. 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/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.

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 wartości 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

9,88%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,7%
Banki uniwersalne	10,8%
Budowlany	10,4%
Chemiczny (podstawowy)	9,2%
Chemiczny (specjalistyczny)	10,2%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	10,3%
Części samochodowe	11,5%
Deweloperski	9,0%
Dystrybucja ropy/gazu	8,9%
Edukacja	8,3%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	9,9%
Elektronika (ogólna)	10,8%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	9,0%
Energia odnawialna	9,2%
Farmaceutyczny	9,8%
Handel detaliczny	10,2%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,2%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	10,9%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	10,9%
Handel detaliczny (online)	9,7%
Hotele i hazard	10,7%
Hurtownicy żywności	8,9%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	9,4%
Inżynieria/budownictwo	10,1%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	8,8%
Telewizja	9,6%
Telewizja kablowa	9,0%
Transport	9,8%
Transport kolejowy	9,5%
Transport lotniczy	11,3%
Transport samochodowy	10,2%
Tytoń	8,0%
Ubezpieczenia (majątkowe)	8,6%
Ubezpieczenia (ogólne)	9,6%
Ubezpieczenia (życie)	10,4%
Usługi biznesowe i konsumenckie	9,9%
Usługi dla nieruchomości	9,2%
Usługi finansowe	9,8%
Usługi informacyjne	16,1%
Usługi informatyczne	9,7%
Usługi środowiskowe i odpadowe	10,3%
Usługi telekomunikacyjne	9,3%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	9,3%
Użyteczności publicznej	9,4%
Węgiel	9,3%
Wydawnictwa i gazety	9,2%

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 30.06.2024 r. ich rentowność wyniosła 5,77% (w porównaniu z 5,44% na 31.03.2024 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 4,11% (vs 4,23% na 31.03.2024 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 9,88%.

Wzrost kosztu kapitału w porównaniu z 31.03.2024 r. wynikał ze wzrostu rentowności obligacji, który był silniejszy od spadku premii za ryzyko rynkowe.

Jednak ryzyko poszczególnych typów 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 5,77%)
β	współczynnik beta
MRP	rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,11%)

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>)
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 4,74%. Dla waluty EUR będzie to 2,49%, a dla USD jest na poziomie 4,34%.

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 30.06.2024 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,77%
r_f	
PLN	4,74%
EUR	2,49%
USD	4,34%
CRP	
Polska	1,03%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,60%
Hiszpania	1,95%
MRP	4,11%
Kapitał własny do (mln USD):	α^*
500	0,89%
328	1,18%
216	1,34%
131	1,21%
63	2,10%
29	4,80%

* Dodatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych z Refinitiv, Ibbotson, Damodaran, Kroll.

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
Tytoń	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/>



Ze względu na utrzymujący się wysoki wzrost wynagrodzeń w Polsce, poddajemy analizie temat płac, również w odniesieniu do sytuacji w innych państwach Europy.

Wynagrodzenia w Polsce – analiza tendencji i porównanie z innymi krajami

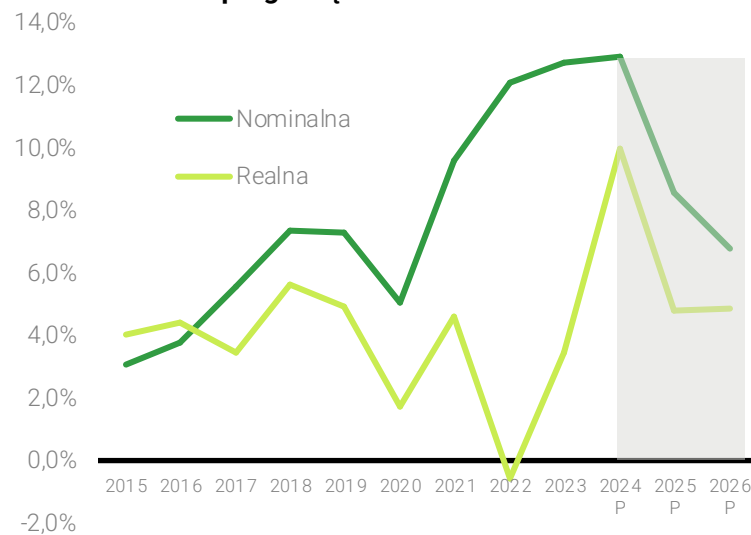
Kwestia wynagrodzeń ma olbrzymie znaczenie dla gospodarki danego kraju. Determinuje ona nie tylko standard życia pracujących i ogólny poziom dobrobytu, ale wpływa również na rentowność działalności gospodarczej oraz konkurencyjność produkcji wobec innych państw, ponieważ pensje są jednym z kluczowych elementów różnicujących koszty prowadzenia działalności w poszczególnych krajach. W związku z tym postanowiliśmy zweryfikować, jak długotrwały trend wzrostu wynagrodzeń w Polsce wpływa na porównanie kosztów pracy względem przeszłości oraz wobec innych państw Europy, zarówno Centralnej jak i Zachodniej.

Postępujący wzrost wynagrodzeń w polskiej gospodarce jest stałym zjawiskiem – w ciągu ostatnich 25 lat dynamika nominalnych wynagrodzeń znajdowała się w przedziale od ok. 3% w okresach słabszej koniunktury i niskiej inflacji do ok. 10% w latach 2007-8 oraz rekordowych blisko 13% w 2023 r. Przyspieszenie dynamiki jest tu znaczące, choć oczywiście wynika z nieobserwowanych od wielu lat poziomów inflacji, która również sięgnęła dwucyfrowych wartości.

Dlatego warto spojrzeć na realny wzrost płac, czyli skorygowany o inflację. W tym przypadku długoterminowy przedział obejmuje wartości od około zera w najgorszych pod tym względem latach 2012 i 2022 do ponad 6% w 2007 r. Łącznie w 10-letnim okresie obejmującym lata 2014-2023 średnie wynagrodzenie w Polsce powiększyło się o ok. 66%, a po skorygowaniu o inflację, czyli w wartościach realnych, o prawie 32%.

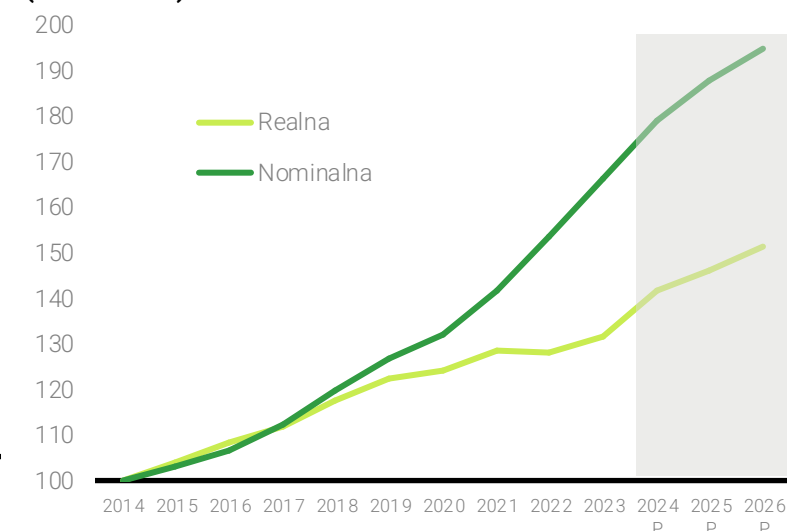
Jest to bardzo duża zmiana i wskazuje na znaczący postęp, jakiego dokonała polska gospodarka w tym czasie. Co równie ważne, tendencja ta wcale nie zamierza wyhamowywać. Ze względu na niedobór pracowników oraz czynniki inflacyjne w świadomości społeczeństwa, presja na wzrost płac ma się utrzymywać przez co najmniej kolejne 2-3 lata. Zgodnie z najnowszymi prognozami NBP, pensje wzrosną nominalnie w tym roku o ponad 12%, a w kolejnym o ponad 8%, czyli łącznie o ponad 20%. W ujęciu realnym będzie to wzrost o, odpowiednio, prawie 9% i ponad 3%, czyli łącznie ponad 12%.

Roczna dynamika wynagrodzeń nominalnych i realnych w Polsce wraz z prognozą na lata 2024-2026



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

Skumulowana dynamika wynagrodzeń nominalnych i realnych w Polsce wraz z prognozą na lata 2024-2026 (2014 = 100)



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

Wynagrodzenia w Polsce – analiza tendencji i porównanie z innymi krajami

Z perspektywy pracodawcy warto zweryfikować, czy podwyżki te pociągają za sobą adekwatny wzrost produktywności pracowników. Według danych NBP wskaźnik produktywności polskich pracowników od kilku lat prawie nie zmienia się. Przy stale rosnących wynagrodzeniach, również tych realnych, rozszerzają się nożyce między wzrostem produktywności i pensjami. Innymi słowy, podwyżki nie są uzasadnione lepszymi efektami pracy, a raczej czynnikami zewnętrznymi wobec przedsiębiorcy.

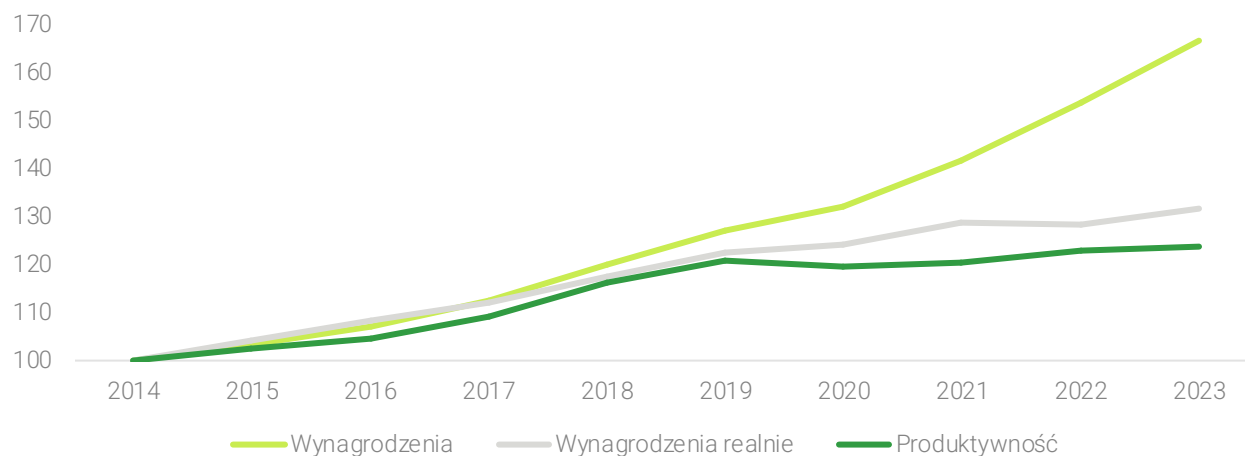
W kontekście lokalnych pracodawców jest to duży ciężar do udźwignięcia i wymaga przeliczenia go w postaci podwyżki cen usług lub produktów. Bez tego efektu nastąpi redukcja osiąganych marż, a w skrajnym przypadku nawet utrata rentowności. Warto jednak spojrzeć na szerszy kontekst i porównać sytuację w Polsce z innymi krajami w Europie.

W ostatnich latach cały region Europy Środkowo-Wschodniej doświadczył bowiem podobnych tendencji. Wysoki rozwój gospodarczy oraz tendencje

demograficzne wpływały w zbliżonym stopniu na gospodarki Rumunii, Czech, Słowacji i Węgier. W tych krajach wzrosty pensji w walutach lokalnych wynosiły w ostatnich latach łącznie od 46% w Słowacji do ponad 120% w Rumunii. Polska plasowała się zatem w środku stawki. Bardzo zbliżone wnioski dotyczą wynagrodzeń wyrażonych w wartościach realnych. Po korekcie o inflację skumulowany wzrost wynagrodzeń wyniósł od zaledwie kilkunastu procent w Czechach i Słowacji do ponad 80% w Rumunii. Polska, z wynikiem 31%, wypada nieźle na tym tle. Niemniej wzrost pensji nie odbiegał znacząco od tych obserwowanych w krajach regionu

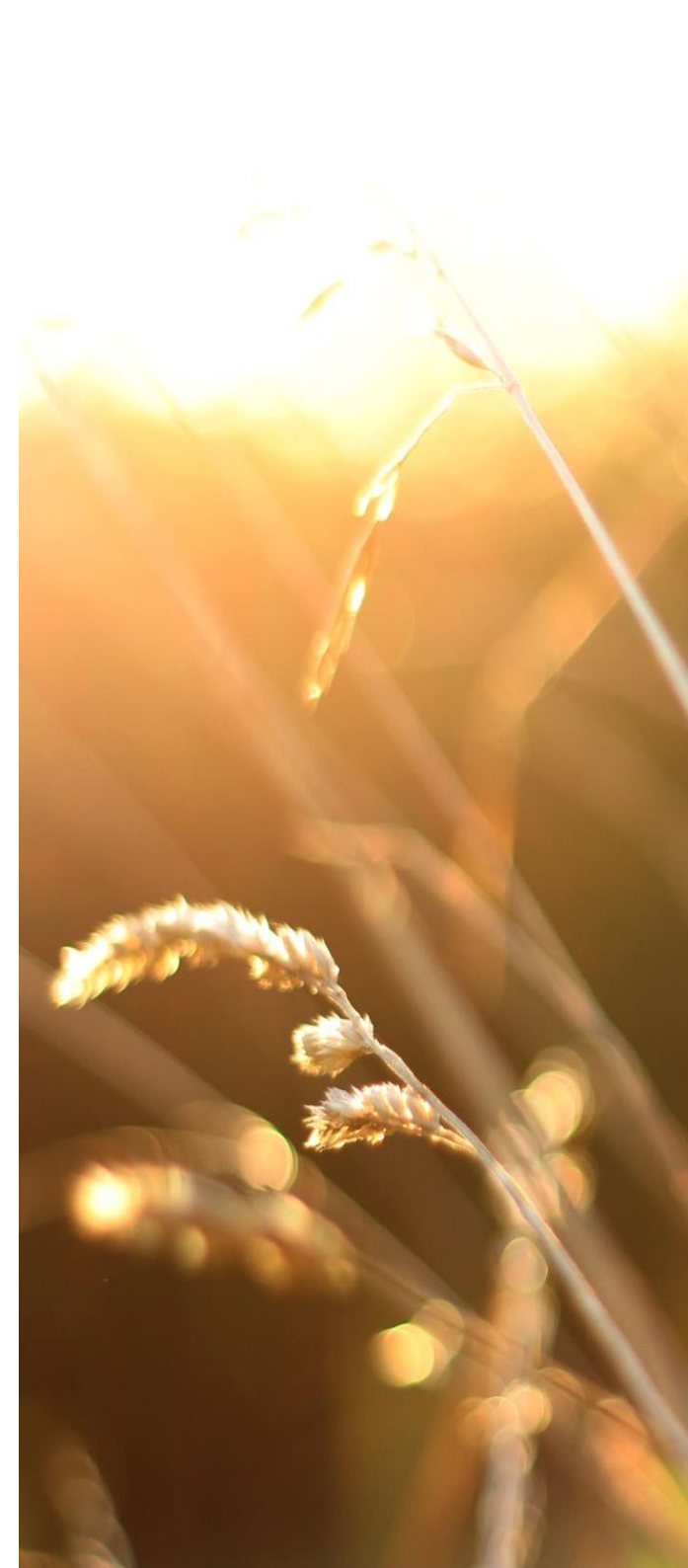
Równie ciekawe wnioski płyną z porównania zmian w Polsce z tendencjami w Europie Zachodniej. Zaskakujące może być to, że mimo wzrostów nominalnych sięgających kilkunastu lub nawet więcej procent, w starej Unii Europejskiej realne wynagrodzenia przez 10 lat niemal w ogóle się nie zmieniły.

Skumulowany wzrost wynagrodzeń i produktywności w Polsce w ostatnich 10 latach



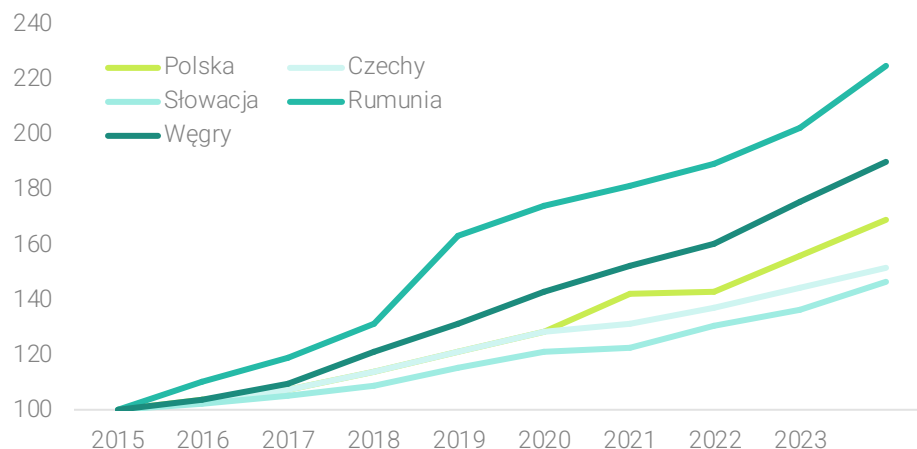
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP i GUS.

Baker Tilly TPA Index | Lipiec 2024



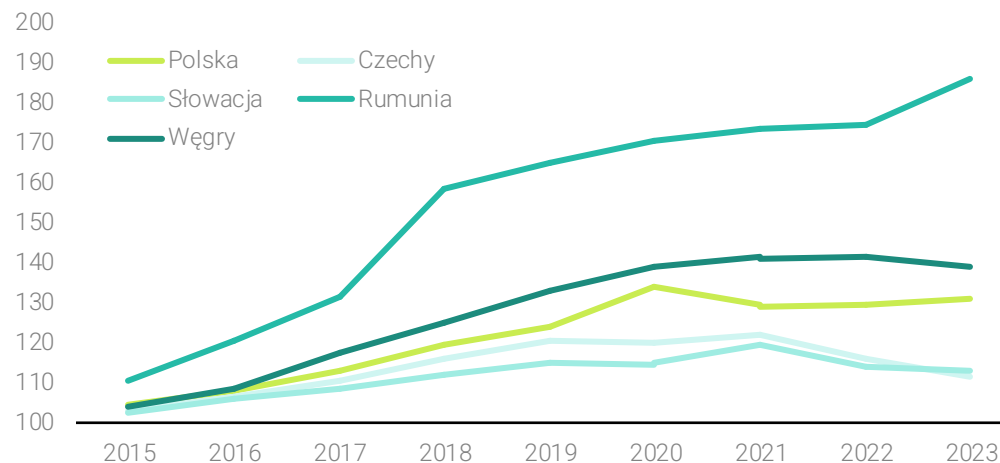
Wynagrodzenia w Polsce – analiza tendencji i porównanie z innymi krajami

Skumulowana dynamika wynagrodzeń nominalnych w regionie CEE



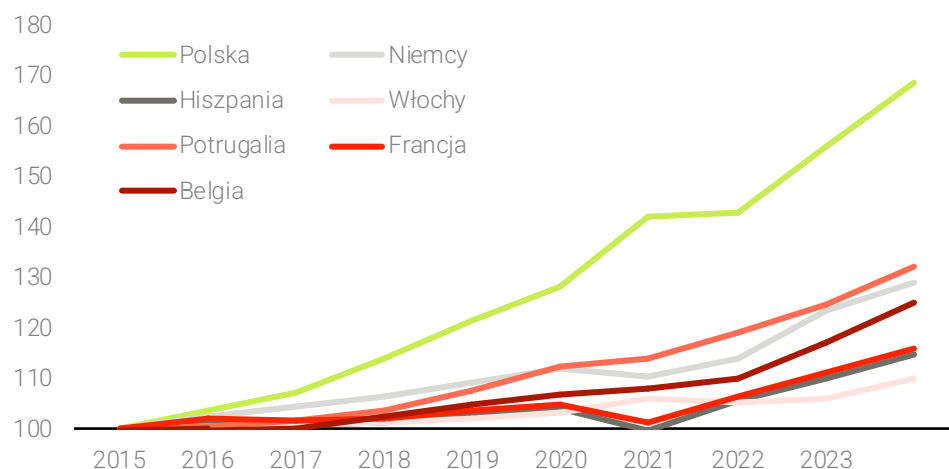
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Eurostat, waluta lokalna.

Skumulowana dynamika wynagrodzeń realnych w regionie CEE



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Eurostat, waluta lokalna.

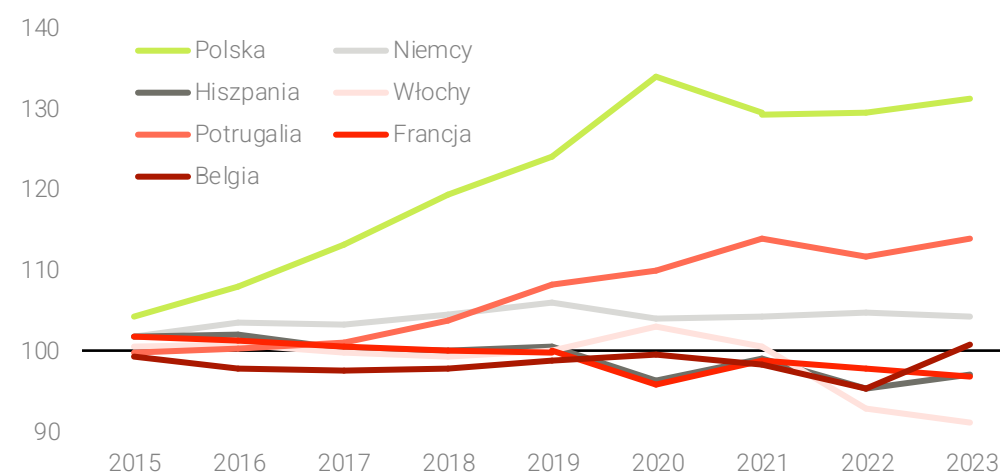
Skumulowana dynamika wynagrodzeń nominalnych w Europie Zachodniej



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Eurostat, waluta lokalna.

Baker Tilly TPA Index | Lipiec 2024

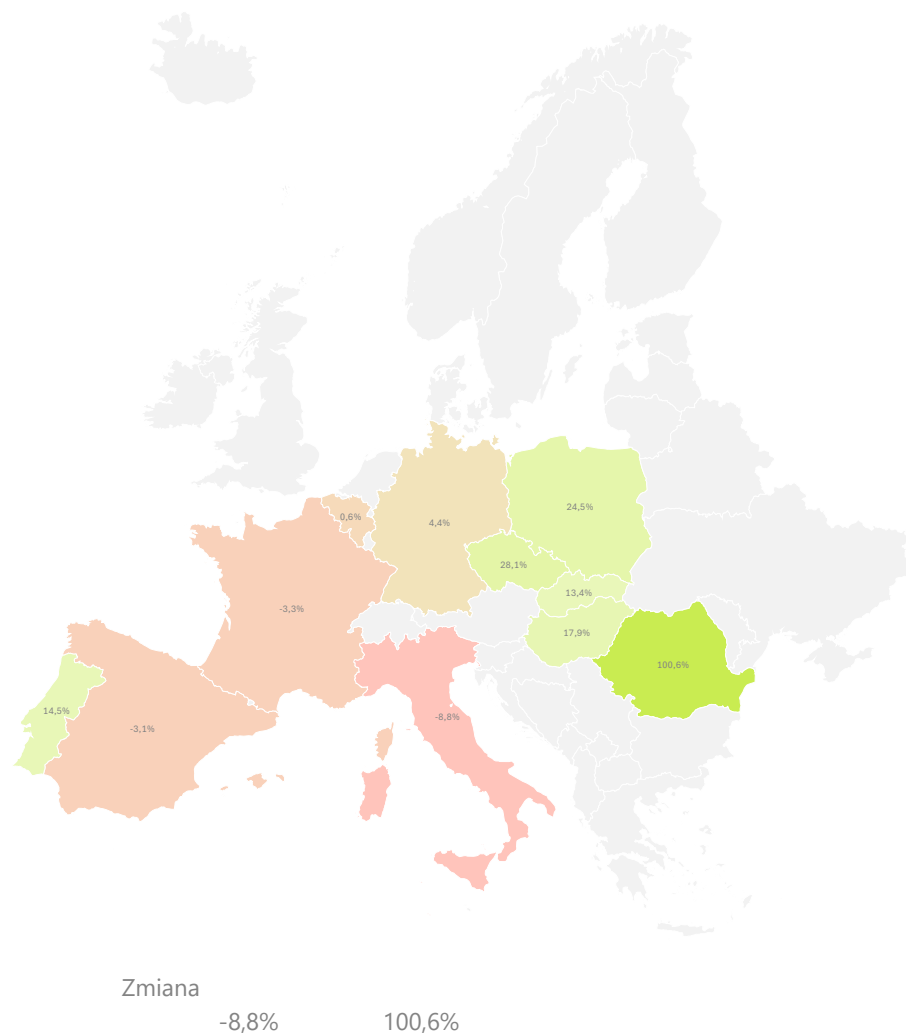
Skumulowana dynamika wynagrodzeń realnych w Europie Zachodniej



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Eurostat, waluta lokalna.

Wynagrodzenia w Polsce – analiza tendencji i porównanie z innymi krajami

Skumulowana zmiana wynagrodzenia realnego w ostatnich 10 latach w wybranych krajach Europy



Co więcej, w krajach takich jak Włochy, Hiszpania czy Francja, realne zarobki nawet spadły w ciągu ostatnich 10 lat. Jedynie Portugalia wyróżnia się tu na plus ze wzrostem realnym o 14%, który nadrabiał dystans do średniej unijnej. Patrząc na załączoną obok mapkę, widać wyraźnie, jak biedniejsze kraje doganiają bogatsze poprzez zwiększanie wynagrodzeń przy stagnacji w Europie Zachodniej.

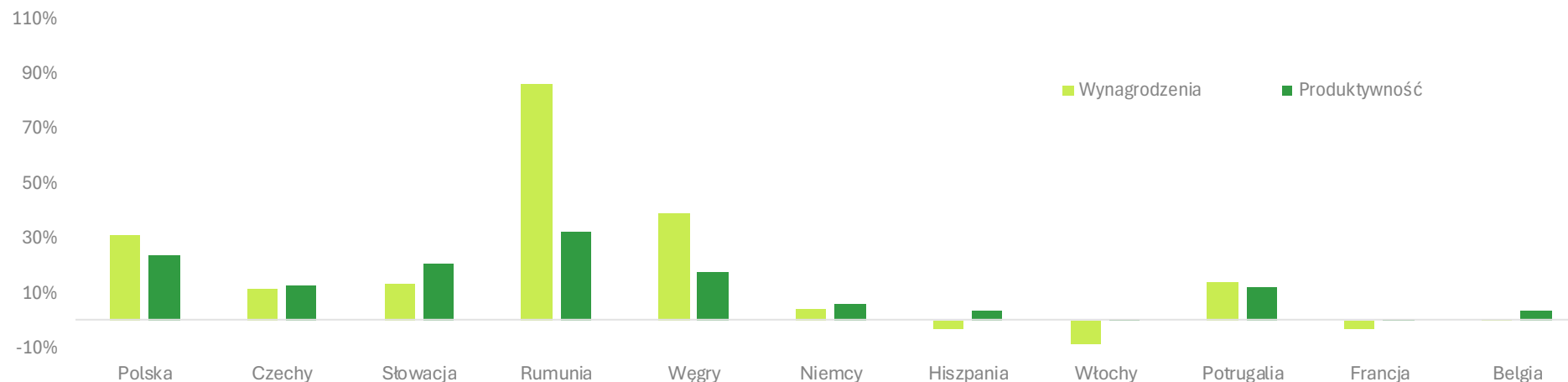
Podobnie jak w Polsce, również w innych krajach zmiana wynagrodzeń jest zależna od wzrostu produktywności. Brak realnych wzrostów wynagrodzeń na Zachodzie wynika ze stagnacji wskaźnika produktywności – bez wzrostu efektywności pracowników nie ma uzasadnienia dla wyższych pensji. A kraje te doświadczają wysokiej imigracji, co pozwala pokrywać deficyty w zasobie siły roboczej, nie powodując nierównowagi na rynku pracy i wystąpienia presji płacowej.

Różnice między krajami Zachodu i Wschodu Europy zmniejszyły się, ale wciąż pozostają dość wysokie. Pensje wyrażone w euro w Europie Środkowo-Wschodniej wzrosły mniej więcej podobnie jak w walutach lokalnych ze względu na niewielkie zmiany w kursach walutowych w tym czasie. Pensje na Zachodzie zmieniły się w znacznie mniejszym stopniu. Dlatego dysproporcja między nowymi a starymi członkami Unii Europejskiej zmniejsza się.

Obsługiwane przez usługę Bing
© GeoNames, Microsoft, Open Places, OpenStreetMap, TomTom

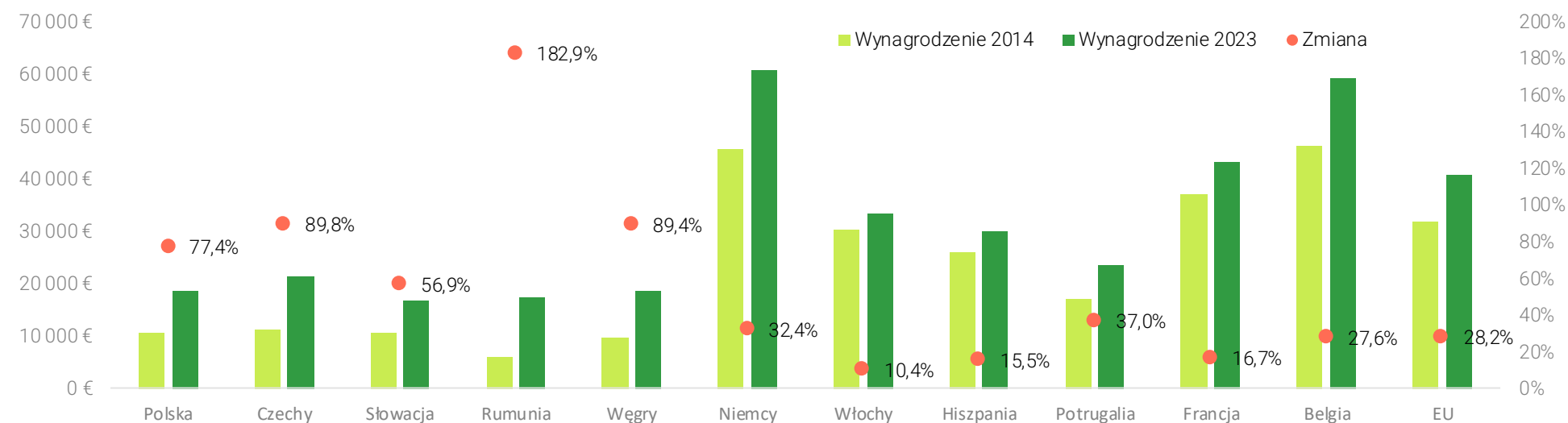
Wynagrodzenia w Polsce – analiza tendencji i porównanie z innymi krajami

Skumulowany wzrost wynagrodzeń (realny) i produktywności (2014-2023)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Eurostat.

Poziom rocznego wynagrodzenia nominalnego w EUR



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Eurostat.
Baker Tilly TPA Index | Lipiec 2024

Wynagrodzenia w Polsce – analiza tendencji i porównanie z innymi krajami

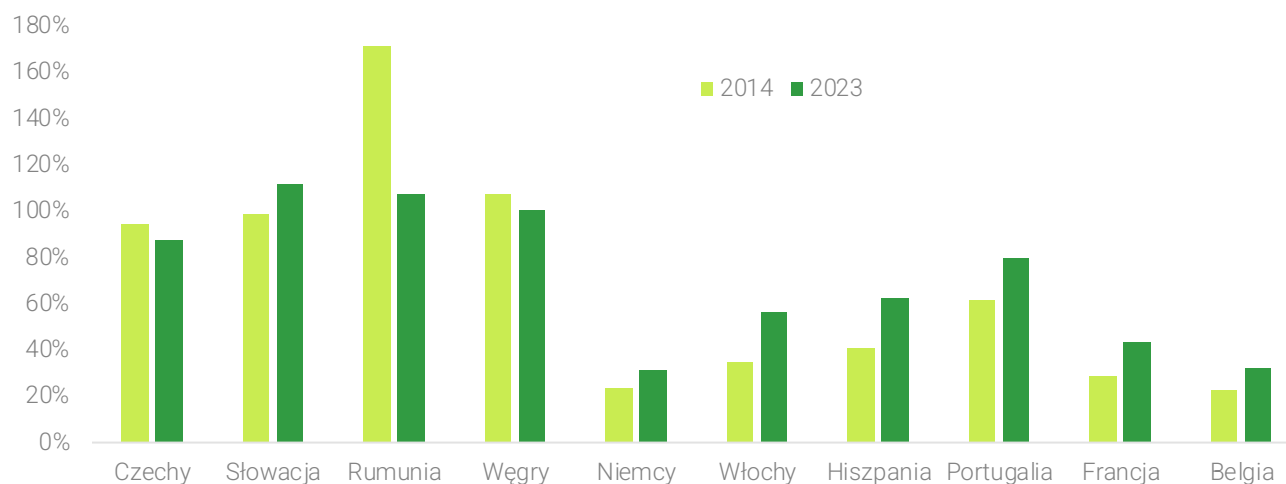
W kontekście konkurencyjności Polski na tle innych krajów nasuwają się dwa wnioski. Pierwszy jest taki, że w ramach naszego regionu Europy Środkowo-Wschodniej poziom wynagrodzeń wyrażonych w euro bardzo się wyrównał. Obecnie średnia pensja w Polsce i w pozostałych krajach tego obszaru jest bardzo zbliżona. Zatem nasza konkurencyjność pod względem płac nie pogorszyła się, a w stosunku do np. Rumunii znacznie się poprawiła.

Drugi wniosek dotyczy relacji wynagrodzeń wobec Europy Zachodniej. Współczynnik polskiej pensji wobec tych zachodnich znacznie wzrósł, z zakresu 20-60% do wartości rzędu 30-80%. Jednak wciąż są to znacząco niższe poziomy. Jednocześnie pensja minimalna w Polsce, często będąca faktycznym wynagrodzeniem na najniższych stanowiskach, jest jeszcze o wiele niższa i nadal bardzo atrakcyjna

z perspektywy zagranicznych inwestorów, choć wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie będzie powodował wypychanie z Polski działalności o niższej wartości dodanej. Problematyczne dla inwestorów mogą być również wysokie ceny energii, czy ryzyko geopolityczne, ale nie są one przedmiotem tej analizy.

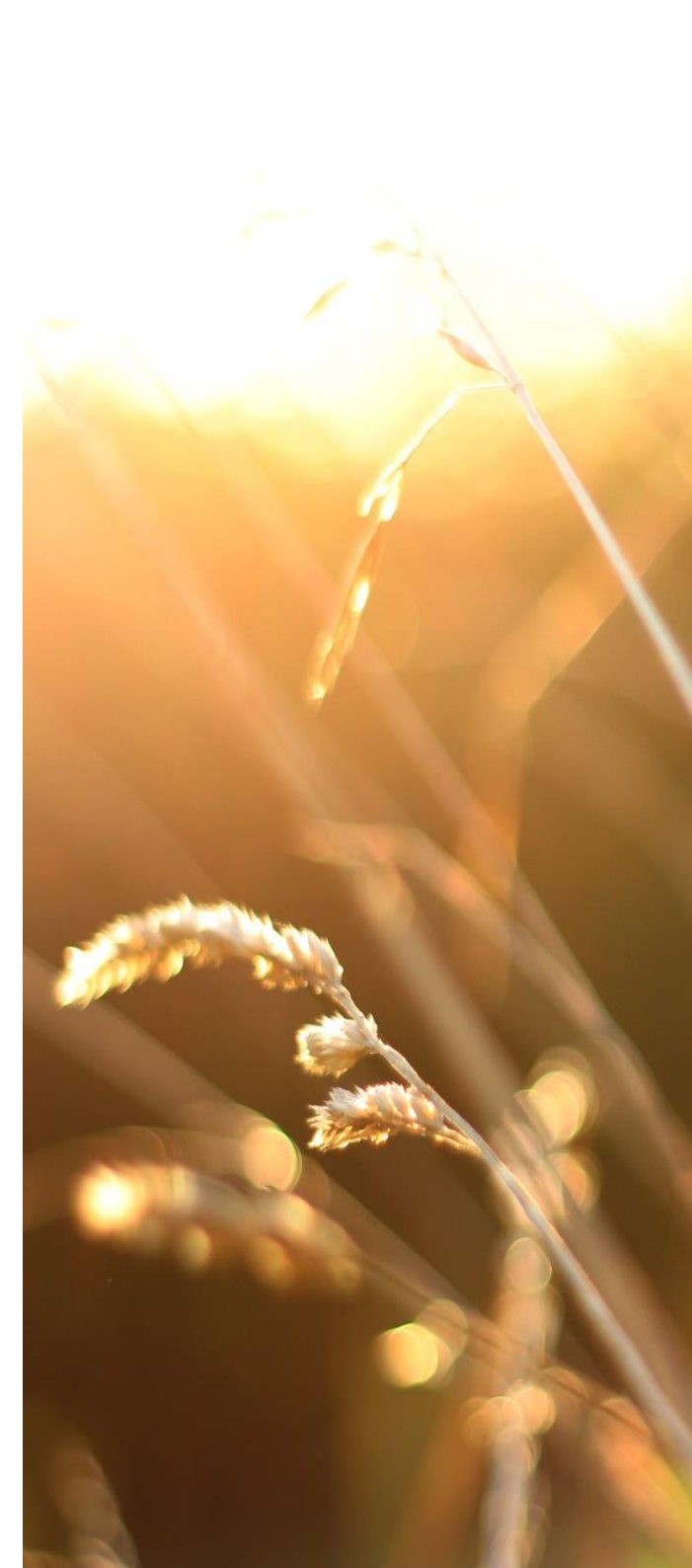
Podsumowując, długoterminowy wzrost wynagrodzeń w Polsce uzasadniony jest częściowo rosnącą produktywnością, a w pozostałej mierze czynnikami demograficznymi i silnym popytem na pracę. Znaczące wzrosty średniej pensji w ostatnich latach, zarówno w wartościach nominalnych jak i realnych, nie osłabiły jednak istotnie konkurencyjności Polski pod względem kosztu pracy. Jednocześnie można oczekiwać, że tendencje z ostatnich lat będą się utrzymywać, prowadząc do dalszego zmniejszania dystansu wobec bogatszych państw Europy.

Relacja wynagrodzenia w Polsce w stosunku do pozostałych krajów (w EUR) w latach 2014 i 2023 (jaką część wynagrodzenia dla danego kraju stanowiły wynagrodzenia w Polsce)



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

Baker Tilly TPA Index | Lipiec 2024



Opis wskaźników koniunktury

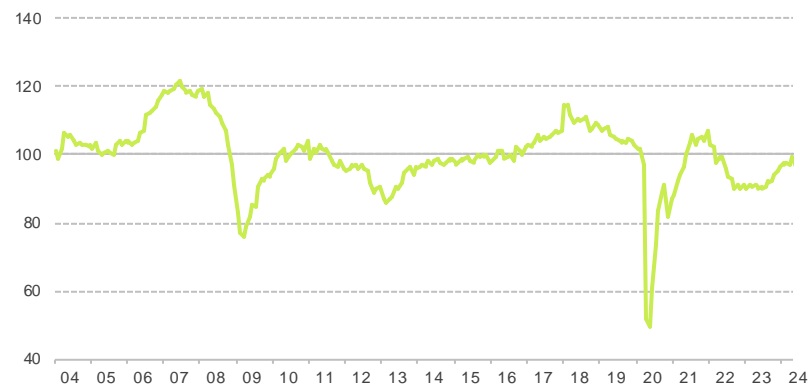
Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

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

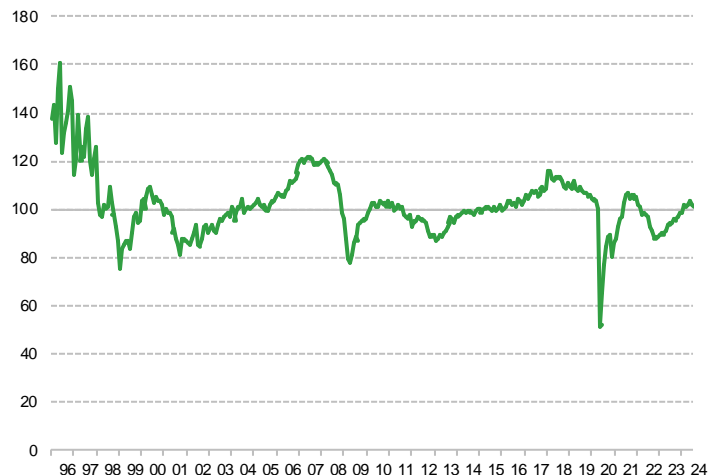
Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej

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

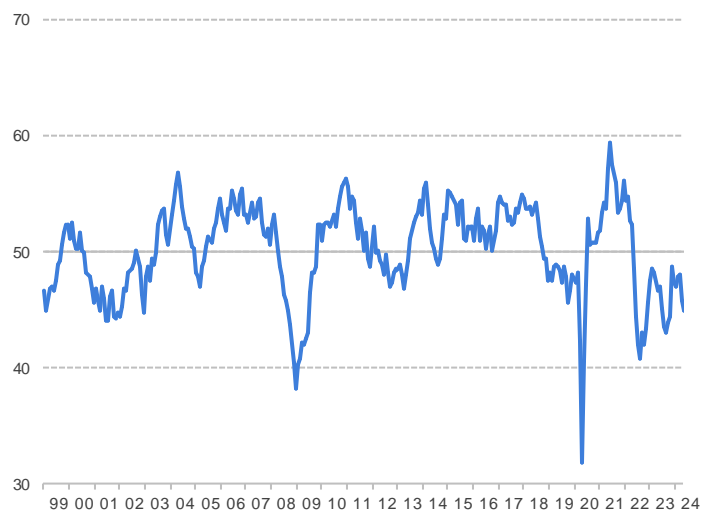
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych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

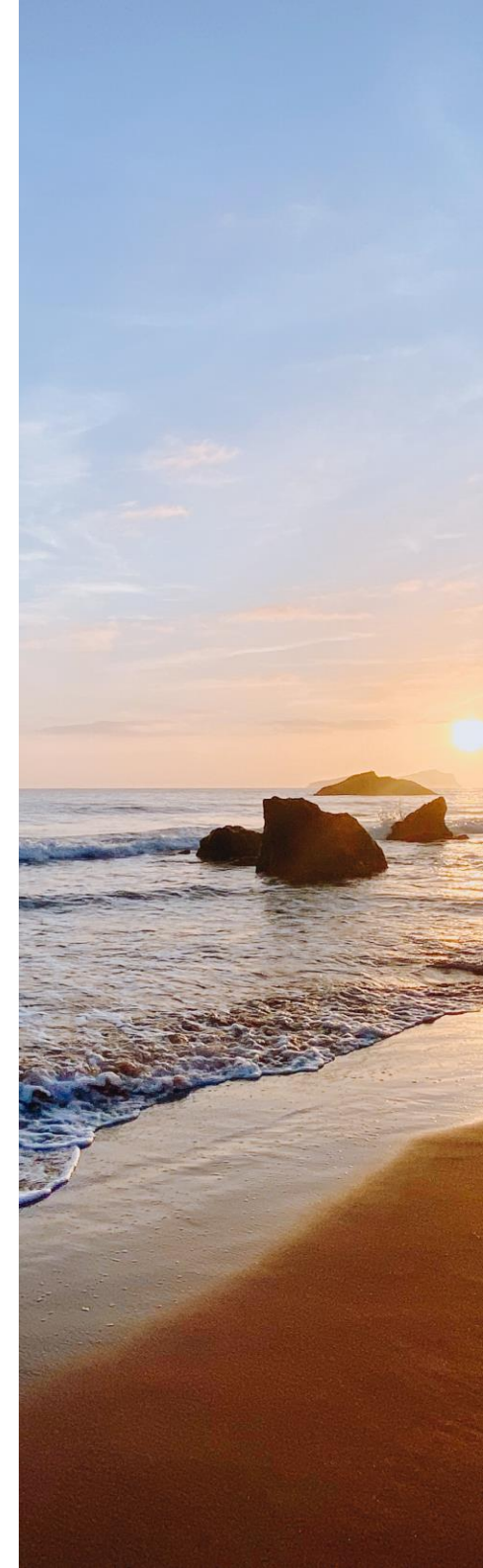


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

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



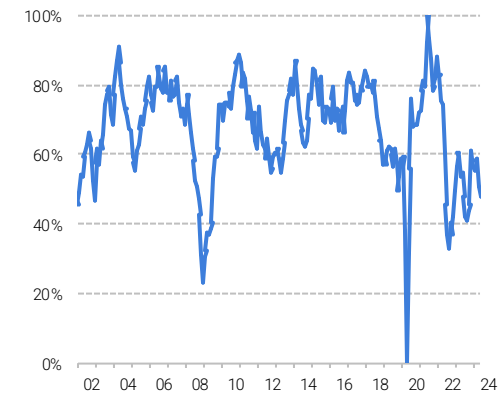
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany



Economic Sentiment Indicator, znormalizowany



Indeks PMI przemysłu, znormalizowany



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA

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
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

Associate Partner 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.



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. W. Korfańtego 138A
40-156 Katowice
Tel: +48 32 732 00 00