

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Październik 2024

Now, for tomorrow



W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji wartości **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, przedstawiamy spółki z GPW, które wykazały się największą zdolnością do tworzenia wartości dla akcjonariuszy.

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.

Wnioski z obecnej analizy:

- **Baker Tilly TPA Index** agregujący wartości kilku wskaźników mierzących stan aktywności gospodarczej w Polsce **wskazuje na kontynuację dobrej koniunktury** i nie daje na razie sygnałów ostrzegawczych, które wskazywałyby na rychłe zakończenie cyklu koniunkturalnego.
- **Liczba transakcji M&A istotnie spadła** w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz odpowiednim kwartałem roku poprzedniego i znajduje się poniżej średniej z ostatnich trzech lat. Trzeci kwartał jest zazwyczaj słabszy pod względem liczby transakcji z powodu sezonu wakacyjnego. Czas pokaże, czy niższa liczba transakcji utrzyma się w kolejnych kwartałach.
- Główne indeksy giełdowe odnotowały korekty rzędu 4-9% w porównaniu z poprzednim kwartałem, a **mnożniki wycen spółek publicznych pozostają na umiarkowanych poziomach**.
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 9,22%.**

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

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

Podsumowanie III kwartału 2024 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Baker Tilly TPA Index zanotował niewielki wzrost i jest na poziomie bliskim wartościom obserwowanym na początku bieżącego roku.

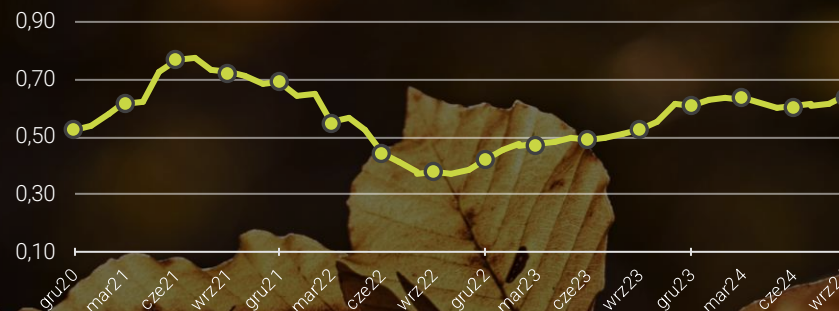
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,64

czerwiec 2024 r. – 0,61

Wskaźnik zanotował wzrost, jednak nadal pozostaje poza strefą szczytu cyklu koniunkturalnego.

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji M&A istotnie spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz odpowiednim kwartałem roku poprzedniego i znajduje się poniżej średniej z ostatnich trzech lat.

65

II kwartał 2024 r - 106

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

III kwartał 2024 r.

9,22%

II kwartał 2024 r. – 9,88%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Przemysł
Usługi i produkty konsumenckie

Struktura nabywców w transakcjach



51

podmiotów zagranicznych

55

podmiotów polskich

II kwartał 2024 r.

Mediana EV/EBITDA na GPW

wrzesień 2024 r.

6,50x

czerwiec 2024 r. – 6,57x

Mediana EV/Sales na GPW

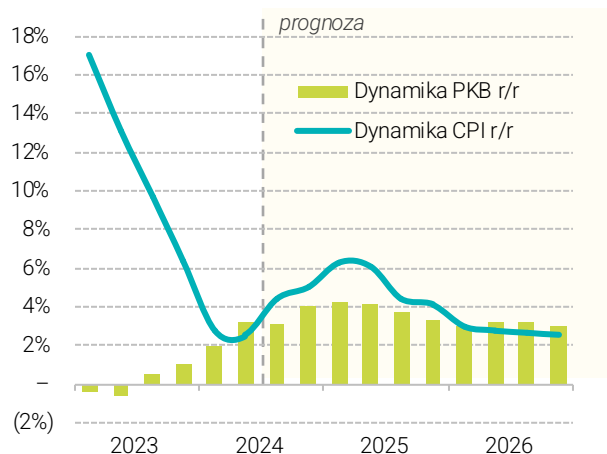
wrzesień 2024 r.

0,80x

czerwiec 2024 r. – 0,82x

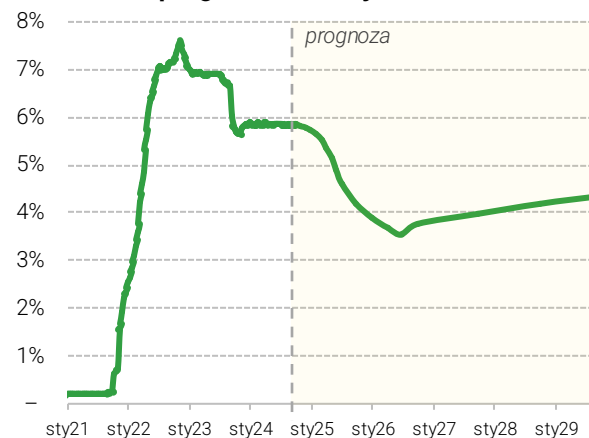
Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie projekcji NBP z lipca 2024 r.

WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv.

Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 30.09.2024 r.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 30.09.2024 r.

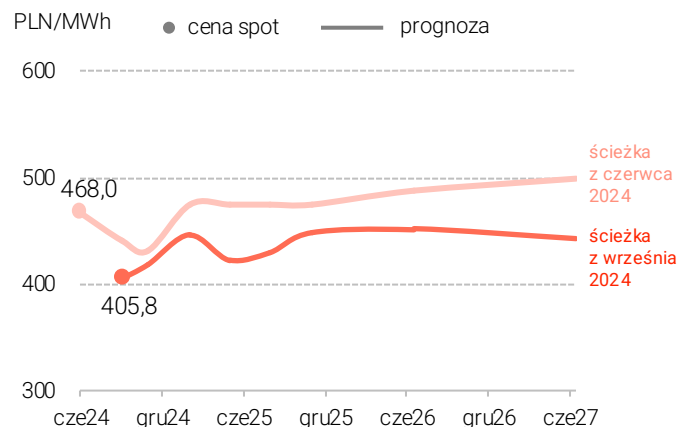
Zapadalność	Rentowność
1 rok	4,46%
2 lata	4,70%
3 lata	4,76%
5 lat	4,89%
10 lat	5,28%

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv

Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

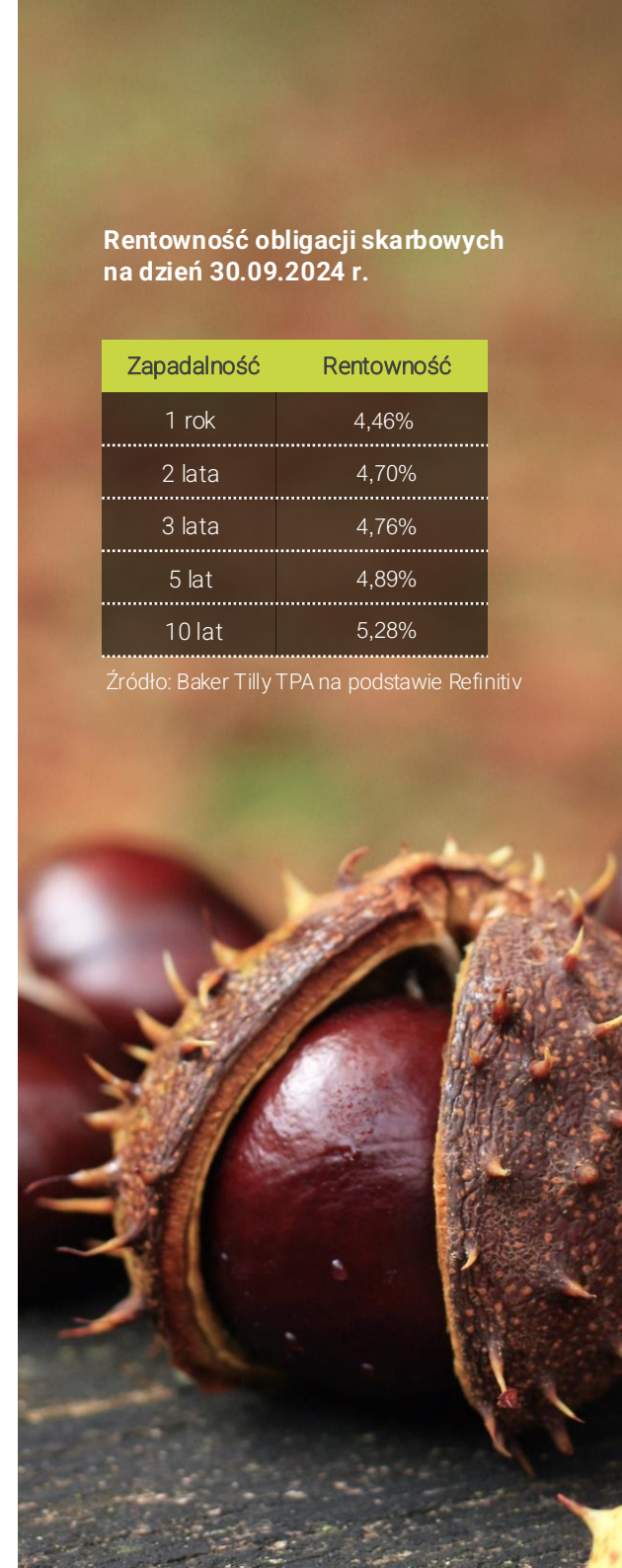
- W II kwartale bieżącego roku PKB wzrósł o 3,2% r./r., a inflacja wyniosła 2,5%. Zgodnie z prognozą NBP w 2024 roku oczekiwany jest wzrost PKB na poziomie 3,0%, natomiast wzrost cen ma wynieść 3,7%, czyli nieznacznie powyżej dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego.
- Aktualne kwotowania instrumentów finansowych na WIBOR 3M wskazują, że stopa ta w najbliższym czasie będzie spadać i na koniec przyszłego roku ma wynieść około 3,9%.
- Średnia cena energii z dostawą we wrześniu bieżącego roku spadła o 13,3% w porównaniu z czerwcem i wyniosła 405,8 PLN/MWh. Obniżyły się także ceny energii z dostawą w kolejnych latach.

Cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE, czerwiec oraz wrzesień 2024, PLN/MWh



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych TGE.

Cena spot na podstawie indeksu TGeBASem. Prognoza cen energii przedstawia średnioważone ceny dla kwartalnych oraz rocznych kontraktów BASE, czyli dostawy we wszystkie dni, przez wszystkie godziny doby.



Spis treści

6

Baker Tilly TPA
Index

10

Aktywność transakcyjna
i mnożniki wyceny

15

Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?

22

Dodatek specjalny:
Spółki z GPW tworzące
największą wartość
dla akcjonariuszy

26

Załącznik – opis
wskaźników koniunktury

29

O Baker Tilly TPA
Autorzy

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,64 wobec odczytu 0,61 w czerwcu 2024 r. Powróciliśmy zatem do najwyższych poziomów notowanych w tym cyklu koniunkturalnym obserwowanych w miesiącach luty-kwiecień. Zatem możliwe, że mieliśmy do czynienia jedynie z chwilowym pogorszeniem sytuacji, a szczyt cyklu koniunkturalnego nadal jest przed nami. Zgodnie z najnowszymi prognozami będzie miał miejsce w pierwszej połowie 2025 r.

Minimalny poziom indeksu w tym cyklu został wyznaczony w październiku 2022 r. przy wartości 0,37. Od tego momentu wskaźnik notował trend wzrostowy, 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.

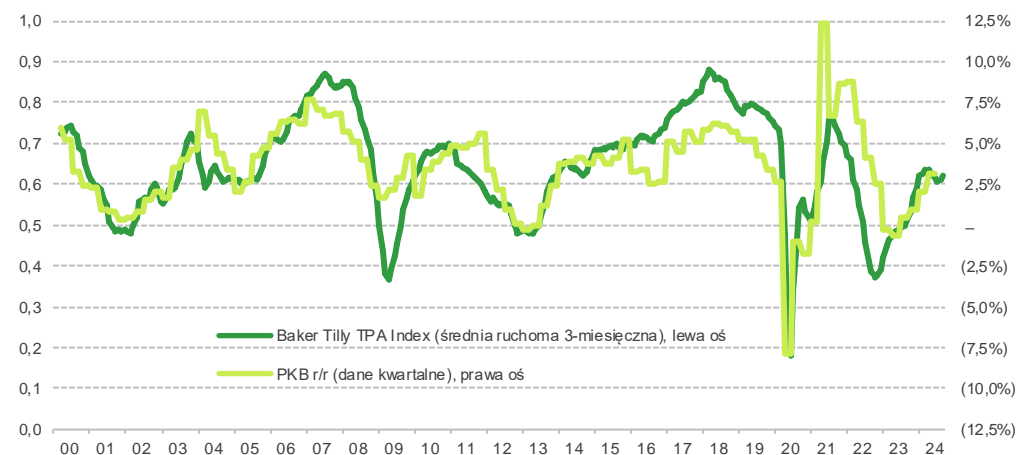
Z czterech obserwowanych wskaźników tylko jeden obecnie znajduje się powyżej 70. centyla swojego zakresu historycznych wartości – jest to ESI Composite. Dla przypomnienia – barierę 70. centyla identyfikujemy jako strefę szczytu koniunkturalnego. Pozostałe trzy wskaźniki znajdują się w zakresie 57-67 centyla, zostawiając jeszcze trochę miejsca do wzrostów zanim będą wskazywać na zakończenie dobrej koniunktury. Stąd też łączny wynik 0,64 dla naszego Baker Tilly TPA Index. Do poprawy odczytów wobec ostatniego wydania najbardziej przyczyniły się PMI przemysłu oraz ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS. Pogorszenie notował natomiast tylko bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej.

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

Po odczycie PKB za drugi kwartał powyżej prognoz, nieco poprawiły się oczekiwania również odnośnie kolejnych kwartałów. Wzrost w drugim kwartale ostatecznie wyniósł 3,2% wobec spodziewanych 2,8%. Ścieżka na kolejne kwartały zbudowana w oparciu o konsensus analityków jest dość ambitna, ponieważ zakłada rosnącą dynamikę od 3,3% w trzecim kwartale bieżącego roku do ok. 4% w drugim kwartale 2025 r.

Mimo utrzymującej się dobrej koniunktury i tendencji wzrostowej obserwowanej na dynamice PKB przedsiębiorcy wciąż wskazują liczne bariery dla swojego rozwoju i bieżącej działalności. Zgodnie z ostatnią ankietą Polskiego Instytutu Ekonomicznego, największym problemem jest teraz aspekt

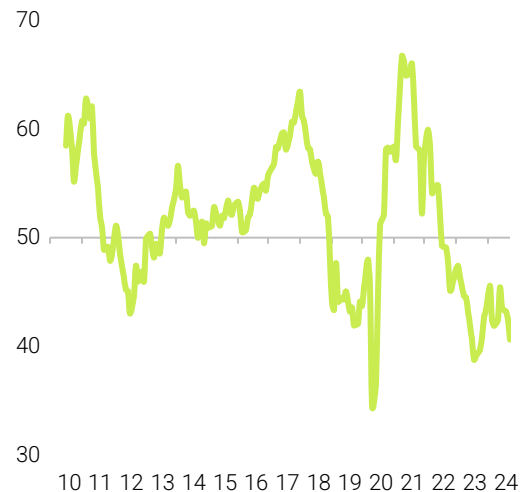
kosztów pracowniczych, który w podobnym stopniu dokucza przedsiębiorcom już od dłuższego czasu. Kolejne najczęstsze odpowiedzi dotyczą cen energii oraz niepewności sytuacji gospodarczej, choć ich znaczenie istotnie spadło w ostatnich miesiącach.

Siła polskiej gospodarki jest dość zaskakująca, biorąc pod uwagę utrzymującą się słabość naszego największego partnera handlowego, jakim są Niemcy. Po ostatniej rewizji prognoz okazało się, że bieżący rok będzie drugim z kolei, kiedy niemiecka gospodarka się kurczy. Co więcej, od 2019 r. nie osiągnęła ona skumulowanego dodatniego wzrostu, co pokazuje, że nie jest to przejściowa zadyszka. Wskaźniki PMI oraz Ifo Business

Climate sięgnęły rekordowo niskich poziomów, wyłączając pandemię oraz załamanie w 2008 r. Podobnie wygląda sytuacja pod względem wykorzystania mocy produkcyjnych. Niestety wyprzedzające komponenty wskaźników nie wskazują, by sytuacja miała się tam znacząco poprawić w najbliższym czasie. Ze względu na powiązania polskiego przemysłu z niemieckim, może to ograniczać potencjał wzrostu dla polskiej produkcji.

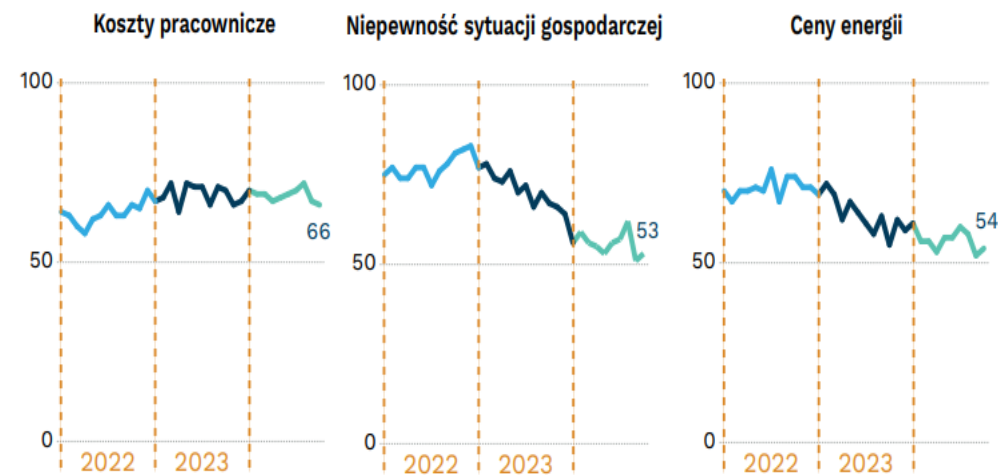
Na szczęście są też czynniki wspierające naszą gospodarkę i utrzymujące nas w dobrej koniunkturze mimo pewnych trudności zewnętrznych.

PMI przemysłu dla Niemiec, 30.06.2010-30.09.2024 r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych stooq.pl

Znaczenie poszczególnych barier w działalności przedsiębiorstw w Polsce



Źródło: Miesięczny Indeks Koniunktury – październik 2024, Polski Instytut Ekonomiczny

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Przede wszystkim zaczyna być zauważalny aspekt obniżenia kosztów finansowania. O ile bieżące odczyty stawki WIBOR pozostają stabilne na poziomie ok. 5,85%, to oczekiwania obniżek stóp procentowych w przyszłym roku powodują, że dłuższe stopy bazowe (12-miesięczna) już schodzą na nieco niższe poziomy. Natomiast w przypadku stałych stóp finansowania dla kredytów hipotecznych oraz dla przedsiębiorstw (lub zabezpieczonych przez kontrakt IRS) bazą jest już wartość znacząco poniżej 5%. Pozwala to zwiększyć zdolność kredytową i dostępność kredytów lub obniżyć bieżące obciążenie odsetkami.

Druga kwestia dotyczy nadal bardzo silnego rynku pracy w Polsce. Liczba ogłoszeń o nowych miejscach pracy nie wykazuje spowolnienia, co prowadzi do wzrostu stawek ze względu na utrzymujący się deficyt kandydatów. Cały czas dynamika wynagrodzeń utrzymuje się powyżej 10%,

choć w kolejnych miesiącach będą to zapewne niższe poziomy. Przekłada się to na dużą siłę nabywczą konsumentów i utrzymuje konsumpcję jako główny motor wzrostu gospodarczego.

Tematowi wynagrodzeń poświęciliśmy specjalną sekcję w poprzednim 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 ryzyka dla regionu w dłuższej perspektywie.

W kontekście inwestycji portfelowych, po około 20 miesiącach hossy na GPW i znaczących wzrostach indeksów w tym okresie, obecny czas wydaje się nadal sprzyjać kupującym w średnim i długim terminie. Przyczyną tego są utrzymujące się

raczej wciąż umiarkowane (już nie niskie) wyceny na GPW, będące również punktem odniesienia dla transakcji prywatnych. Pozwalają one nabywać przedsiębiorstwa po korzystnych cenach i dają szansę na realizację zadowalających stóp zwrotu w horyzoncie kilku następnych lat, 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 wpłynie 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.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W III kwartale 2024 r. aktywność transakcyjna istotnie spadła. Trzeci kwartał jest zazwyczaj słabszy pod względem liczby transakcji z powodu sezonu wakacyjnego. Czas pokaże, czy niższa liczba transakcji utrzyma się w kolejnych kwartałach.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce 65 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

Wyłączając okres pandemii COVID-19, aktywność transakcyjna w III kwartale tego roku była najniższa od I kwartału 2014 r.

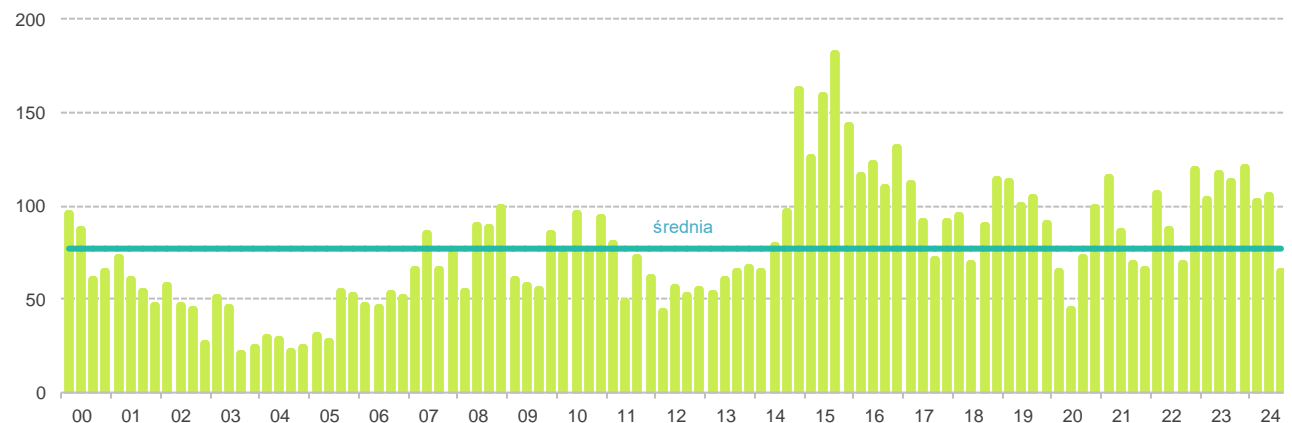
W III kwartale bieżącego roku zrealizowano 65 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 106 transakcjami kwartał wcześniej oraz 113 transakcjami w analogicznym kwartale roku poprzedniego.

Liczba transakcji przeprowadzonych przez podmioty zagraniczne w porównaniu z poprzednim kwartałem istotnie spadła. Były one odpowiedzialne za 38 transakcji w III kwartale 2024 r. w porównaniu z 51 transakcjami kwartał wcześniej. Liczba transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty spadła natomiast z 55 transakcji w II kwartale do jedynie 27 transakcji w III kwartale 2024 r. Udział transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty w III kwartale 2024 r. wyniósł 42% w porównaniu z 52% kwartał wcześniej.

Dla II kwartału 2024 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miało wtedy miejsce 106 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 ich pełną ocenę.

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



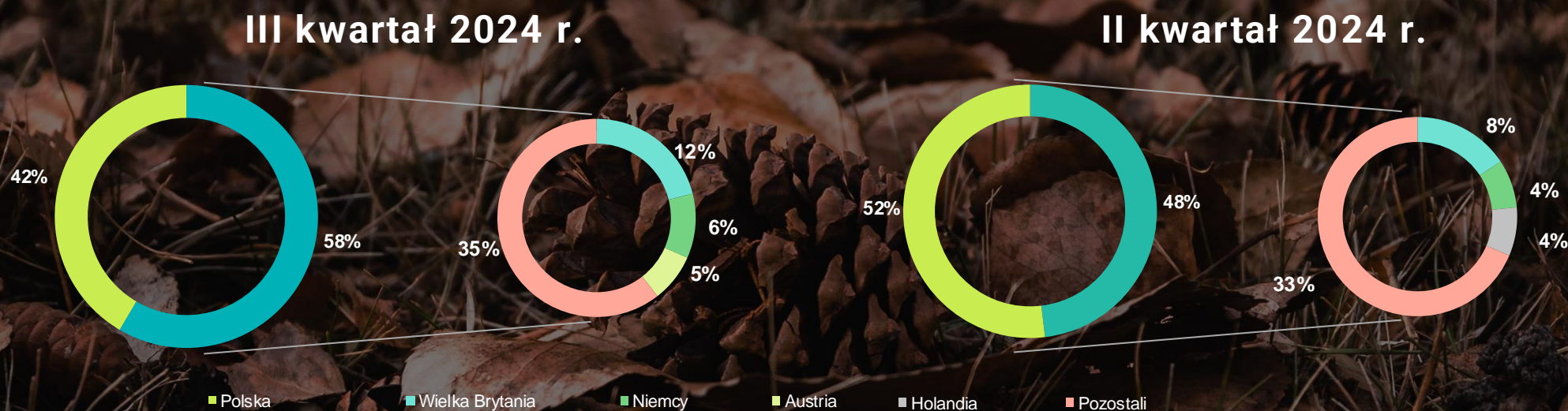
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv i Mergermarket

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W III kwartale 2024 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 58% transakcji. Jest to poziom zdecydowanie wyższy od długoterminowej średniej z lat 2000–2023 (około 1/3 transakcji) oraz wyższy udział niż w poprzednim kwartale (48%). W III kwartale wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z Wielkiej Brytanii (8 transakcji) oraz Niemiec (4 transakcje) i Austrii (3 transakcje).

Dla porównania najwięcej transakcji w II kwartale 2024 r. przeprowadziły podmioty z Wielkiej Brytanii (8 transakcji). W dalszej kolejności mieliśmy nabywców z Niemiec i Holandii (po 4 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 III kwartale 2024 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii, które były odpowiedzialne za 23% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory przemysłu (17% udziału) oraz usług i produktów konsumenckich (11%).

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

Podział transakcji ze względu na sektory

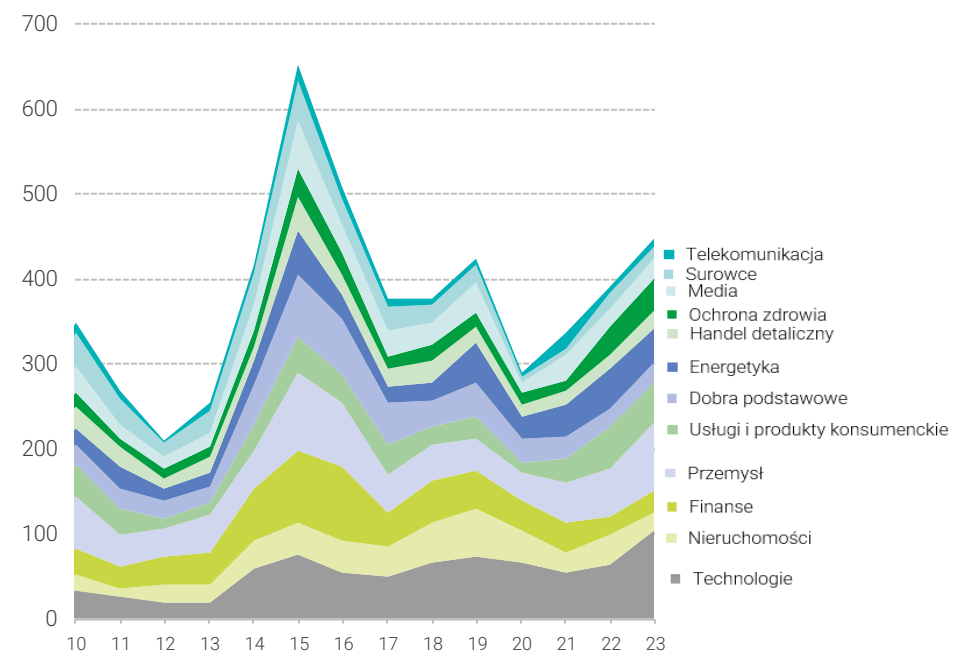
	2000 - 2024	2023	I-III kw. 2024	III kw. 2024
Dobra podstawowe	9%	5%	6%	3%
Usługi i produkty konsumenckie	10%	11%	11%	11%
Energetyka	8%	9%	8%	9%
Finanse	12%	5%	5%	6%
Ochrona zdrowia	5%	8%	10%	9%
Technologie	13%	23%	23%	23%
Przemysł	14%	18%	17%	17%
Surowce	8%	3%	5%	8%
Media	7%	5%	7%	5%
Nieruchomości	7%	5%	5%	8%
Handel detaliczny	5%	5%	2%	–
Telekomunikacja	3%	2%	2%	2%
Łącznie transakcji	7632	456	274	65

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 był rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze przemysłu, którego udział wzrósł z 14% do 18%.

Największy spadek odnotował sektor nieruchomości, co jest związane z ograniczoną możliwością pozyskania finansowania dla nieruchomości w otoczeniu wysokich stóp procentowych oraz pogorszeniem długoterminowych perspektyw 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 Refinitiv i Mergermarket

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Wyceny na GPW w Warszawie

W III kwartale 2024 r. główne indeksy giełdowe odnotowały jednocyfrowe korekty po okresie hossy, który trwał kilkanaście miesięcy. Indeksy zanotowały wartości o 4-9% niższe w porównaniu z końcem poprzedniego kwartału.

Pomimo spadków wszystkie analizowane indeksy znajdują się blisko swoich historycznych rekordów.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec III kwartału wartość 2.324,13 pkt. W stosunku do końca II kwartału 2024 r. indeks spadł o 9,3% i aktualnie znajduje się 9,7% poniżej szczytu z maja 2024 r.

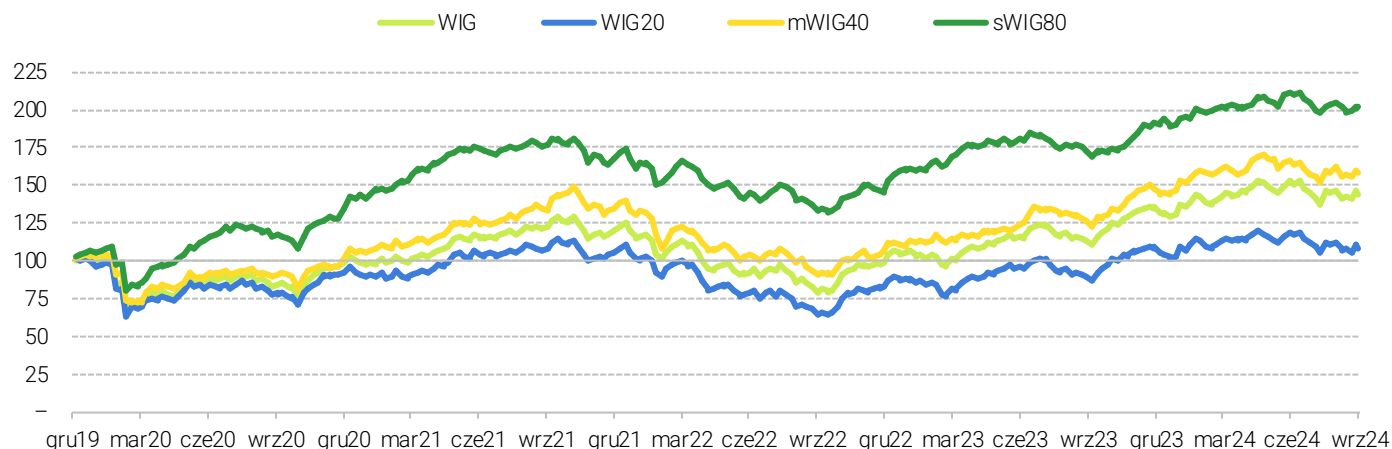
Indeksy sWIG80 oraz mWIG40 spadły odpowiednio o 4,2% oraz 4,8% kw./kw., natomiast indeks WIG odnotował spadek o 6,0% kw./kw.

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

indeksy wzrosły o 6-7% od początku roku, oprócz WIG20, który jest na podobnym poziomie co na koniec 2023 r.

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

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

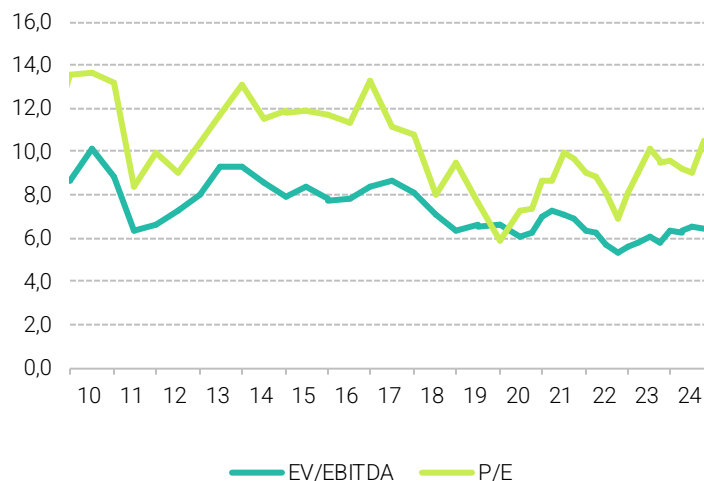
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W III kwartale 2024 r. mnożniki wyceny na GPW bazujące na wartości przedsiębiorstwa (EV) odnotowały niewielkie spadki. Wskaźniki nadal pozostają na historycznie niskich lub umiarkowanych poziomach. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła wartość 6,50x na koniec III kwartału 2024 r. w porównaniu z 6,57x na koniec poprzedniego kwartału oraz 6,32x na koniec 2023 r. Wskaźnik pozostaje wciąż na niskich poziomach wobec długoterminowej średniej. Natomiast EV/Sales spadł nieznacznie do 0,80x i jest także poniżej poziomu długoterminowej średniej.

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych, P/E (cena do zysku na akcję), wyniosła 10,5 (vs. 9,0x na koniec II kwartału 2024 roku oraz 9,6x na 31.12.2023 r.)¹ i przekracza długoterminową średnią.

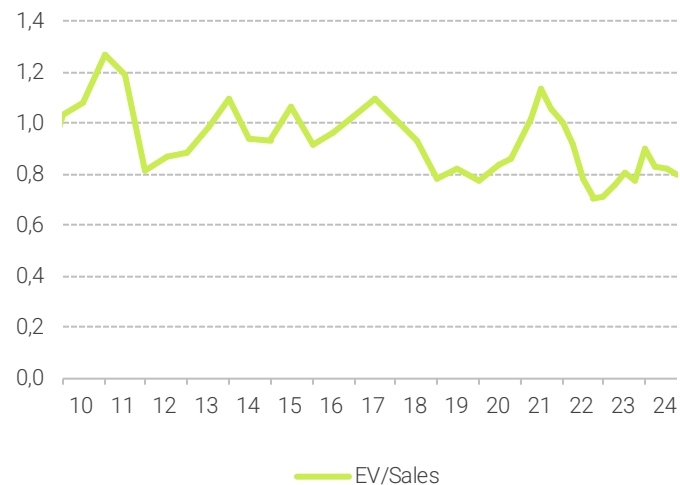
Mnożniki zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) nadal sugerują umiarkowane i dość atrakcyjne poziomy wycen na GPW na tle ich historycznych wartości oraz w zestawieniu z alternatywnymi inwestycjami finansowymi.

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



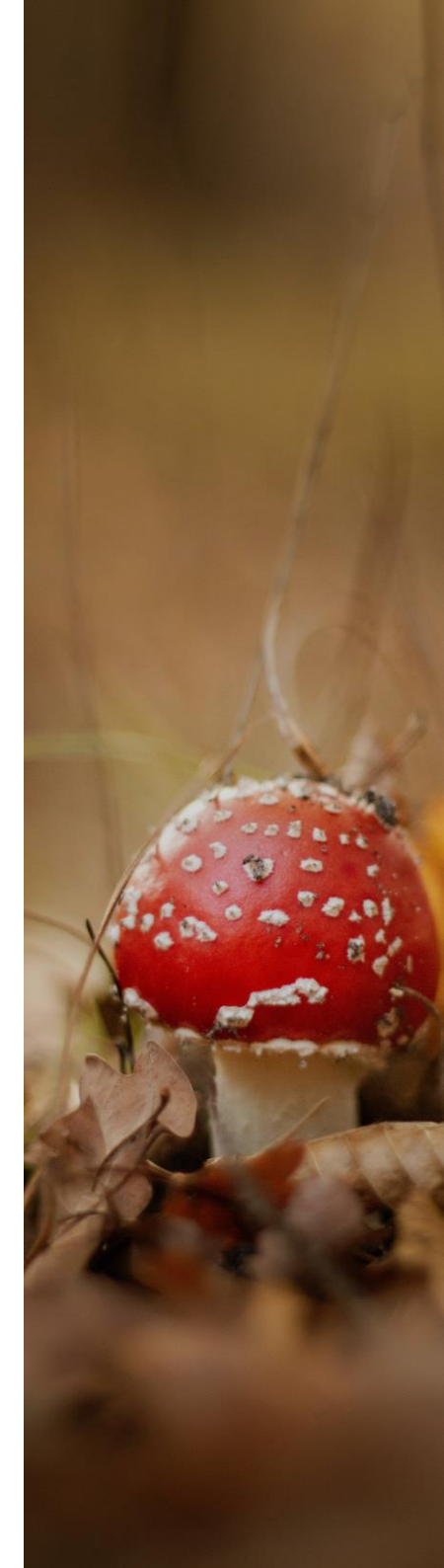
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

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.



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

9,22%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,1%
Banki uniwersalne	10,1%
Budowlany	9,8%
Chemiczny (podstawowy)	8,6%
Chemiczny (specjalistyczny)	9,5%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	9,7%
Części samochodowe	10,8%
Deweloperski	8,4%
Dystrybucja ropy/gazu	8,3%
Edukacja	7,7%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	9,3%
Elektronika (ogólna)	10,1%

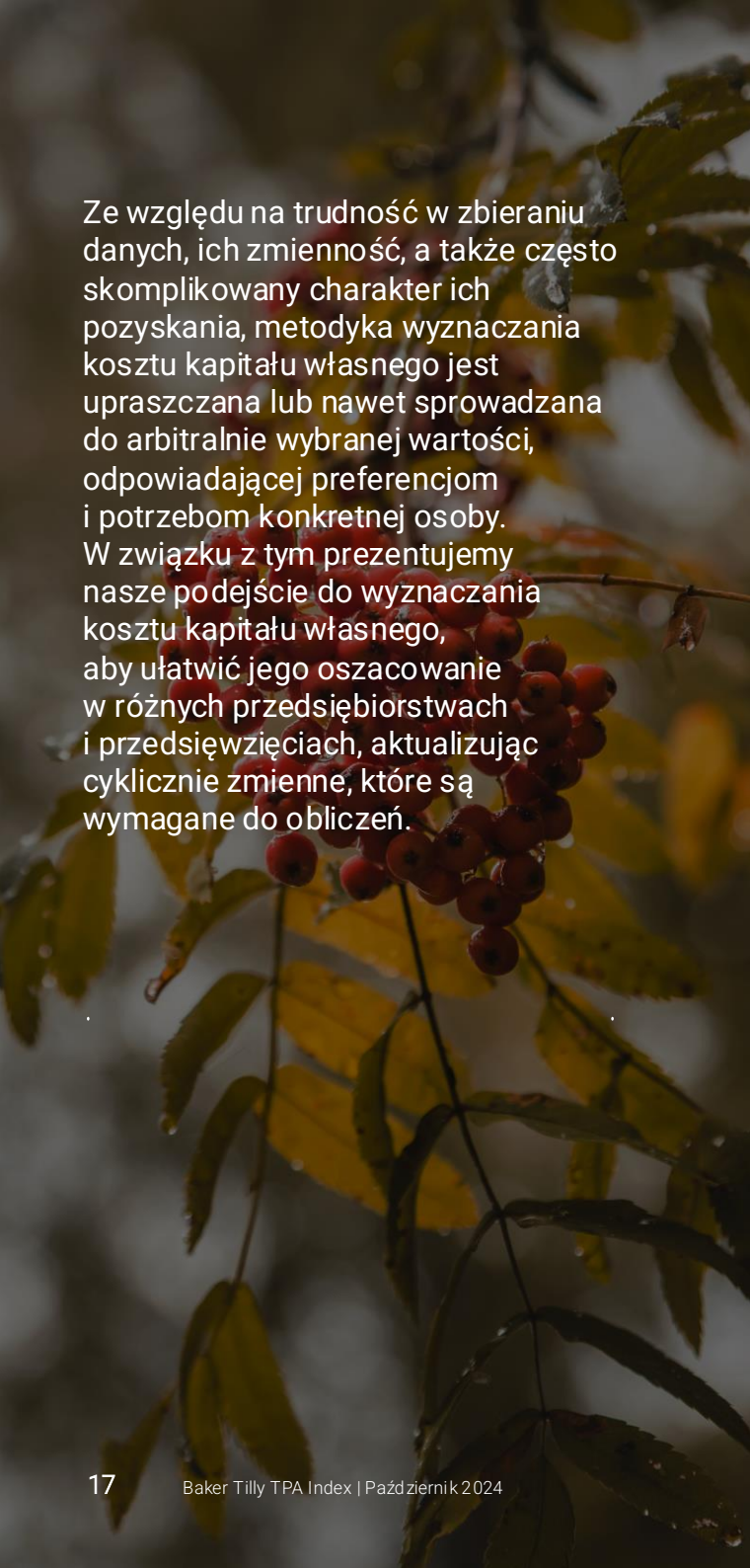
Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	8,4%
Energia odnawialna	8,6%
Farmaceutyczny	9,1%
Handel detaliczny	9,6%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	9,5%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	10,2%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	10,2%
Handel detaliczny (online)	9,1%
Hotele i hazard	10,0%
Hurtownicy żywności	8,3%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	8,8%
Inżynieria/budownictwo	9,4%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	8,2%
Telewizja	8,9%
Telewizja kablowa	8,3%
Transport	9,1%
Transport kolejowy	8,9%
Transport lotniczy	10,6%
Transport samochodowy	9,6%
Tytoń	7,5%
Ubezpieczenia (majątkowe)	8,0%
Ubezpieczenia (ogólne)	9,0%
Ubezpieczenia (życie)	9,8%
Usługi biznesowe i konsumenckie	9,2%
Usługi dla nieruchomości	8,6%
Usługi finansowe	9,2%
Usługi informacyjne	15,2%
Usługi informatyczne	9,0%
Usługi środowiskowe i odpadowe	9,7%
Usługi telekomunikacyjne	8,6%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	8,7%
Użyteczności publicznej	8,8%
Węgiel	8,7%
Wydawnictwa i gazety	8,5%



Ze względu na trudność w zbieraniu danych, ich zmienność, a także często skomplikowany charakter ich pozyskania, metodyka wyznaczania kosztu kapitału własnego jest upraszczana lub nawet sprowadzana do arbitralnie wybranej wartości, odpowiadającej preferencjom i potrzebom konkretnej osoby. W związku z tym prezentujemy nasze podejście do wyznaczania kosztu kapitału własnego, aby ułatwić jego oszacowanie w różnych przedsiębiorstwach i przedsięwzięciach, aktualizując cyklicznie zmienne, które są wymagane do obliczeń.

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Punktem wyjścia w wyznaczaniu kosztu kapitału własnego jest stopa wolna od ryzyka, która kompensuje inwestora za odroczenie konsumpcji oraz za przyszłą inflację. Ze względu na długoterminowy charakter kapitału własnego stosowana jest tu rentowność obligacji skarbowych o długim terminie zapadalności, zwyczajowo są to obligacje 10-letnie. Na 30.09.2024 r. ich rentowność wyniosła 5,28% (w porównaniu z 5,77% na 30.06.2024 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 3,94% (vs. 4,11% na 30.06.2024 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 9,22%.

Spadek kosztu kapitału w porównaniu z 30.06.2024 r. wynikał głównie z niższej rentowności obligacji 10-letnich oraz w mniejszym stopniu ze 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 5,28%)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 3,94%)

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 4,33%. Dla waluty EUR będzie to 2,13%, a dla USD jest na poziomie 3,79%.

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 30.09.2024 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,28%
r_f	
PLN	4,33%
EUR	2,13%
USD	3,79%
CRP	
Polska	1,03%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,60%
Hiszpania	1,95%
MRP	3,94%
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?

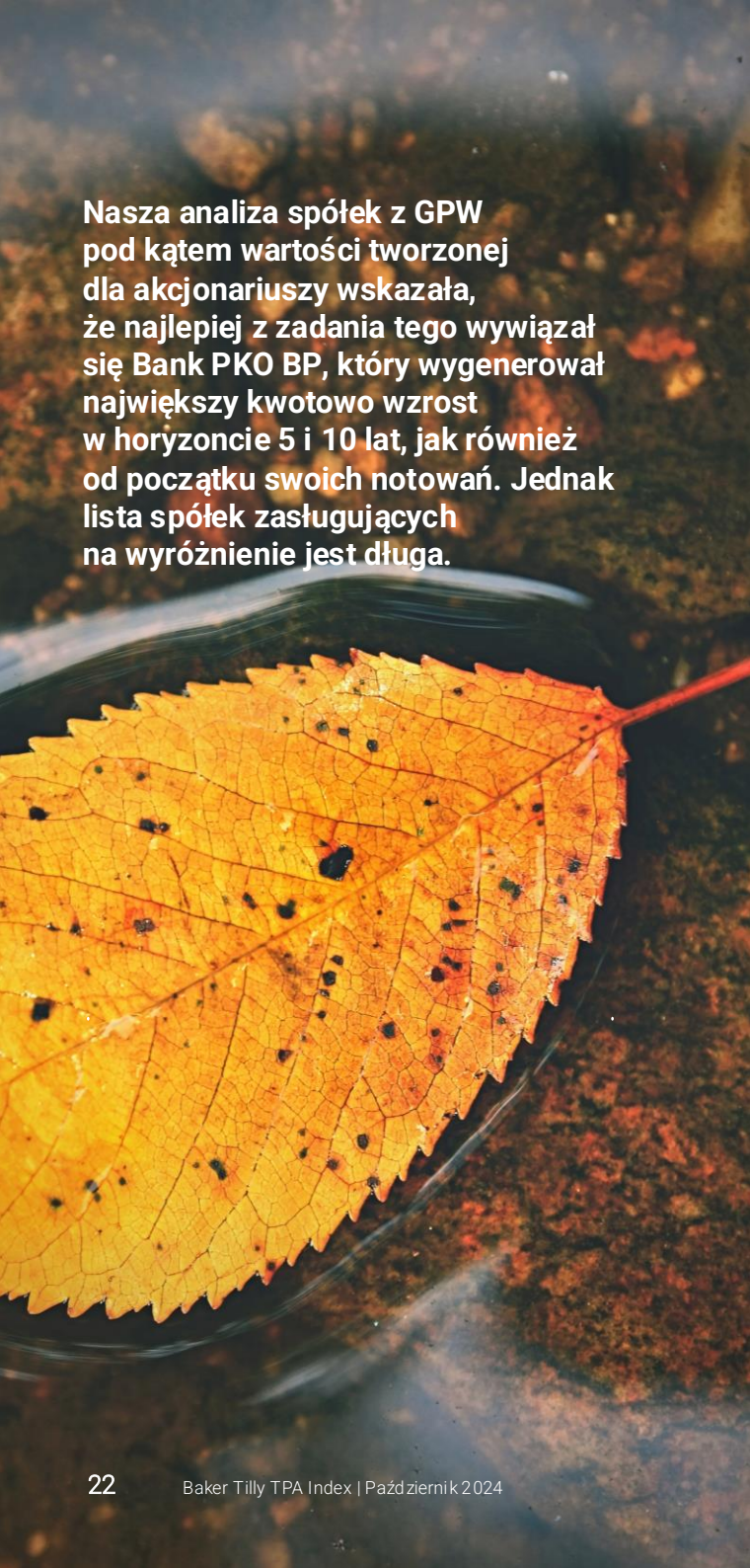
Sektor	Beta	Beta aktywów
Sprzęt elektryczny	1,3	1,2
Sprzęt i usługi biurowe	0,7	0,7
Sprzęt telekomunikacyjny	0,9	0,9
Sprzęt wydobywczy	1,1	1,0
Stalowy	1,0	1,0
Szpitaly /placówki opieki zdrowotnej	0,6	0,2
Technologie dla ochrony zdrowia	1,2	1,1
Telekomunikacja	0,7	0,3
Telewizja	0,9	0,8
Telewizja kablowa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





Nasza analiza spółek z GPW pod kątem wartości tworzonej dla akcjonariuszy wskazała, że najlepiej z zadania tego wywiązał się Bank PKO BP, który wygenerował największy kwotowo wzrost w horyzoncie 5 i 10 lat, jak również od początku swoich notowań. Jednak lista spółek zasługujących na wyróżnienie jest długa.

Spółki z GPW tworzące największą wartość dla akcjonariuszy – analiza wyników

Zgodnie z tradycyjnym podejściem do ekonomii, głównym celem działalności przedsiębiorstw publicznych, czyli notowanych na giełdzie papierów wartościowych i charakteryzujących się rozproszonym akcjonariatem, jest maksymalizacja wartości dla właścicieli. Początkowo wyrażano to poprzez maksymalizację zysku, jak choćby ujął to Milton Friedman, laureat Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, „przedsiębiorstwa powinny prowadzić działalność zgodnie z oczekiwaniami akcjonariuszy, które na ogół będą polegały na zarabianiu jak największych pieniędzy przy jednoczesnym przestrzeganiu podstawowych zasad społecznych, zarówno tych zawartych w prawie, jak i tych zawartych w zwyczajach etycznych”.

Jednak maksymalizacja zysku i maksymalizacja wartości nie zawsze muszą iść w parze, szczególnie w długim terminie. Niektóre działania mogą prowadzić do zwiększenia zysków bieżących, jednak odbijają się negatywnie w przyszłości poprzez zmniejszoną zdolność przedsiębiorstwa do konkurowania na rynku. Dodatkowo, szczególnie w ostatnich latach, podkreśla się aspekt ESG w funkcjonowaniu i działalności spółek. Wybrzmiewa to np. w sformułowaniach prof. Luigi Zingalesa (University of Chicago Booth School of Business) – „firmy oprócz zarabiania pieniędzy powinny dążyć do maksymalizacji użyteczności lub dobrobytu akcjonariuszy. Akcjonariusze nie myślą tylko o pieniądzu: mają też oczekiwania etyczne i społeczne. Większość ludzi ma odrobinę użyteczności społecznej w swojej funkcji użyteczności.”

Trudno byłoby jednak zaspokoić oczekiwania tysięcy akcjonariuszy w jednej spółce. Dlatego mocno uzasadnione

jest podejście, w którym spółka maksymalizuje majątek właścicieli, a oni, każdy decydując wedle własnego uznania, zagospodarują i rozdysponują ten majątek w sposób maksymalizujący ich użyteczność.

Kwestia tworzenia wartości jest zatem kluczowym aspektem oceny działalności spółek giełdowych. Postanowiliśmy zweryfikować, jak pod tym względem wygląda polski rynek oraz przeanalizować, które spółki wykazały się największą zdolnością do tworzenia wartości dla akcjonariuszy w ostatnich latach. Pod uwagę wzięliśmy trzy horyzonty czasowe – 5 lat, 10 lat i 20 lat kończące się w czerwcu 2024 r. Analiza objęła wszystkie spółki notowane na głównym parkiecie warszawskiej giełdy papierów wartościowych. Nie możemy zmierzyć zmian wartości dla spółek prywatnych, dlatego nie są one uwzględnione w zestawieniu. Ze względu na wybrane przedziały czasowe, analiza dotyczyła tylko spółek, które były notowane przez cały wybrany okres.

Na początek wyznaczyliśmy wartość stworzoną przez poszczególne spółki w kwotach nominalnych, by określić, które spółki stworzyły największą wartość dla swoich udziałowców. Kalkulacja obejmowała następujące kroki: i) wyznaczenie zmiany kapitalizacji w danym okresie, ii) uwzględnienie wypłaconych dywidend w całym okresie, iii) korekta o emisję akcji netto. Trzeci krok oznaczał odjęcie od wyniku sum pozyskanych przez spółkę w ramach emisji akcji oraz dodanie wypłat do akcjonariuszy w postaci skupu akcji własnych. Dopiero w ten sposób wyznaczone wyniki pozwalały uszeregować spółki pod względem największych twórców wartości w ostatnich latach.

Wyniki analizy

Zwycięzcą należy określić Bank PKO BP, który zajmuje pierwsze miejsce w rankingu 5-letnim oraz 10-letnim. Nie znalazł się w rankingu 20-letnim, ponieważ debiutował na giełdzie jesienią 2004 r. i na dzień analizy zabrakło kilku miesięcy do pełnych 20 lat notowań. Niemniej nominalna wartość stworzona dla akcjonariuszy tego banku od rozpoczęcia notowań wyniosła prawie 90 mld zł, co plasowałoby go również na pierwszym miejscu w najdłuższym zestawieniu.

Warto zauważyć, że we wszystkich trzech okresach najwyższe miejsca zdominowały banki, przede wszystkim PKO BP, Santander Bank Polska SA oraz PEKAO SA. Dla najdłuższego okresu w pierwszej dziesiątce jest ich aż 5 (byłoby 6, jeśli włączylibyśmy również PKO BP). Jest to efekt ich dużego rozmiaru w punkcie wyjścia, ale też bardzo wysokich stóp zwrotu z akcji banków w ostatnich 3-5 latach. Oczywiście dużym spółkom jest „łatwiej” stworzyć duże kwoty, ponieważ nawet niewielki procent z miliardów tworzy miliardowe przyrosty. Niemniej w gronie największych twórców wartości znalazły się też spółki średnich rozmiarów

(na początku okresu), takie jak Budimex, XTB, Kruk, Grupa Kęty, Benefit Systems, czy MCI. Ich obecność cieszy szczególnie, bo są to podmioty kontrolowane przez akcjonariuszy innych niż Skarb Państwa, a to właśnie tych jest całkiem sporo w czołówce, również ze względu na ich duży rozmiar początkowy.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 5 lat – najlepsze wyniki (w mln PLN)

Spółka	Wynik
Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA	30 578,3
Santander Bank Polska SA	27 587,2
Dino Polska SA	27 010,0
Bank Polska Kasa Opieki SA	24 915,3
LPP SA	20 319,6
ING Bank Śląski SA	19 383,8
Budimex SA	17 353,9
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	15 936,3
KGHM Polska Miedź SA	10 432,6
Xtb SA	9 578,3
mBank SA	8 784,2
Bank Handlowy w Warszawie SA	8 301,1
Kruk SA	8 135,4
Grupa Kęty SA	7 459,1
Benefit Systems SA	6 719,3
Alior Bank SA	6 006,1
BNP Paribas Bank Polska SA	5 816,5
Inter Cars SA	5 080,2
Asseco Poland SA	4 979,9
Dom Development SA	3 948,8

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 10 lat – najlepsze wyniki (w mln PLN)

Spółka	Wynik
Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA	38 603,8
Santander Bank Polska SA	34 833,5
ING Bank Śląski SA	30 483,8
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	25 996,6
Orlen SA	22 019,1
Bank Polska Kasa Opieki SA	20 503,1
LPP SA	19 304,9
Budimex SA	19 261,0
CD Projekt SA	13 604,5
Kruk SA	10 355,4
Grupa Kęty SA	9 443,2
KGHM Polska Miedź SA	8 522,6
Benefit Systems SA	7 595,7
BNP Paribas Bank Polska SA	7 469,6
Asseco Poland SA	7 195,9
mBank SA	6 638,3
Inter Cars SA	5 249,7
Dom Development SA	5 213,2
Alior Bank SA	3 878,0
Neuca SA	3 640,0

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 20 lat – najlepsze wyniki (w mln PLN)

Spółka	Wynik
Santander Bank Polska SA	68 936,3
Bank Polska Kasa Opieki SA	58 725,6
KGHM Polska Miedź SA	48 864,9
ING Bank Śląski SA	44 162,6
LPP SA	34 724,4
Orlen SA	29 610,9
mBank SA	23 362,1
Budimex SA	22 159,1
Bank Handlowy w Warszawie SA	16 743,0
CD Projekt SA	14 914,4
Grupa Kęty SA	10 474,1
Asseco Poland SA	10 328,9
Bank Millennium SA	9 287,7
Orange Polska SA	7 704,8
Echo Investment SA	4 761,0
Comarch SA	2 239,1
Stalprodukt SA	2 027,2
MCI Capital Alternatywna Spółka Inwestycyjna SA	1 448,2
Wawel SA	1 429,3
Cognor Holding SA	1 372,1

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Jak wspomniano, największe wartości nominalne stworzyły głównie spółki, które w momencie startu już miały duże rozmiary i były w stanie jeszcze je powiększyć. Trudno ich jednak szukać w zestawieniu największego procentowego wzrostu wartości dla akcjonariuszy w analogicznych okresach. Tu z kolei dominują spółki mniejsze – z mniejszej kwoty przyrosty o mniejsze wartości nominalne mogą prowadzić do znaczącego wyniku procentowego, które często są imponujące. Największe zwroty w horyzoncie 5-letnim wypracowały **Sygnity, Unimot oraz XTB**. W okresie 10 lat na podium znajdują się **11 bit studios, Unimot oraz Cloud**

Technologies. Natomiast w najdłuższym okresie pierwsza trójka wygląda następująco – **CD Projekt, LPP, MCI**, które zwiększyły swoją wartość kilkudziesięciokrotnie w tym czasie i zasługują na wielkie docenienie.

By ograniczyć efekt niskiej bazy i bardzo wysokich wyników procentowych dla najmniejszych spółek, zebraliśmy procentowe przyrosty wartości dla grupy spółek ograniczonej kapitalizacją początkową w wysokości 500 mln zł. Przyjmując takie kryterium, otrzymaliśmy nieco inne zestawienie. W gronie takich większych podmiotów najlepsze wyniki

w ciągu 5 lat wygenerowały **Budimex, Auto Partner oraz Asseco South Eastern Europe**. Dla 10-letniego okresu były to **Benefit Systems, CD Projekt oraz Budimex**, a w najdłuższym horyzoncie 20 lat – **LPP, Budimex i KGHM**. W tym ostatnim przypadku lista jest dość krótka, ponieważ dwadzieścia lat temu liczba spółek o kapitalizacji przekraczającej 500 mln zł nie była zbyt duża. Co więcej, nie wszystkie z nich były w stanie w tym okresie wygenerować wartość dla akcjonariuszy, tym bardziej że punktem początkowym była już zaawansowana hossa.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 5 lat – najlepsze wyniki (zmiana procentowa)

Spółka	Wynik
Sygnity SA	2 272%
Unimot SA	1 878%
Xtb SA	1 837%
Synektik SA	1 591%
Scope Fluidics SA	1 568%
Magna Polonia SA	1 460%
Mirbud SA	1 414%
JRH ASI SA	1 353%
Sunex SA	1 223%
Wikana SA	1 195%
IFirma SA	1 187%
Cloud Technologies SA	1 145%
Getin Holding SA	1 049%
Torpol SA	1 014%
OT Logistics SA	910%
Interbud Lublin SA	900%
Atrem SA	894%
Arctic Paper SA	835%
Mostostal Zabrze SA	829%
Mo-Bruk SA	823%

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 10 lat – najlepsze wyniki (zmiana procentowa)

Spółka	Wynik
11 Bit Studios SA	6 521,1%
Unimot SA	2 781,3%
Cloud Technologies SA	2 406,4%
Mo-Bruk SA	2 245,8%
IFirma SA	1 919,6%
Bloober Team SA	1 706,3%
Columbus Energy SA	1 434,3%
Xplus SA	1 345,8%
JRH ASI SA	1 286,8%
Rainbow Tours SA	1 082,9%
Arctic Paper SA	954,2%
Mirbud SA	909,6%
Ryvu Therapeutics SA	888,5%
Benefit Systems SA	839,0%
Cognor Holding SA	756,6%
CD Projekt SA	749,8%
Tarczyński SA	747,9%
Oponeo.pl SA	710,2%
Decora SA	687,9%
Synektik SA	634,1%

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 20 lat – najlepsze wyniki (zmiana procentowa)

Spółka	Wynik
CD Projekt SA	4 445,4%
LPP SA	3 476,6%
MCI Capital Alternatywna Spółka Inwestycyjna SA	2 528,8%
Budimex SA	2 448,6%
Wawel SA	2 104,4%
Ulma Construcccion Polska SA	1 902,6%
Instal Kraków SA	1 597,2%
Lubawa SA	1 543,0%
KGHM Polska Miedź SA	1 202,6%
Stalprodukt SA	1 137,9%
ING Bank Śląski SA	1 004,3%
Mennica Polska SA	973,2%
Santander Bank Polska SA	852,2%
Przedsiębiorstwo Hydrauliki Siłowej Hydrotor SA	849,2%
Grupa Kęty SA	824,6%
mBank SA	754,9%
Aparator SA	736,9%
Echo Investment SA	731,5%
VRG SA	644,7%
Getin Holding SA	619,6%

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 5 lat – najlepsze wyniki (zmiana procentowa) dla kapitalizacji początkowej ponad 500 mln PLN

Spółka	Wynik
Budimex SA	618,8%
Auto Partner SA	536,5%
Asseco South Eastern Europe SA	399,6%
Dino Polska SA	323,8%
Neuca SA	302,1%
Text SA	279,3%
Dom Development SA	276,6%
Benefit Systems SA	248,5%
Grupa Kety SA	238,4%
Kruk SA	234,8%
Polenergia SA	216,0%
Enter Air SA	215,9%
Playway SA	212,7%
Develia SA	195,5%
Atal SA	177,6%
Asseco Business Solutions SA	175,0%
Inter Cars SA	168,9%
11 Bit Studios SA	157,8%
Newag SA	154,3%
LPP SA	137,8%

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 10 lat – najlepsze wyniki (zmiana procentowa) dla kapitalizacji początkowej ponad 500 mln PLN

Spółka	Wynik
Benefit Systems SA	839,0%
CD Projekt SA	749,8%
Budimex SA	563,1%
Kruk SA	546,6%
Grupa Kety SA	452,4%
Dom Development SA	405,1%
Develia SA	365,7%
Neuca SA	256,3%
Comarch SA	224,7%
ING Bank Śląski SA	223,9%
Inter Cars SA	198,2%
MCI Capital Alternatywna Spółka Inwestycyjna SA	184,2%
Asseco Poland SA	148,6%
Orlen SA	143,7%
Polenergia SA	133,2%
LPP SA	110,0%
Echo Investment SA	109,1%
Stalexport Autostrady SA	101,2%
Newag SA	85,6%
Mennica Polska SA	84,4%

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Wartość stworzona dla akcjonariuszy w okresie 20 lat – najlepsze wyniki (zmiana procentowa) dla kapitalizacji początkowej ponad 500 mln PLN

Spółka	Wynik
LPP SA	3 476,6%
Budimex SA	2 448,6%
KGHM Polska Miedź SA	1 202,6%
ING Bank Śląski SA	1 004,3%
Santander Bank Polska SA	852,2%
Grupa Kęty SA	824,6%
mBank SA	754,9%
Echo Investment SA	731,5%
Getin Holding SA	619,6%
Bank Millennium SA	378,8%
Orlen SA	323,3%
Sanok Rubber Company SA	277,1%
Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA	258,9%
Bank Handlowy w Warszawie SA	247,6%
Boryszew SA	232,4%
Bank Polska Kasa Opieki SA	189,2%
Orange Polska SA	38,4%

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Powyższe podsumowanie może stanowić znaczące wyróżnienie dla zarządów i kadry kierowniczej wymienionych spółek, jak również tych znajdujących się na dalszych miejscach poszczególnych zestawień prezentowanych w tabelach. W ich przypadku zadanie tworzenia wartości dla akcjonariuszy zostało zrealizowane na poziomie wyróżniającym się na tle polskiego rynku kapitałowego.

Jednocześnie zestawienie to pokazuje, jak dobra selekcja spółek może przyczynić się

do ponadprzeciętnych zwrotów dla inwestorów, choć łatwo to ocenić ex-post, ale wybór takiego grona ex-ante jest zawsze bardzo trudny. Czynniki, które sprzyjają tworzeniu wartości, to przede wszystkim wysoki zwrot z kapitału zainwestowanego oraz rosnąca skala biznesu. Ocena tych dwóch aspektów powinna pomagać w doborze inwestycji, które z czasem mogą przynieść podobne rezultaty.

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)

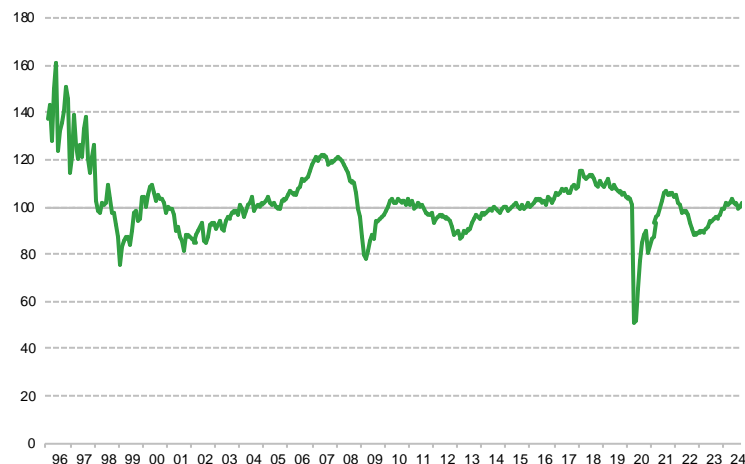
Komisji Europejskiej

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

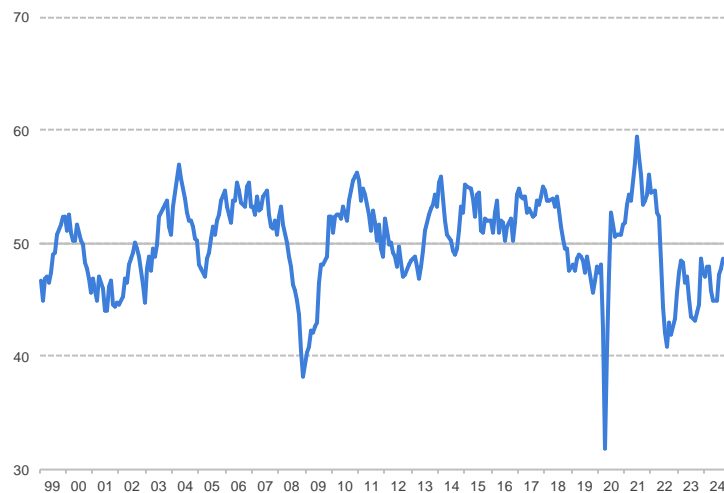
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych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



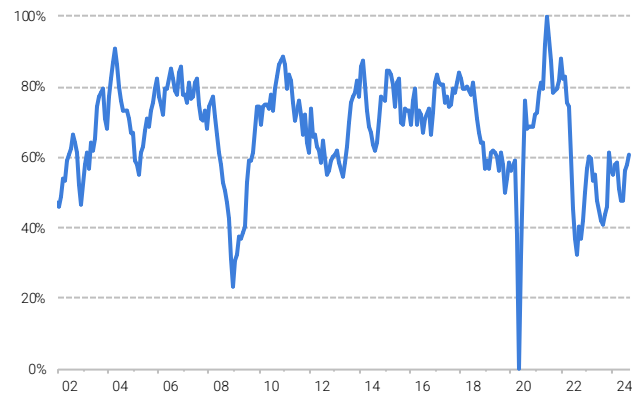
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany



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
- Tworzenie i weryfikacja biznesplanów
- Prognozowanie i planowanie
- Wycena instrumentów finansowych i pochodnych
- Opinia odnośnie do wartości godziwej oraz rynkowości warunków transakcji (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. Korfańskiego 138A
40-156 Katowice
Tel: +48 32 732 00 00