

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

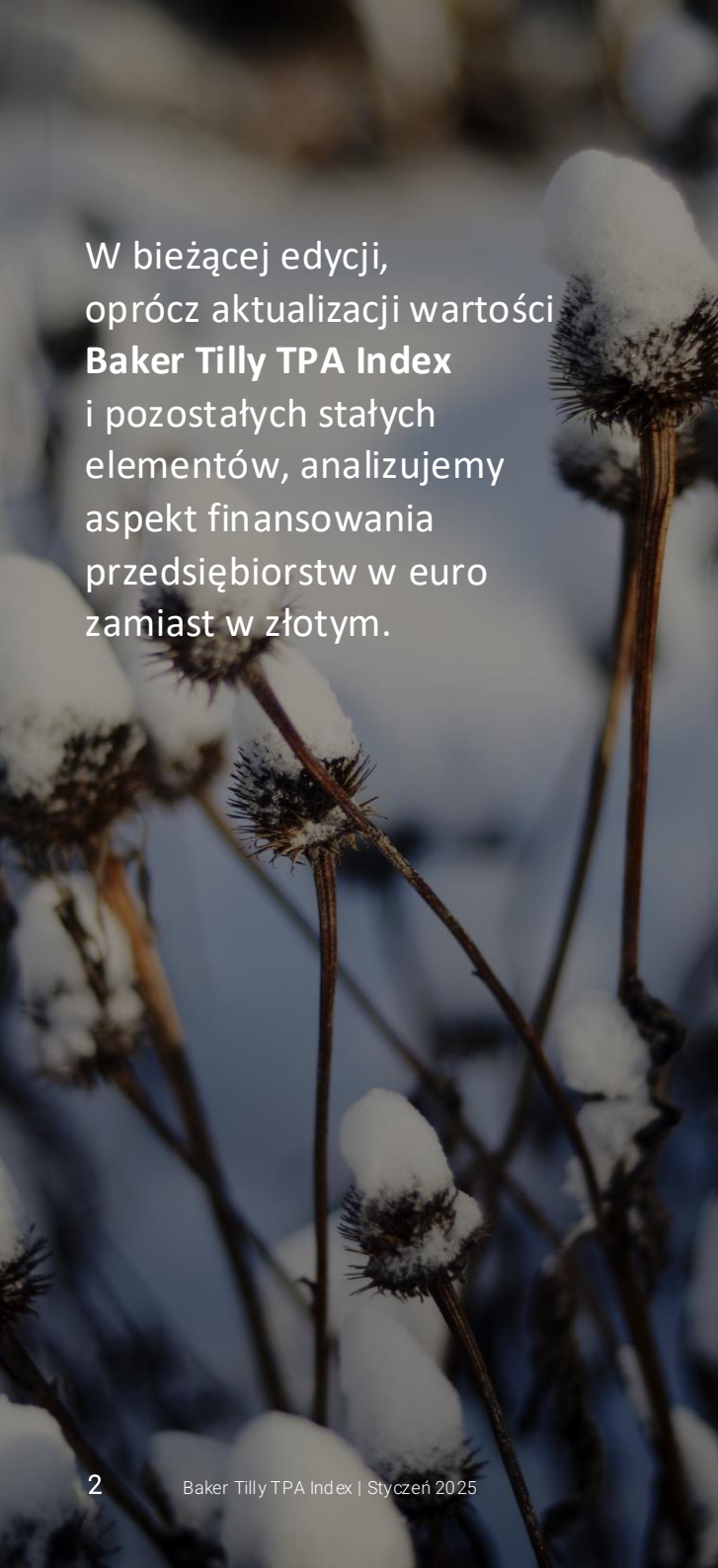
Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Styczeń 2025

Now, for tomorrow





W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji wartości **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, analizujemy aspekt finansowania przedsiębiorstw w euro zamiast w złotym.

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 utrzymywanie się dobrej koniunktury** i nie daje na razie sygnałów ostrzegawczych, które wskazywałyby na rychłe zakończenie cyklu koniunkturalnego.
- **Liczba transakcji M&A utrzymała się na podobnym poziomie** w porównaniu z poprzednim kwartałem. W całym 2024 roku odnotowano 401 transakcji fuzji i przejęć, w porównaniu z 456 transakcjami rok wcześniej. Liczba transakcji w 2024 roku była nieznacznie większa od średniej z ostatnich czterech lat (394 transakcje).
- Główne indeksy giełdowe odnotowały korekty rzędu 1-6% w porównaniu z poprzednim kwartałem, a **mnożniki wycen spółek publicznych pozostają na umiarkowanych poziomach**.
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 10,23%**.

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

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

Podsumowanie IV kwartału 2024 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

2024 rok charakteryzował się stabilnością indeksu, który mieścił się w zakresie 0,60 – 0,64 (średnio 0,62).

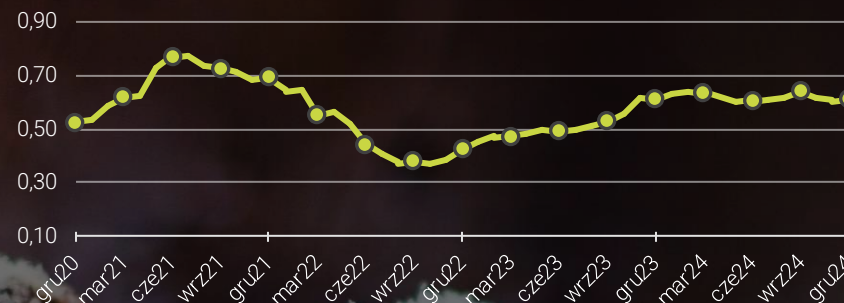
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,61

wrzesień 2024 r. – 0,64

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

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji M&A nieznacznie spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem i znajduje się poniżej średniej z ostatnich trzech lat.

94

III kwartał 2024 r - 98

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

IV kwartał 2024 r.

10,23%

III kwartał 2024 r. – 9,22%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Energetyka
Przemysł

Struktura nabywców w transakcjach w IV kwartale oraz całym 2024 roku



IV kwartał 2024 r.

172 229

podmiotów zagranicznych podmiotów polskich

Mediana EV/EBITDA na GPW

grudzień 2024 r.

6,47x

wrzesień 2024 r. – 6,50x

Mediana EV/Sales na GPW

grudzień 2024 r.

0,85x

wrzesień 2024 r. – 0,80x

2024 rok

53

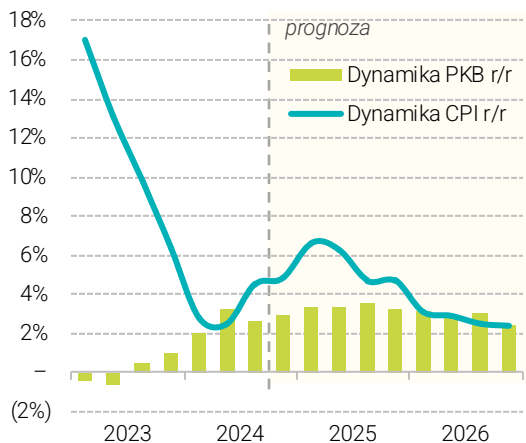
podmiotów polskich

41

podmiotów zagranicznych

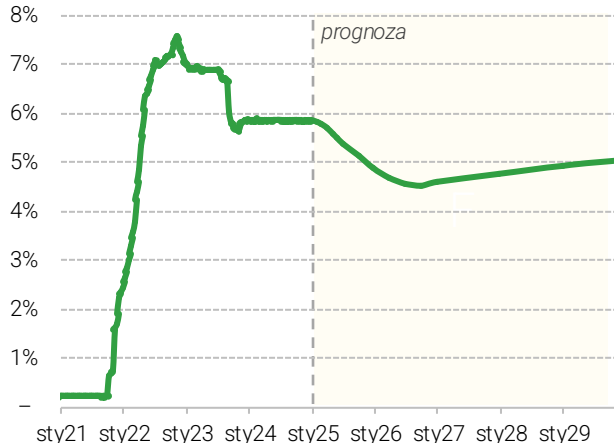
Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie projekcji NBP z listopada 2024 r. (scenariusz dalszego uwolnienia cen nośników energii dla gospodarstw domowych).

WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata

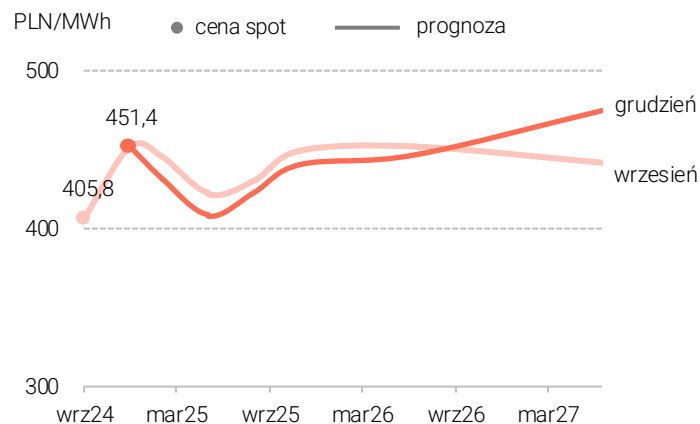


Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv. Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 31.12.2024 r.

Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- W III kwartale bieżącego roku PKB wzrósł o 2,6% r./r., a inflacja wyniosła 4,5%. Zgodnie z prognozą NBP w 2024 r. oczekiwany jest wzrost PKB na poziomie 2,7%, natomiast zgodnie z danymi GUS inflacja w 2024 roku wyniosła 3,6%, czyli nieznacznie powyżej dopuszczalnych odchyłek od celu inflacyjnego.
- Aktualne kwotowania instrumentów finansowych na WIBOR 3M wskazują, że stopa ta w najbliższym czasie będzie spadać i na koniec bieżącego roku ma wynieść około 4,9%.
- Średnia cena energii z dostawą w grudniu bieżącego roku wzrosła o 11,3% w porównaniu z wrześniem i wyniosła 451,4 PLN/MWh. Ceny z dostawą na lata 2025-2026 obniżyły się o 1-3%, jednak ceny na rok 2027 istotnie wzrosły (o 7,3% w porównaniu z cenami z września).

Cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE, wrzesień oraz grudzień 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.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 31.12.2024 r.

Zapadalność	Rentowność
1 rok	5,07%
2 lata	5,11%
3 lata	5,24%
5 lat	5,51%
10 lat	5,90%

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv



Spis treści

6

Baker Tilly TPA
Index

10

Aktywność transakcyjna
i mnożniki wyceny

15

Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?

22

Dodatek specjalny:
Czy finansowanie w euro
może być alternatywą dla
polskich przedsiębiorstw
w otoczeniu wysokich
stóp procentowych
w Polsce?

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 0,61 wobec odczytu 0,64 we wrześniu 2024 r. Przez cały 2024 r. wskaźnik utrzymywał się w przedziale 0,60-0,64, wskazując na stabilizację sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Wzrost gospodarczy nie przyspiesza i czwarty kwartał wykazał zapewne podobne odczyty, jakie obserwowaliśmy w trzecim kwartale – prognozy zakładają wartość ok. 3%. Nie ma również sygnałów pogorszenia, a strefa szczytu koniunkturalnego nie została jeszcze osiągnięta. Aktualnie oczekiwania na 2025 r. implikują najwyższy poziom dynamiki PKB w drugim lub trzecim kwartale 2025 r., zatem moment ten jest już blisko.

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.

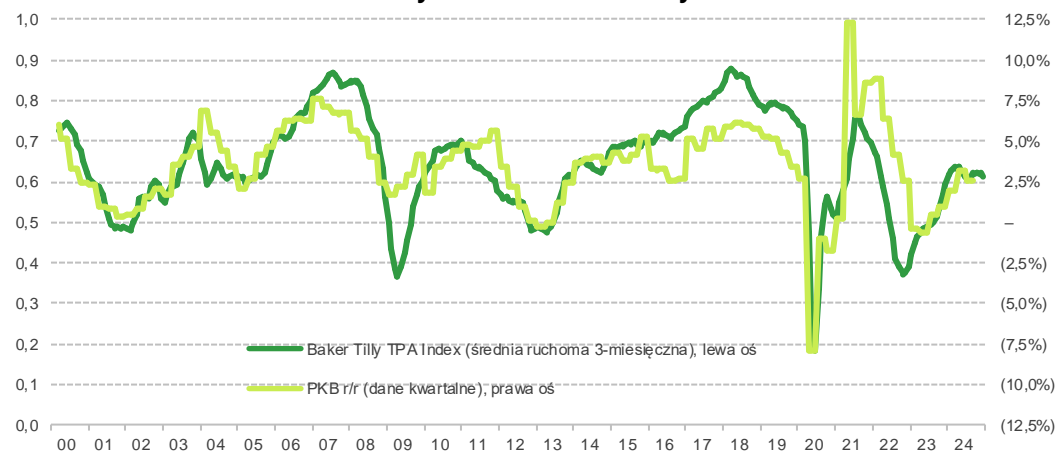
Obecnie wskaźniki znajdują się w zakresie od 52 do 68centyla, zostawiając jeszcze trochę miejsca do wzrostów, zanim będą wskazywać na zakończenie dobrej koniunktury. Stąd też łączny wynik 0,61 dla naszego Baker Tilly TPA Index. Z czterech obserwowanych wskaźników tylko jeden zanotował w tym cyklu odczyty sięgające powyżej 70. centyla swojego zakresu historycznych wartości – jest to ESI Composite. Dla przypomnienia – barierę 70. centyla identyfikujemy jako strefę szczytu koniunkturalnego. Pewne obawy może rodzić fakt, że wszystkie parametry są poniżej swoich najlepszych wyników z ostatnich miesięcy. Dopóki nie będzie to jednak dłuższa i trwała tendencja, nie możemy mówić o skróceniu tego cyklu pod względem zasięgu odczytów.

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

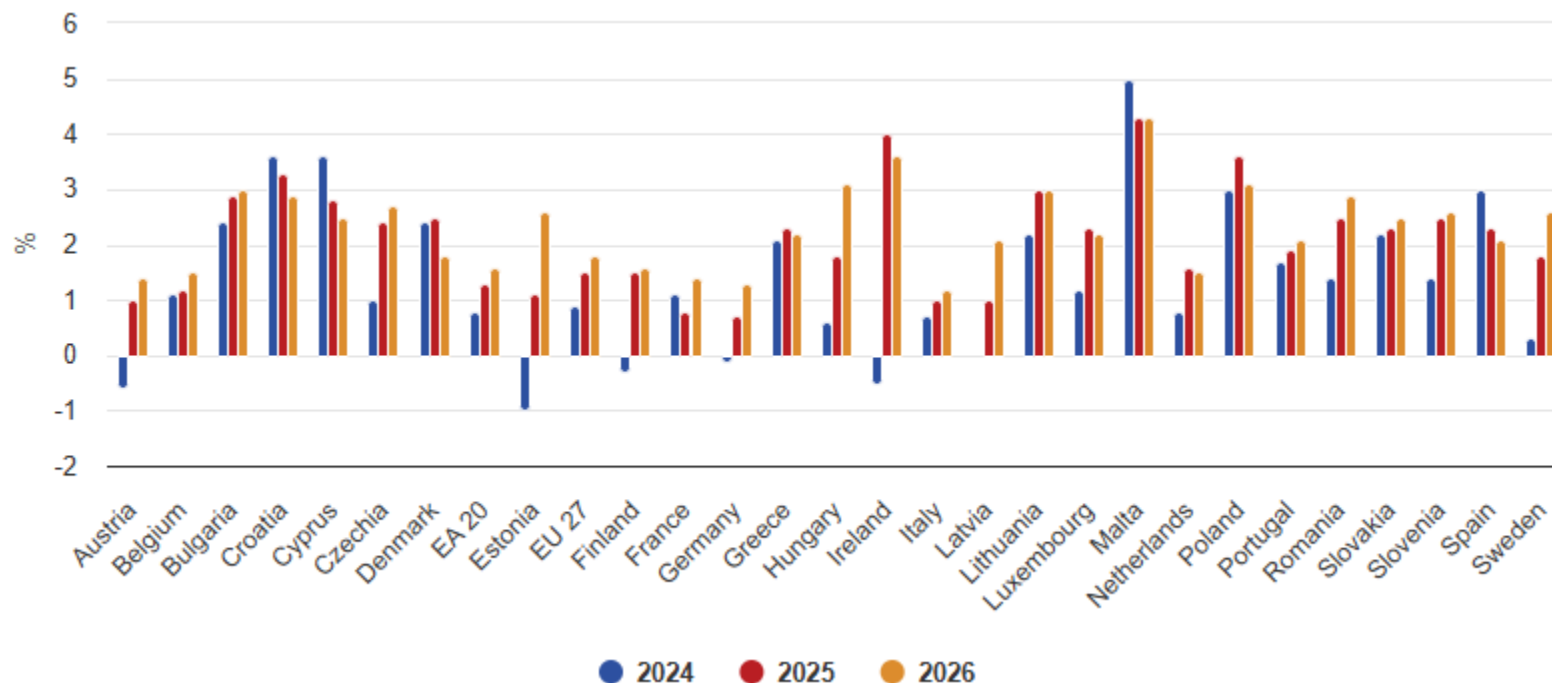
Mimo naszych lokalnych obaw i narzekań, polska gospodarka wciąż zaskakuje na plus i jest wyróżniającym się krajem na tle Europy, a nawet świata. W 2024 r. Polska była jednym z zaledwie pięciu krajów UE (jednym z trzech o istotnej wielkości), które osiągnęły co najmniej 3% wzrostu PKB. Jeszcze lepiej wygląda pod tym względem rok 2025, kiedy prognozowana dynamika dla naszego kraju wynosi ok. 3,5% (zarówno przez NBP jak i przez Komisję Europejską), co przebija ją jedynie Malta i Irlandia. Pokazuje to, jak dobrze radzimy sobie w trudnym globalnym otoczeniu makroekonomicznym.

Efekt taki możliwy jest dzięki bardzo silnemu popytowi wewnętrznemu. Mamy bardzo sprzyjające warunki dla konsumpcji prywatnej – niskie bezrobocie i wysoką dynamikę płac, którą może jeszcze wzmocnić oczekiwane obniżenie stóp procentowych w końcówce roku. Dodatkowo ekspansywna jest polityka fiskalna – w ubiegłym roku deficyt budżetu państwa wyniósł prawdopodobnie blisko 6%, a w 2025 r. planowana nadwyżka wydatków nad wpływami to rekordowe 7,3%. Te dwa czynniki pozwalają osiągnąć bardzo wysoki przyrost PKB, jednak ich efektem ubocznym jest trwająca presja

inflacyjna. Mimo utrzymywanych stosunkowo wysokich stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, inflacja utrzymuje się na poziomie ok. 5%, a w pierwszym półroczu 2025 r. wzrośnie znów powyżej 6%. W efekcie, w bieżącym roku tylko w Słowacji wystąpi wyższa dynamika cen niż w Polsce, a w pozostałych krajach odczyty inflacji będą już w przedziale 2-3%.

Niemniej skumulowany łączny nominalny wzrost PKB (suma realnego wzrostu i inflacji) w latach 2023-2025 wyniesie imponujące 30%.

Prognoza wzrostu PKB w latach 2024-2026 r. w krajach Unii Europejskiej



Źródło: Komisja Europejska, https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/autumn-2024-economic-forecast-gradual-rebound-adverse-environment_en

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Co prawda, oczekiwania odnośnie wzrostu PKB w Polsce w trakcie 2024 r. pogarszały się i obecnie są niższe niż kilka miesięcy temu. Dodatkowo najnowsze dane z gospodarki niemieckiej, naszego głównego partnera handlowego, przyczyniają się do obniżania prognoz – projekcja Bundes Banku z listopada zakłada już praktycznie brak wzrostu w tym roku. Dlatego ostatecznie wyniki mogą być nieco gorsze, gdyż na horyzoncie więcej jest ryzyk niż szans.

Niezmiennie czynnikiem ryzyka dla gospodarki pozostaje geopolityka oraz nowy porządek międzynarodowy

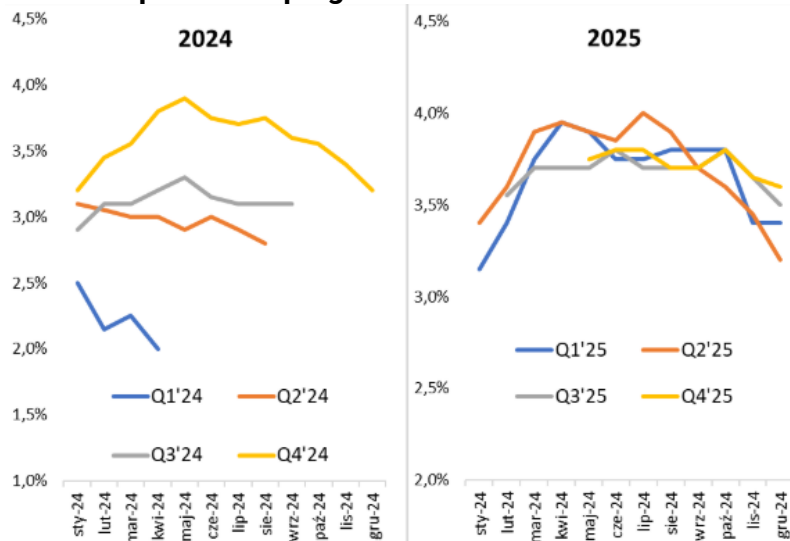
po rozpoczęciu prezydentury przez Donalda Trumpa. Konflikty militarne mogą zostać zastąpione sporami ekonomicznymi, w szczególności wojną handlową na cła i taryfy.

Warunki rynkowe kształtujące aktywność transakcyjną sprzyjają raczej kupującym. Umiarkowane wyceny i raczej drogie finansowanie przy dobrych perspektywach gospodarczych dają szansę na satysfakcjonujące zwroty w dłuższej perspektywie. Jednocześnie zasób kupujących jest ograniczony i konkurencja o projekty/spółki do zakupu nie jest ostra,

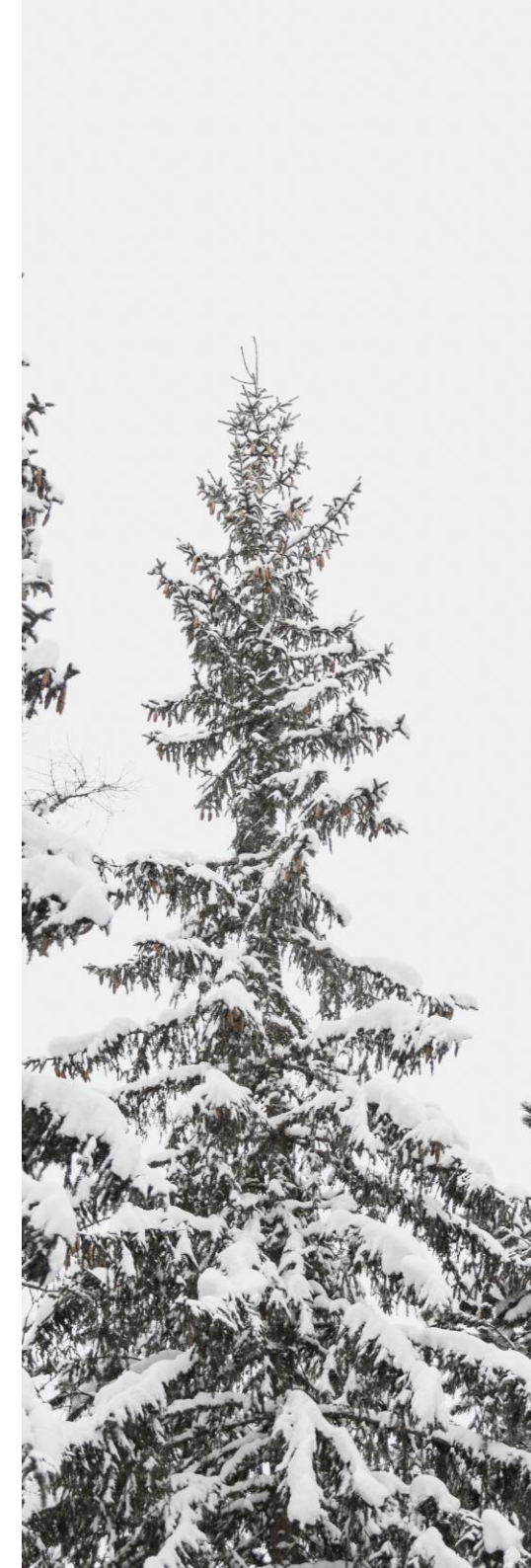
co może wynikać z ryzyka zbliżającego się szczytu koniunktury, które może odstraszać niektórych kupujących.

Z kolei inwestycje realne, zależne oczywiście od specyfiki danej branży i sytuacji poszczególnych podmiotów, powinny wyprzedzać zmiany w gospodarce. Utrzymujący się stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy w latach 2025–2026 wynoszący 3-4% uzasadnia realizację inwestycji rozwojowych, a dodatkowo specyfika rynku pracy będzie wymuszać inwestycje w wydajność i automatyzację.

Rewizje wzrostu PKB w kolejnych kwartałach w trakcie 2024 r. na podstawie prognoz ekonomistów



Źródło: Qnews, <https://qnews.pl/aktualnosc/gielda-gospodarka-szesc-kuczowych-wykresow-na-2025>



Baker Tilly TPA Index

Jak czytać Baker Tilly TPA Index?

Faza cyklu gospodarczego ma bardzo duże znaczenie dla procesów decyzyjnych i strategicznych, ponieważ oddziałuje na wiele obszarów funkcjonowania uczestników rynku. Ocena obecnej fazy wpływać będzie na odpowiedź na wiele pytań. Czy jest to dobry moment na inwestycje, czy nadchodzi spowolnienie i lepiej zachować ostrożność? Czy jest to właściwy czas na sprzedaż działalności lub spółek ze względu na dobrze prosperującą gospodarkę? A może jest to odpowiedni moment na kupno innych przedsiębiorstw w okresie gorszej koniunktury? Również inwestycje portfelowe najlepiej zwiększać w czasie dekoniunktury i spieniężać w szczycie cyklu. Aspekty te są istotne dla przedsiębiorców, zarządów spółek, działów finansowych, inwestorów, ale też audytorów czy doradców.

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

Jest wiele publikacji określających stan koniunktury – przedstawiają je instytucje publiczne, organizacje branżowe oraz inne podmioty prywatne. W przypadku Polski za najbardziej istotne i wiarygodne, a jednocześnie powszechnie dostępne, uznaliśmy dane publikowane przez Komisję Europejską (wskaźnik ESI), GUS (ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej oraz bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej), a także indeks PMI przemysłu. Zebranie tych wskaźników uznaliśmy za wartościowe, gdyż nie wszystkie z nich są na bieżąco obserwowane przez podmioty gospodarcze, a mają one duże znaczenie dla podejmowania długoterminowych

decyzji ekonomicznych. Aktualna wartość tych wskaźników prezentowana jest przez ich dostawców w każdym miesiącu. W niniejszej publikacji, którą aktualizujemy w cyklu kwartalnym, dokonujemy podsumowania bieżących odczytów wymienionych wskaźników, jak również ich agregacji do jednego indeksu określającego uśrednione wskazanie fazy cyklu koniunkturalnego. Szczegóły dotyczące wyznaczania wartości zagregowanej wskaźnika przedstawione zostały poniżej, a opis wykorzystanych wskaźników znajduje się w załączniku.

Ponieważ wskaźniki te przyjmują wartości w różnym stopniu oscylujące wokół 0, 100 lub 50, ich bieżąca wartość może nie być jednoznaczna w interpretacji dla wszystkich odbiorców bez analizy odczytów w długim terminie. Trudno bowiem określić, czy obecny poziom oznacza dobry czy bardzo dobry stan gospodarki lub analogicznie – słaby czy bardzo słaby stan koniunktury. Dlatego postanowiliśmy ujednolicić (znormalizować) te wskazania w odniesieniu do historii odczytów dla każdego wskaźnika. Na bazie historycznych wyników co miesiąc określamy, gdzie znajduje się bieżąca wartość w przedziale od 0 do 100%

zakresu wyznaczanego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie 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 IV kwartale 2024 r. aktywność transakcyjna nieznacznie spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem i znajduje się poniżej średniej z ostatnich trzech lat.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce 94 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

W całym 2024 roku odnotowano 401 transakcji fuzji i przejęć, w porównaniu z 456 transakcjami rok wcześniej. Liczba transakcji w 2024 roku była nieznacznie większa od średniej z ostatnich czterech lat (394 transakcje).

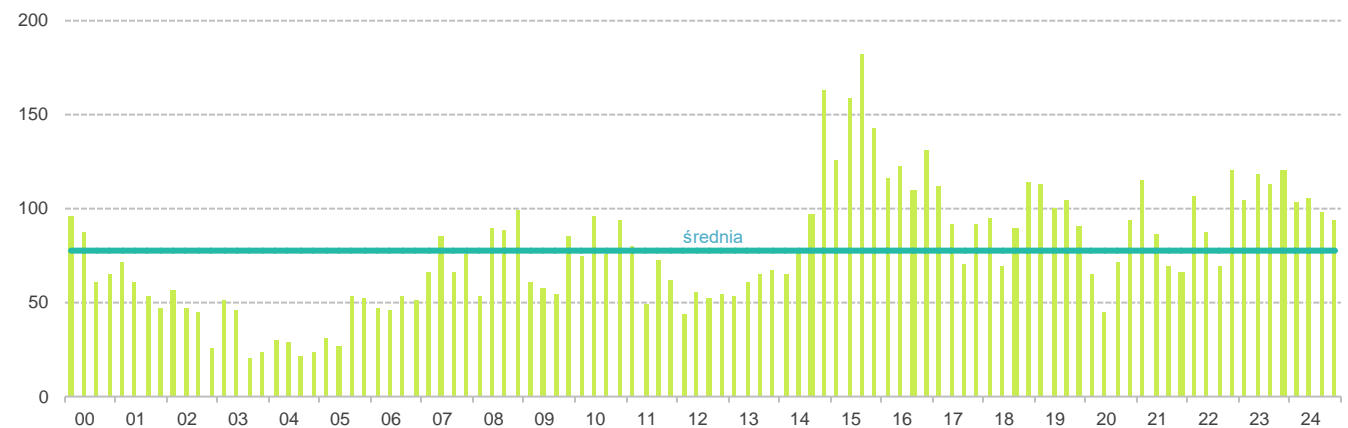
W IV kwartale bieżącego roku zrealizowano 94 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 98 transakcjami kwartał wcześniej oraz 121 transakcjami w analogicznym kwartale roku poprzedniego.

Liczba transakcji przeprowadzonych przez podmioty zagraniczne w porównaniu z poprzednim kwartałem spadła. Były one odpowiedzialne za 41 transakcji w IV kwartale 2024 r. w porównaniu z 47 transakcjami kwartał wcześniej. Liczba transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty utrzymała się natomiast na podobnym poziomie i wyniosła 51 transakcji w III kwartale oraz 53 transakcje w IV kwartale 2024 r. Udział transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty w IV kwartale 2024 r. wyniósł 56% w porównaniu z 52% kwartał wcześniej.

Dla III kwartału 2024 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miało wtedy miejsce 98 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

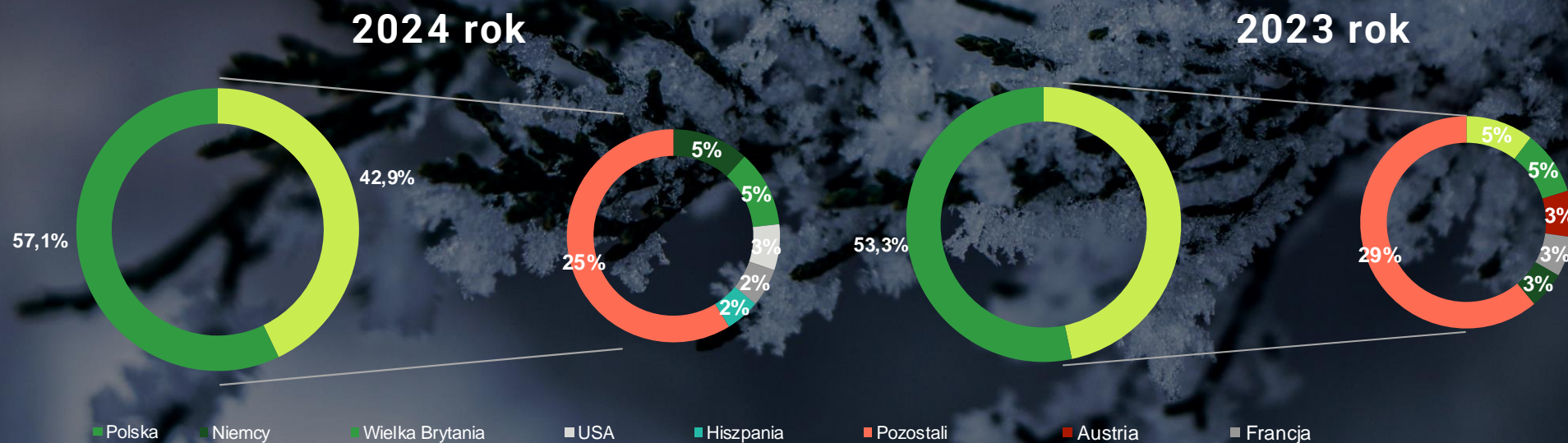
W IV kwartale 2024 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 44% transakcji, mniej niż średnia z ostatnich trzech lat (około 47% transakcji) oraz mniej niż w poprzednim kwartale (48%).

W całym 2024 r. udział inwestorów zagranicznych wyniósł 43%, co stanowi spadek o blisko 4 punkty procentowe w porównaniu z 2023 r.

W IV kwartale wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z Niemiec (8 transakcji) oraz Hiszpanii i Czech (po 5 transakcji).

Najwięcej transakcji w całym 2024 r. przeprowadziły podmioty z Wielkiej Brytanii oraz Niemiec (po 20 transakcji). W dalszej kolejności mamy nabywców z USA (12 transakcji), Szwecji (10 transakcji), oraz Hiszpanii (9 transakcji).

Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w IV kwartale 2024 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii, które były odpowiedzialne za 16% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory energetyki (14% udziału) oraz przemysłu (13%).

W III kwartale wysoką popularnością na tle całej historii transakcyjnej cieszyły się sektory technologii, przemysłu oraz usług i produktów konsumenckich.

Podział transakcji ze względu na sektory

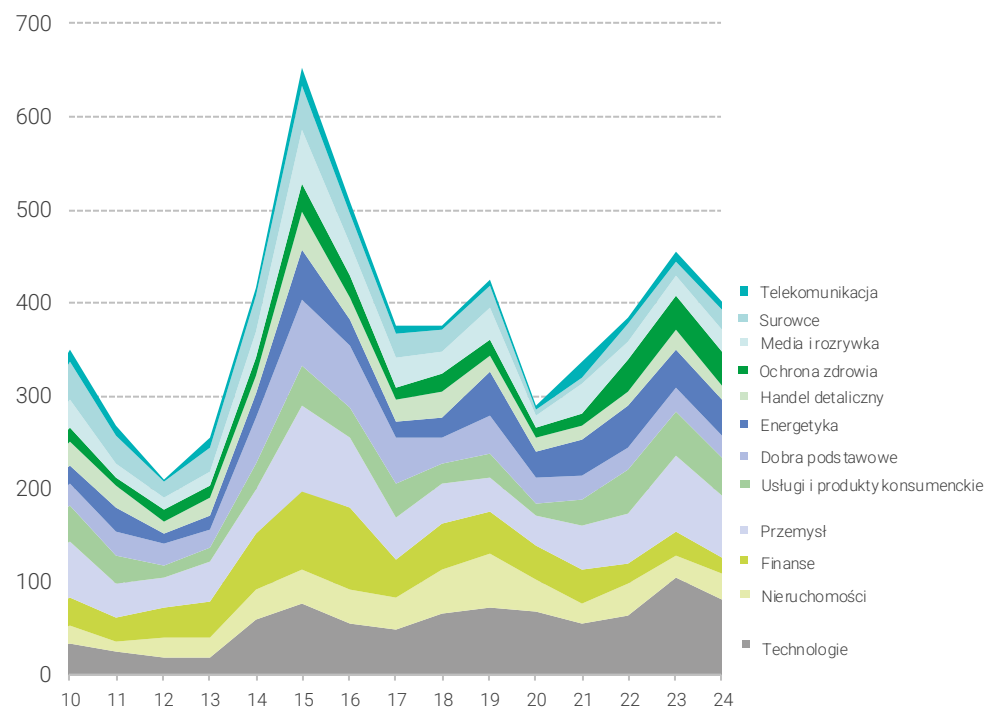
	2000 - 2024	2023	2024	3Q 2024	4Q 2024
Dobra podstawowe	8%	5%	6%	7%	3%
Usługi i produkty konsumenckie	10%	11%	10%	9%	10%
Energetyka	8%	9%	10%	11%	14%
Finanse	12%	5%	5%	5%	5%
Ochrona zdrowia	5%	8%	9%	8%	9%
Technologie	13%	23%	20%	18%	16%
Przemysł	14%	18%	16%	18%	13%
Surowce	8%	3%	5%	7%	5%
Media	7%	5%	6%	3%	5%
Nieruchomości	7%	5%	7%	7%	11%
Handel detaliczny	5%	5%	4%	4%	5%
Telekomunikacja	3%	2%	2%	1%	4%
Łącznie transakcji	7759	456	401	98	94

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

Poniższy wykres ukazuje zmiany w liczbie transakcji na przestrzeni lat 2010–2024 w podziale na sektory. Największa liczba transakcji w 2024 r., podobnie jak w roku poprzednim, dotyczyła spółek technologicznych. Stanowiły one 20% wszystkich transakcji w 2024 r. W porównaniu z 2023 r. zauważalny był rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze surowców, którego udział wzrósł z 3% do 5% oraz nieruchomości – wzrost z 5% do 7%.

Największy spadek odnotował sektor technologii, jednak nadal udział tego sektora znajduje się na wysokim poziomie w porównaniu z historycznymi wartościami.

Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2010–2024



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Wyceny na GPW w Warszawie

W IV kwartale 2024 r. główne indeksy giełdowe kontynuowały spadki z trzeciego kwartału po okresie hossy, który trwał 20 miesięcy. Indeksy zanotowały wartości o 1-6% niższe w porównaniu z końcem poprzedniego kwartału.

Pomimo spadków analizowane indeksy (poza WIG20) znajdują się na względnie wysokich poziomach w porównaniu z historycznymi notowaniami.

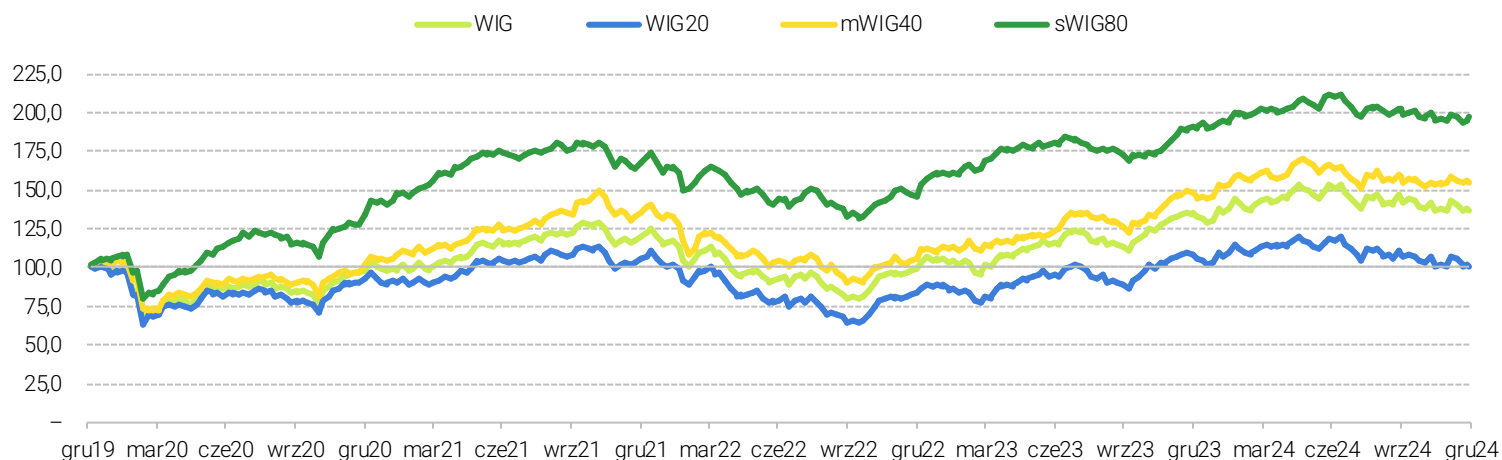
Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec IV kwartału wartość 2.192,01 pkt. W stosunku do końca III kwartału 2024 r. indeks spadł o 5,7% i aktualnie znajduje się 14,4% poniżej wartości z końca czerwca 2024 r. oraz jedynie 1,9% powyżej poziomu z 31.12.2019 r.

Indeksy sWIG80 oraz mWIG40 spadły odpowiednio o 2,6% oraz 1,3% kw./kw., natomiast indeks WIG odnotował spadek o 4,4% kw./kw.

W całym 2024 roku największym wzrostem charakteryzował się indeks spółek średnich (mWIG40), który wzrósł o 5,8% r./r., natomiast najgorzej poradził sobie WIG20, grupujący największe spółki, który zanotował spadek o 6,4% r./r.

Kluczowe dla przyszłych notowań powinno być zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza i geopolityczna. Rok 2024 przyniósł stabilizację poziomu indeksów w porównaniu ze wzrostami na poziomie 30-40% w 2023 roku.

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

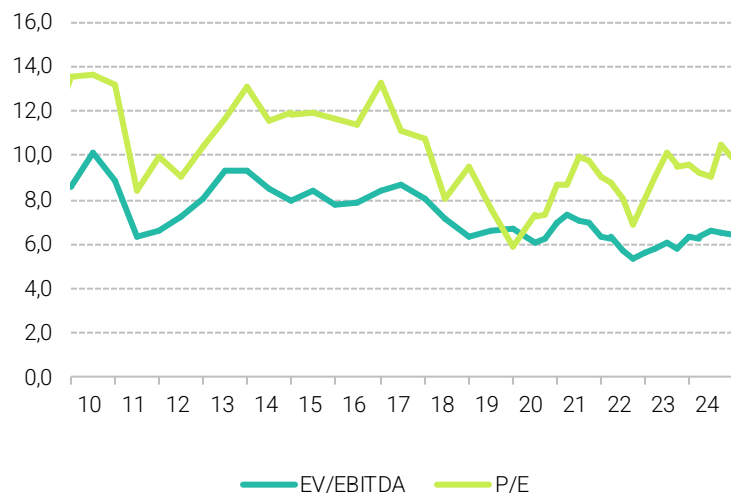
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W IV kwartale 2024 r. mnożniki wyceny na GPW bazujące na wyniku EBITDA oraz zysku netto odnotowały niewielkie spadki. Wskaźniki nadal pozostają na historycznie niskich lub umiarkowanych poziomach. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła wartość 6,47x na koniec IV kwartału 2024 r. w porównaniu z 6,50x na koniec poprzedniego kwartału oraz 6,32x na koniec 2023 r. Wskaźnik pozostaje wciąż na niskich poziomach wobec długoterminowej średniej. Natomiast EV/Sales wzrósł do 0,85x i jest nieznacznie poniżej poziomu długoterminowej średniej.

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych, P/E (cena do zysku na akcję), wyniosła 9,8 (vs. 10,5x na koniec III kwartału 2024 roku oraz 9,6x na 31.12.2023 r.)¹ i znajduje się w okolicy długoterminowej średniej.

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 wzroście premii za ryzyko rynkowe oraz rentowności obligacji skarbowych obecną przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce szacujemy na

10,23%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,6%
Banki uniwersalne	10,9%
Budowlany	12,1%
Chemiczny (podstawowy)	8,8%
Chemiczny (specjalistyczny)	11,1%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	11,7%
Części samochodowe	11,8%
Deweloperski	9,0%
Dystrybucja ropy/gazu	8,3%
Edukacja	8,8%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	11,1%
Elektronika (ogólna)	11,3%

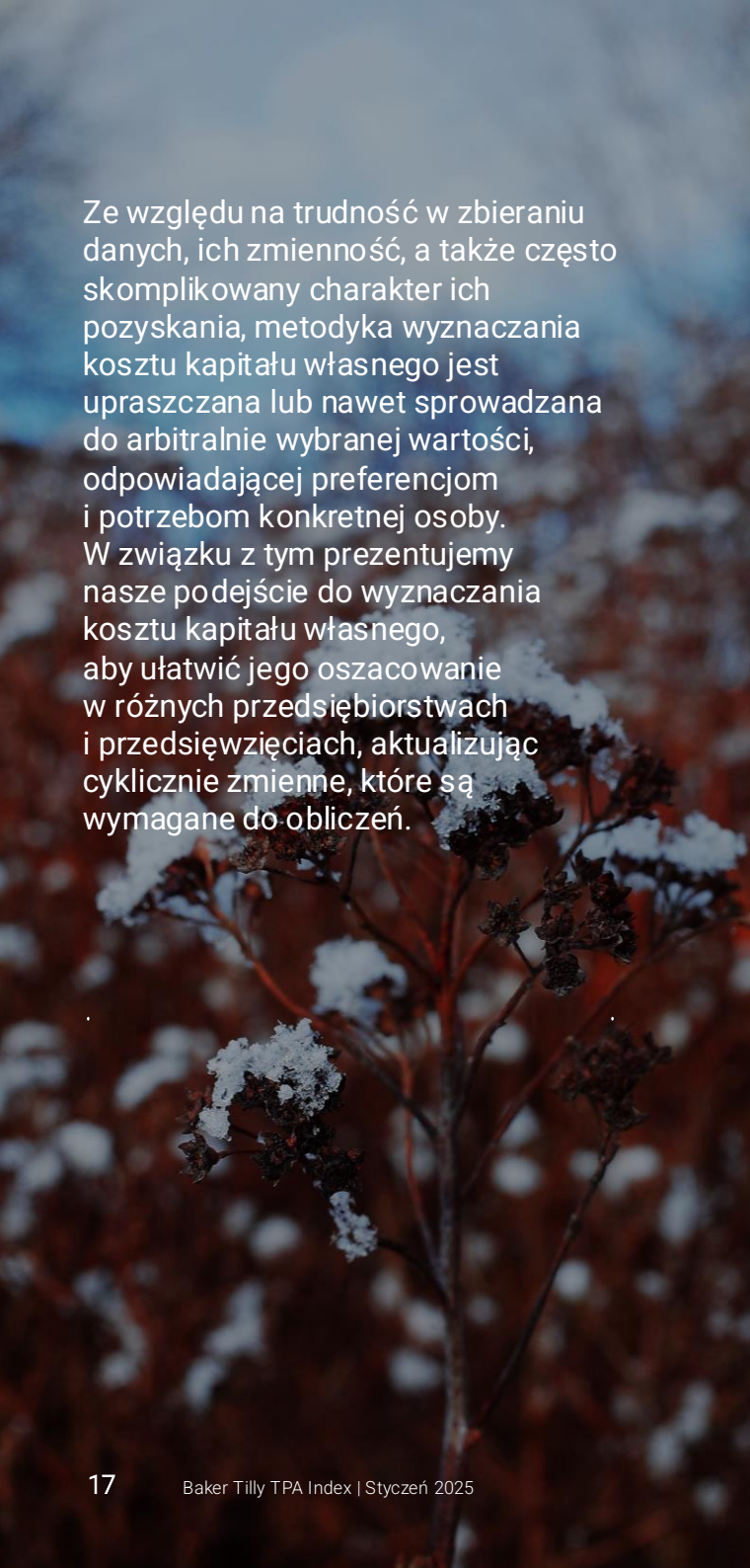
Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	8,9%
Energia odnawialna	9,4%
Farmaceutyczny	10,8%
Handel detaliczny	10,0%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,7%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	10,9%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	10,6%
Handel detaliczny (online)	10,2%
Hotele i hazard	11,4%
Hurtownicy żywności	9,2%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	9,5%
Inżynieria/budownictwo	10,0%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Kanalizacja i ścieki	9,7%
Komputery / urządzenia peryferyjne	10,5%
Leki (biotechnologia)	11,7%
Maszynowy	11,1%
Materiały budowlane	10,3%
Podwykonawcy budowlani	10,3%
Meble / wyposażenie domu	9,4%
Metale i górnictwo	10,6%
Metale szlachetne	10,8%
Militaria/obronność	11,0%
Napoje alkoholowe	8,5%
Napoje bezalkoholowe	8,7%
Nieruchomości	10,1%
Obuwie	11,6%
Odzież	10,3%
Opakowania	9,3%
Opony	10,3%
Oprogramowanie (Internet)	11,0%
Oprogramowanie (rozrywka)	11,0%
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	10,5%
Papierowy i drzewny	8,9%
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	9,3%
Półprzewodniki	12,9%

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	9,2%
Telewizja	10,3%
Telewizja kablowa	10,8%
Transport	9,5%
Transport kolejowy	10,0%
Transport lotniczy	12,2%
Transport samochodowy	10,3%
Tytoń	8,4%
Ubezpieczenia (majątkowe)	8,2%
Ubezpieczenia (ogólne)	9,6%
Ubezpieczenia (życie)	10,6%
Usługi biznesowe i konsumenckie	10,1%
Usługi dla nieruchomości	9,9%
Usługi finansowe	10,3%
Usługi informacyjne	11,9%
Usługi informatyczne	10,3%
Usługi środowiskowe i odpadowe	11,0%
Usługi telekomunikacyjne	9,8%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	9,4%
Użyteczności publicznej	9,9%
Węgiel	11,5%
Wydawnictwa i gazety	9,5%



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 31.12.2024 r. ich rentowność wyniosła 5,90% (w porównaniu z 5,28% na 30.09.2024 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 4,33% (vs. 3,94% na 30.09.2024 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 10,23%.

Wzrost kosztu kapitału w porównaniu z 30.09.2024 r. wynikał głównie z wyższej rentowności obligacji 10-letnich oraz w mniejszym stopniu ze wzrostu 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 5,90%)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,33%)

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 4,84%. Dla waluty EUR będzie to 2,36%, 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 dzień 31.12.2024 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,90%
r_f	
PLN	4,84%
EUR	2,36%
USD	4,34%
CRP	
Polska	1,13%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,80%
Hiszpania	2,13%
MRP	4,33%
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	0,4	0,2
Banki uniwersalne	1,1	0,4
Budowlany	1,4	1,4
Chemiczny (podstawowy)	0,7	0,5
Chemiczny (specjalistyczny)	1,2	1,1
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1,3	0,9
Części samochodowe	1,4	0,9
Deweloperski	0,7	0,5
Dystrybucja ropy/gazu	0,6	0,4
Edukacja	0,7	0,6
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1,2	1,2
Elektronika (ogólna)	1,2	1,2
Energetyka	0,7	0,5
Energia odnawialna	0,8	0,5
Farmaceutyczny	1,1	1,0
Handel detaliczny	1,0	0,8
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	1,1	0,9
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1,2	0,8
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1,1	0,9
Handel detaliczny (online)	1,0	0,5
Hotele i hazard	1,3	1,1

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

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

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

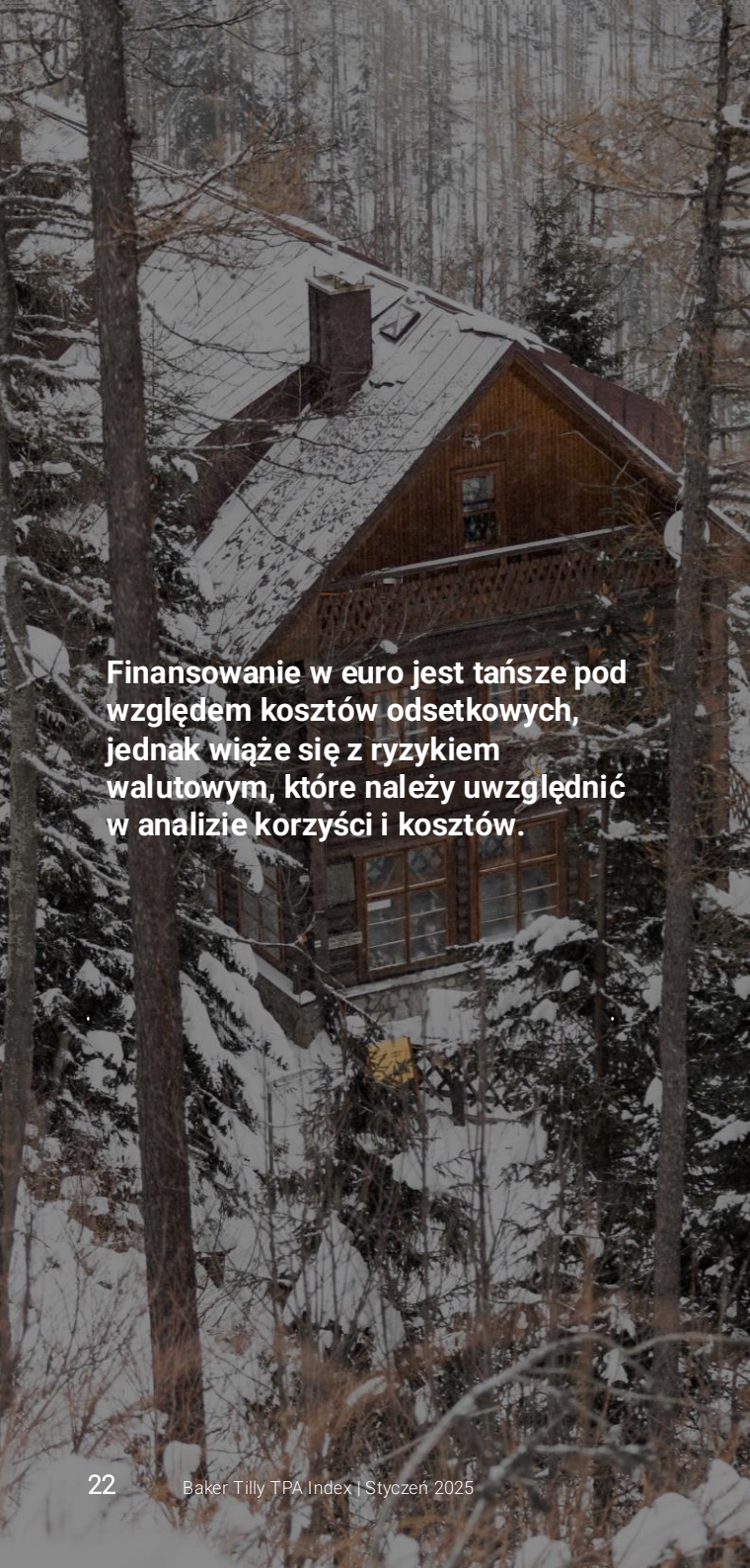
Sektor	Beta	Beta aktywów
Sprzęt elektryczny	1,3	1,2
Sprzęt i usługi biurowe	0,7	0,6
Sprzęt telekomunikacyjny	0,9	1,0
Sprzęt wydobywczy	1,2	1,1
Stalowy	1,0	0,9
Szpitaly /placówki opieki zdrowotnej	0,6	0,2
Technologie dla ochrony zdrowia	1,1	1,0
Telekomunikacja	0,8	0,4
Telewizja	1,0	0,9
Telewizja kablowa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

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

Sektor	Beta	Beta aktywów
Usługi finansowe	1,0	0,4
Usługi informacyjne	1,4	0,8
Usługi informatyczne	1,0	1,0
Usługi środowiskowe i odpadowe	1,2	0,9
Usługi telekomunikacyjne	0,9	0,5
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0,8	0,6
Użyteczności publicznej	0,9	0,5
Węgiel	1,3	1,4
Wydawnictwa i gazety	0,8	0,7

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





Finansowanie w euro jest tańsze pod względem kosztów odsetkowych, jednak wiąże się z ryzykiem walutowym, które należy uwzględnić w analizie korzyści i kosztów.

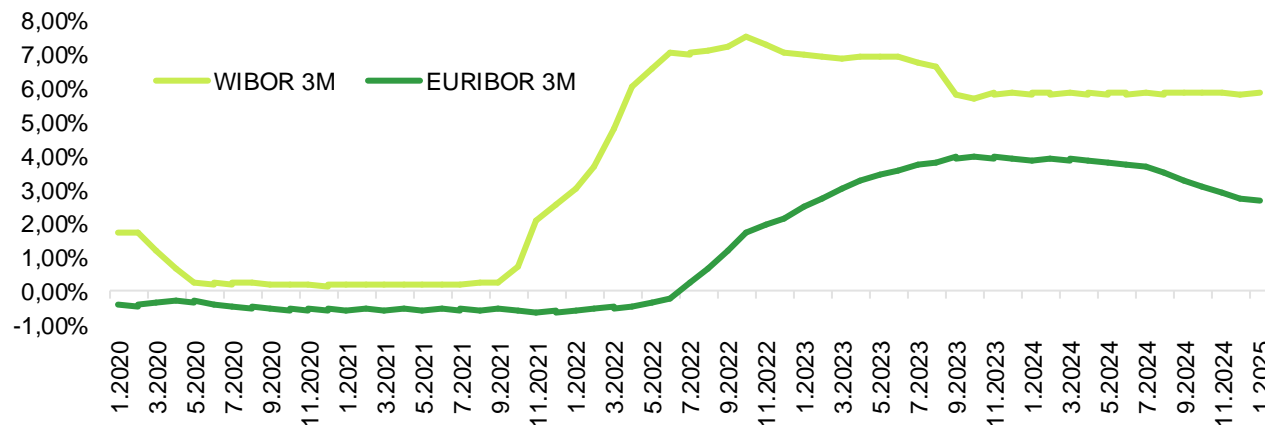
Czy finansowanie w euro może być alternatywą dla polskich przedsiębiorstw w otoczeniu wysokich stóp procentowych w Polsce?

Jednym z istotnych problemów dla polskich przedsiębiorstw są stosunkowo wysokie koszty finansowania dłużnego denominowanego w złotym. Po okresie historycznie niskich stóp procentowych w latach 2020-2021, kiedy stopy bazowe były jedynie minimalnie powyżej zera, od blisko trzech lat mamy do czynienia z podwyższonymi stopami procentowymi, będącymi reakcją banku centralnego na wysokie odczyty inflacji. Wzrost cen w tempie przekraczającym 10% zmusił Radę Polityki Pieniężnej do zaostrzenia polityki monetarnej i wzrostu stóp procentowych do maksymalnego poziomu 6,75%. Dzięki złagodzeniu dynamiki cen do ok. 5%, od tamtej pory nastąpił spadek stopy referencyjnej do 5,75%. Mimo to, nadal uważana jest ona za bardzo wysoką, ponieważ po uwzględnieniu marży kredytowej

finansowanie w złotym kosztuje polskie przedsiębiorstwa od 7% w przypadku podmiotów o najwyższej ocenie kredytowej do nawet kilkunastu procent dla kredytobiorców o wyższym ryzyku dla banków.

Co istotne, odczucie to jest spowodowane zakotwiczeniem na stopach z okresu rekordowo niskich stóp procentowych w historii Polski. Spojrzenie na dłuższy okres pozwala stwierdzić, że obecny poziom stóp procentowych mieści się w przedziale typowych wartości z poprzednich lat. Między 2003 r. a 2015 r. utrzymywały się one w przedziale od ok. 2,5% do ponad 6%. Dlatego historycznie obecny poziom nie jest nadzwyczajny, niemniej stanowi istotne wyzwanie dla budżetów przedsiębiorstw, szczególnie w otoczeniu utrzymującej się presji płacowej i wysokich cen energii.

Wartość stopy procentowej – WIBOR3M oraz EURIBOR3M



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

W takiej sytuacji pojawia się pytanie o możliwości zredukowania tego kosztu, co może być zrealizowane przez finansowanie w innych walutach. Poziom stóp bazowych w Polsce jest bowiem jednym z najwyższych w Europie. Jedynie na Węgrzech i w Rumunii obserwujemy zbliżone wartości w okolicach 6%. Natomiast pozostałe kraje Europy cieszą się znacznie tańszym finansowaniem – od 0,5% w Szwajcarii, przez 2%-3% w strefie euro, Danii, Bułgarii i Szwecji do ok. 4% w Czechach, Wielkiej Brytanii i Norwegii. Co więcej, w innych krajach następują już procesy poluzowania monetarnego, czyli obniżania stóp procentowych. Tymczasem w Polsce nie są spodziewane istotne zmiany w polityce monetarnej w perspektywie co najmniej najbliższych kilku miesięcy. Jednak nawet jeśli spadki nastąpią, nie było jeszcze w przeszłości okresu, w którym Polska cieszyłaby się niższymi stopami procentowymi niż strefa euro. Zawsze występowała mniejsza lub większa różnica na korzyść euro (między 1 a 5 punktów procentowych, co widać na wykresie na poprzedniej stronie), więc można zakładać, że w najbliższych latach będzie podobnie. Największy sens, by zmniejszyć koszt finansowania, miałyby zatem pozyskiwanie środków w euro lub w franku szwajcarskim, które cieszą się najniższymi stopami bazowymi. Czy to jednak dobry pomysł?

Wartość stopy bazowej dla wybranych krajów Europy (dla Polski WIBOR3M) na dzień 17.01.2025 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Kredyt w euro – zalety i wady

Do głównych korzyści płynących z takiego zobowiązania należą:

- Niższe oprocentowanie: kredyty denominowane w euro oferują korzystniejsze warunki oprocentowania niż kredyty w polskich złotych. Bieżące odsetki będą mniejsze, ponieważ oparte będą o niższą stopę referencyjną.
- Korzyści dla firm międzynarodowych: Przedsiębiorstwa, które prowadzą handel z krajami strefy euro, mogą naturalnie preferować kredyty w tej walucie, ponieważ wpływy i wydatki są realizowane w euro. Dzięki temu firma eliminuje lub przynajmniej zmniejsza ryzyko walutowe, które pojawia się przy kredytach denominowanych w innych walutach.
- Zabezpieczenie przed wysoką inflacją w Polsce: Kredyt w euro może być atrakcyjny w okresach wysokiej inflacji w Polsce, ponieważ oprocentowanie euro jest zależne od wartości inflacji w strefie euro, która charakteryzuje się

niższymi wartościami i mniejszą amplitudą niż w Polsce. Ma to istotne znaczenie, biorąc pod uwagę nie ustępującą presję inflacyjną w naszym kraju i strukturalne czynniki wspierające ją w długim terminie (rozgrzany rynek pracy, wysokie ceny energii, silny popyt wewnętrzny).

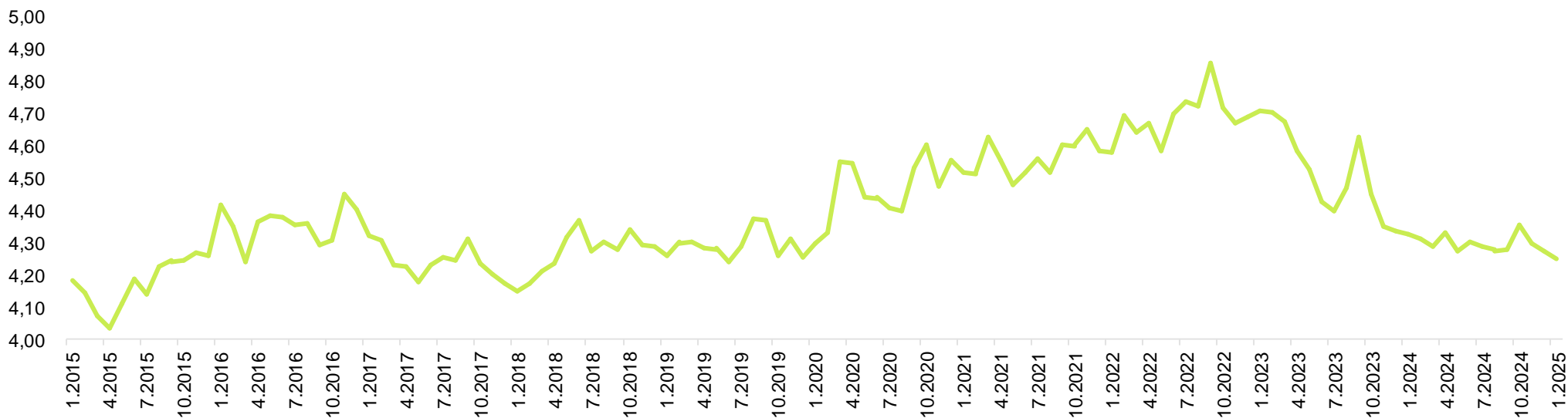
Refinansowanie lub zaciągnięcie kredytu w euro niesie ze sobą pewne istotne ryzyka.

- Ryzyko kursowe: Główne ryzyko związane z kredytem w euro to ryzyko walutowe. W przypadku, gdy firma generuje przychody i koszty w polskich złotych (PLN), musi liczyć się z ryzykiem zmiany kursu wymiany pomiędzy euro a złotym, ponieważ spłaty realizowane są po bieżącym kursie EURPLN. Jeśli złoty osłabia się względem euro, przedsiębiorstwo będzie zmuszone do spłaty wyższych rat kredytowych w przeliczeniu na złote. Zmiana kursu może zmniejszyć korzyść z niższych stóp procentowych lub ją całkowicie wyeliminować, a w najbardziej niekorzystnym scenariuszu spowodować nawet zwiększenie całkowitego wydatku

na obsługę zadłużenia ponad ten, który wynikałby z finansowania w złotym. Co prawda, w ostatnich dwóch latach złoty umacniał się, dając dodatkową korzyść kredytobiorcom zadłużonym w euro, jednak tendencja ta może w każdej chwili odwrócić się z powodu różnych czynników o charakterze politycznym i makroekonomicznym. Wcześniej, w latach 2015-2022 trend był odwrotny i złoty sukcesywnie osłabiał się wobec euro. Ryzyko to można jednak zabezpieczyć, o czym piszemy poniżej.

- Zmiany w polityce monetarnej ECB: Kredyty w euro są zwykle związane z oprocentowaniem zależnym od stóp procentowych ustalanych przez Europejski Bank Centralny (ECB). Zmiany w polityce ECB mogą wpływać na wysokość oprocentowania kredytu, zwłaszcza w przypadku kredytów o zmiennej stopie procentowej. Ryzyko to w krótkim terminie jest ograniczone, ponieważ ECB jest obecnie w cyklu obniżek stóp procentowych, a zmiana tendencji może nastąpić dopiero w dłuższej perspektywie.

Kurs EURPLN od 2015 r., dane miesięczne



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters.

Ryzyko walutowe przy finansowaniu w euro

Pozostawienie otwartej pozycji walutowej (niezabezpieczonej) związanej z finansowaniem w euro powoduje powstanie ryzyka walutowego. Można oczywiście przyjąć to ryzyko i zgodzić się na konsekwencje zmiany kursu – korzystne w przypadku utrzymania bieżącego poziomu wymiany lub aprecjacji złotego oraz negatywne (może nawet bardzo) w sytuacji osłabienia złotego. Strategia ta jest dość ryzykowna i może sobie na nią pozwolić tylko podmiot o silnej pozycji finansowej zdolny do udźwignięcia ewentualnej straty, które w skrajnym przypadku mogą sięgać pewnie nawet 20% wartości zobowiązania.

Alternatywą jest zabezpieczenie zmian kursu EUR/PLN przez instrumenty pochodne. Służą do tego kontrakty terminowe

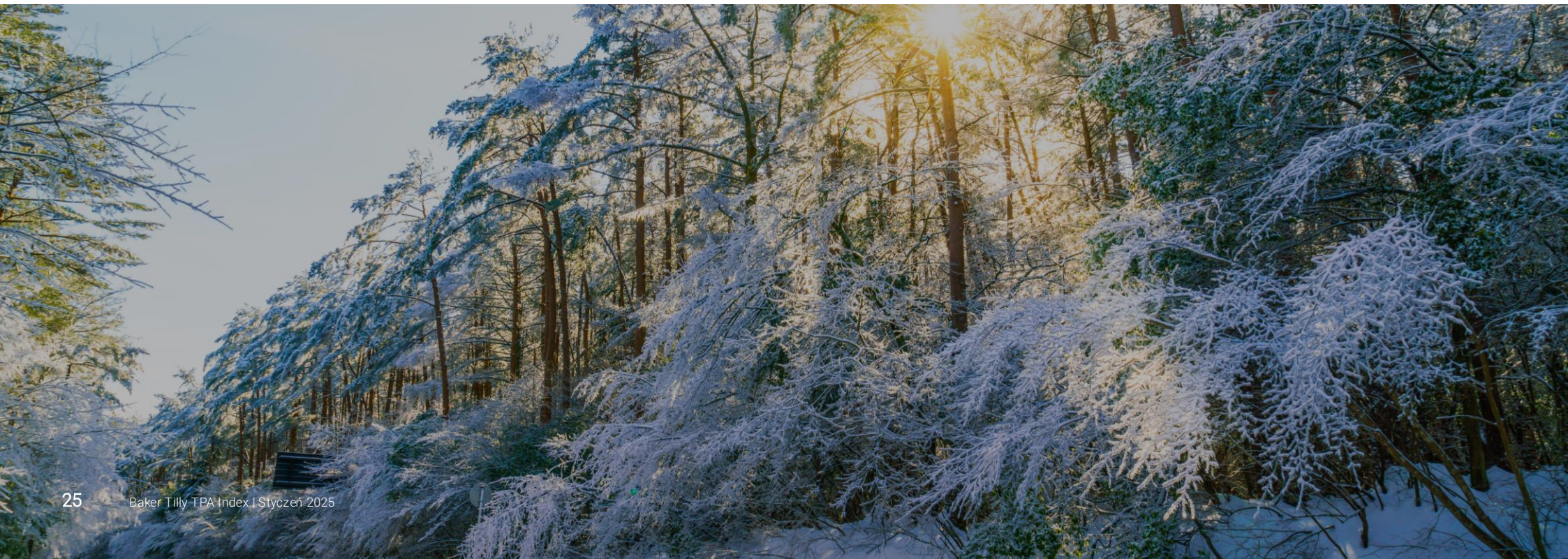
forward oraz opcje walutowe. Stosując kontrakt forward, eliminujemy ryzyko w całości, ponieważ umawiamy się na rozliczenie określonej kwoty po z góry znanym kursie. Problem w tym, że zasada działania kontraktu forward i ustalania jego kwotowania powoduje, że efekt korzyści z niższego oprocentowania zostanie w całości skonsumowany przez zabezpieczenie kursu. Różnica w stopach procentowych stanowi bowiem kluczowy parametr do określenia terminowego kursu waluty. Zatem to, co zaoszczędzimy na odsetkach, oddamy w kontrakcie forward.

Druga możliwość to zastosowanie opcji walutowych. Teoretycznie jest to atrakcyjniejszy instrument, ponieważ pozwala cieszyć się z korzystnych zmian kursu bez konieczności ponoszenia straty. Jednak nabycie opcji walutowej wiąże się z płatnością premii i po jej uwzględnieniu

korzyść z niższego oprocentowania również zniknie. Można próbować zmniejszyć ten koszt przez wystawienie opcji put i otrzymanie z tego tytułu premii, ale nie zmniejszy to kosztu na tyle by uzasadnić całą tę inżynierię finansową.

Podsumowanie

Wysokie koszty finansowania dla przedsiębiorstw w Polsce pozostają dużą bolączką. Niestety nie ma rozwiązania, które w prosty sposób pozwoliło zmniejszyć ten koszt. Droga do tego przez finansowanie w euro wiąże się z koniecznością akceptacji ryzyka walutowego, ponieważ zabezpieczenie kursu eliminuje korzyści wynikające z niższych stóp w strefie euro. W ekonomii nie ma bowiem „darmowych lunchy”, możemy uzyskać korzyść jedynie poprzez przyjęcie ryzyka, co nie będzie akceptowalne dla wszystkich.



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)

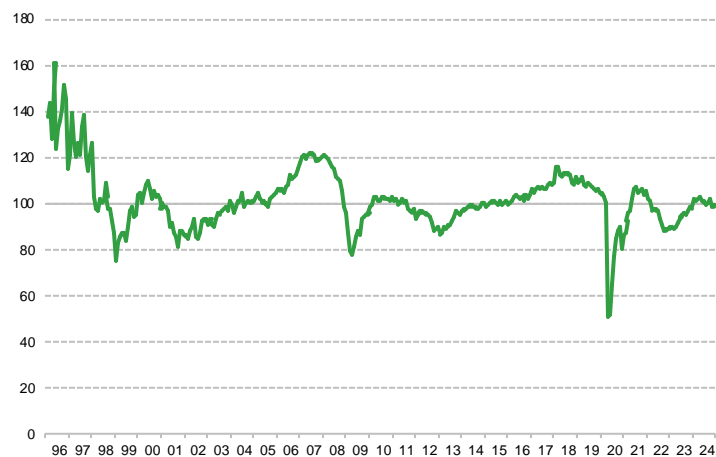
Komisji Europejskiej

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

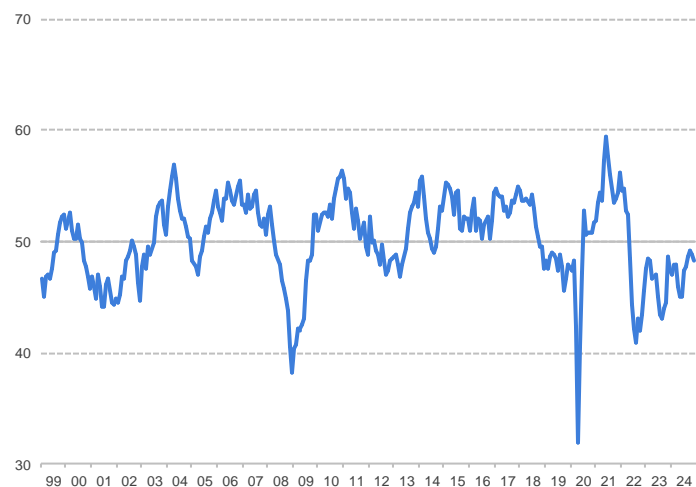
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych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



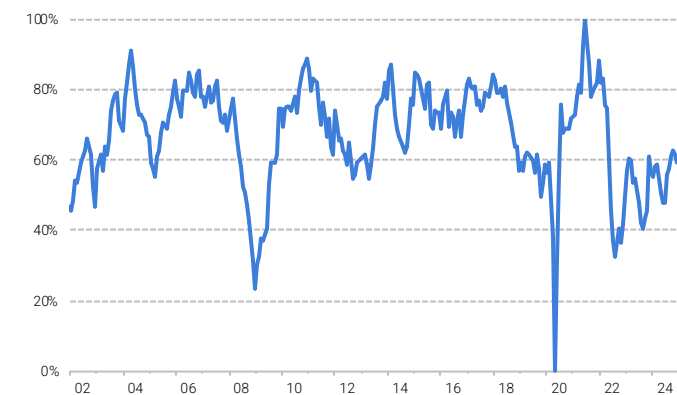
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany



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
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

Senior 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