

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu
gospodarczym?

Kwiecień 2025

Now, for tomorrow



W bieżącej edycji,
oprócz aktualizacji wartości
Baker Tilly TPA Index
i pozostałych stałych
elementów, przyglądamy się
tematowi programów
motywacyjnych w spółkach.

Szanowni Państwo,

przedstawiamy kolejne wydanie naszej cyklicznej publikacji przygotowanej przez zespół Baker Tilly TPA. Co kwartał podsumowujemy aktualną sytuację gospodarczą i jej perspektywy dla Polski, a także prezentujemy dane dotyczące aktywności transakcyjnej 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 spadła** w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz analogicznym kwartałem roku poprzedniego i znajduje się **poniżej średniej z ostatnich trzech lat**. W I kwartale bieżącego roku zrealizowano **82 transakcji** fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 102 transakcjami kwartał wcześniej oraz 103 transakcjami w analogicznym kwartale roku poprzedniego.
- Główne indeksy giełdowe **wzrosły o 13-23%** w I kwartale bieżącego roku. W związku z zawirowaniem w sprawie ceł na początku kwietnia poziomy indeksów spadły, jednak nadal znajdują się 10-15% powyżej poziomów z końca ubiegłego roku. Wraz ze wzrostem notowań, wzrosły również **mnożniki wycen spółek publicznych**, jednak nadal pozostają na **umiarkowanych poziomach**.
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego** w gospodarce aktualnie szacujemy na **9,90%**.

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

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

Podsumowanie I kwartału 2025 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Od listopada 2023 r. wskaźnik utrzymuje się w przedziale 0,60-0,65, wskazując na stabilizację sytuacji makroekonomicznej.

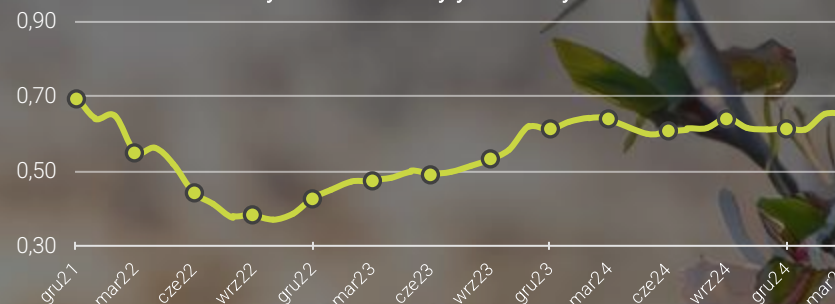
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,65

grudzień 2024 r. – 0,61

Wskaźnik wzrósł do poziomu ostatni raz widzianego na początku 2022 roku.

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



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

82

IV kwartał 2024 r - 102

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

I kwartał 2025 r.

9,90%

IV kwartał 2024 r. – 10,23%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Przemysł
Technologie
Finanse

Struktura nabywców w transakcjach w I kwartale 2025 roku oraz IV kwartale 2024 roku



45 57
podmiotów zagranicznych podmiotów polskich

Mediana EV/EBITDA na GPW
marzec 2025 r.

6,63x

grudzień 2024 r. – 6,47x

Mediana EV/Sales na GPW
marzec 2025 r.

0,95x

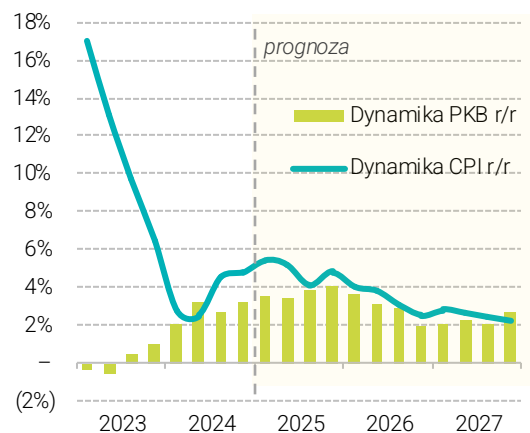
grudzień 2024 r. – 0,85x

IV kwartał 2024 r.

36 46
podmiotów polskich podmiotów zagranicznych

Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartałna dynamika PKB i CPI, r./r.

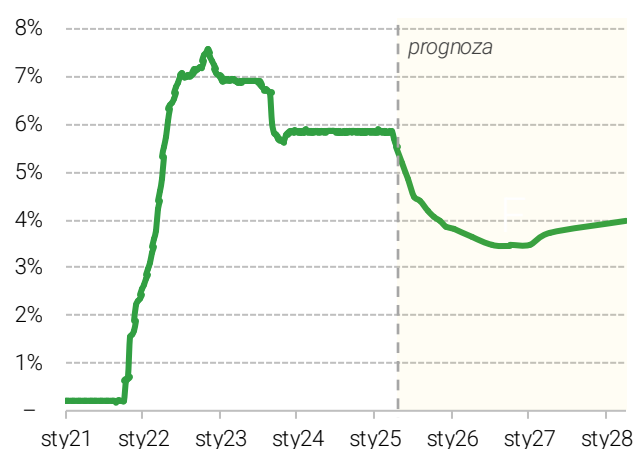


Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie projekcji NBP z marca 2025 r.

Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- W IV kwartale bieżącego roku PKB wzrósł o 3,2% r./r., a inflacja wyniosła 4,8%. W całym 2024 roku wzrost PKB wyniósł 2,9%, natomiast inflacja była na poziomie 3,6%, czyli nieznacznie powyżej dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego.
- Aktualne kwotowania instrumentów finansowych na WIBOR 3M wskazują, że stopa ta w najbliższym czasie będzie niższa i już pod koniec tego roku spadnie poniżej 4%.
- Średnia cena energii z dostawą w marcu bieżącego roku spadła o 9,2% w porównaniu z grudniem 2024 r. i wyniosła 409,8 PLN/MWh. Jest to spowodowane rosnącą produkcją z paneli fotowoltaicznych, co obniża ceny rynkowe, które czasem spadają nawet poniżej zera. Ceny z dostawą na 2025 rok nie uległy większym zmianom, jednak istotnie obniżyły się ceny z dostawą na późniejsze lata. W przypadku dostawy na 2027 rok spadek wyniósł aż 10,6% w porównaniu z notowaniami z grudnia.

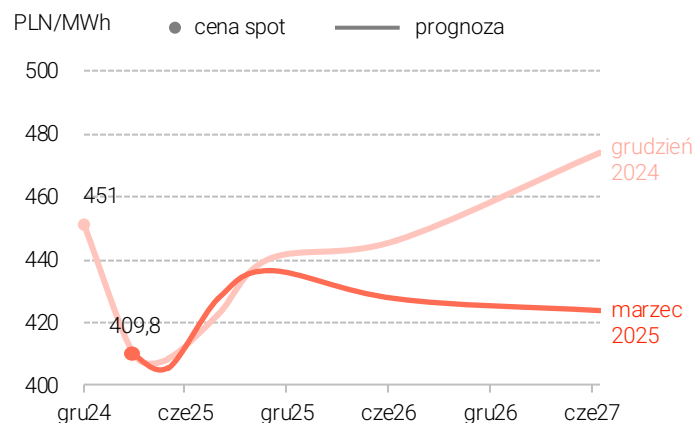
WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv.

Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 14.04.2025 r.

Cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE, grudzień 2024 oraz marzec 2025 r., 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 14.04.2025 r.

Zapadalność	Rentowność
1 rok	4,30%
2 lata	4,39%
3 lata	4,51%
5 lat	4,78%
10 lat	5,29%

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:
Program motywacyjny –
ważne narzędzie
w zarządzaniu wartością
przedsiębiorstwa

24

Załącznik – opis
wskaźników koniunktury

27

O Baker Tilly TPA
Autorzy

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

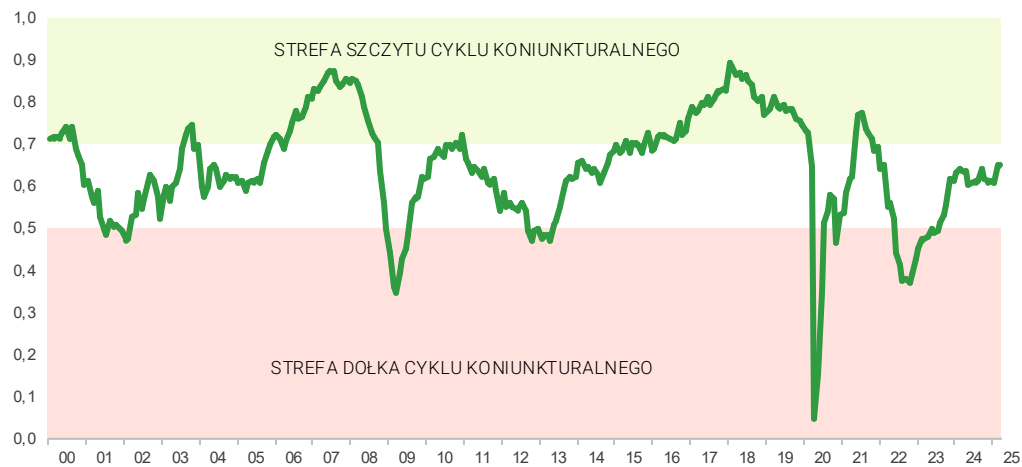
Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,65 wobec odczytu 0,61 w grudniu 2024 r. Od listopada 2023 r. wskaźnik utrzymuje się w przedziale 0,60-0,65, wskazując na stabilizację sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Dynamika PKB również jest stabilna w okolicy 3,0% w ostatnich kwartałach, choć w 2025 r. powinniśmy zbliżyć się nawet do 4%. Nadal nie obserwujemy sygnałów pogorszenia koniunktury, a strefa szczytu koniunkturalnego prawdopodobnie zostanie osiągnięta w drugim półroczu bieżącego roku. Aktualnie oczekiwania na 2025 r. implikują najwyższy poziom dynamiki PKB w czwartym kwartale 2025 r., o ile dynamiczna sytuacja na globalnym rynku nie pogorszy tej perspektywy.

Minimalny poziom indeksu w tym cyklu został wyznaczony w październiku 2022 r. przy wartości 0,37. Od tego momentu wskaźnik notował trend wzrostowy i ostatnią stabilizację, choć odczyty poszczególnych składowych wykazują nieco zróżnicowane ścieżki.

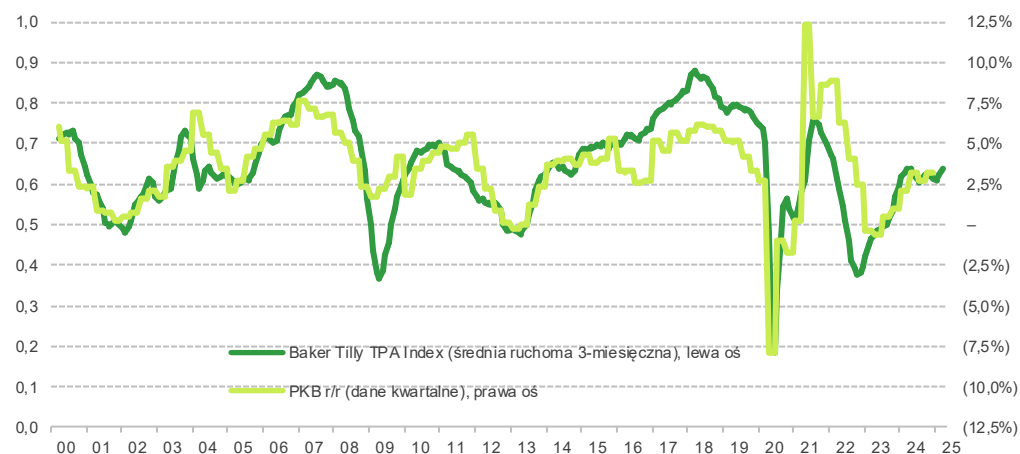
Obecnie wskaźniki znajdują się w zakresie od 54 do 71 centyla, zostawiając jeszcze trochę miejsca do wzrostów, zanim będą wskazywać na zakończenie dobrej koniunktury. Stąd też łączny wynik 0,65 dla naszego Baker Tilly TPA Index. Z czterech obserwowanych wskaźników tylko jeden zanotował w tym cyklu odczyty sięgające powyżej 70. centyla swojego zakresu historycznych wartości – jest to ESI Composite. Dla przypomnienia – barierę 70. centyla identyfikujemy jako strefę szczytu koniunkturalnego. Dobra wiadomość jest taka, że ostatnie miesiące przyniosły poprawę w przypadku wszystkich obserwowanych przez nas wskaźników, potwierdzając wkroczenie gospodarki na ścieżkę przyspieszenia w końcowej fazie cyklu.

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

Jest takie żartobliwe powiedzenie mówiące, że prognozowanie jest trudne, szczególnie gdy dotyczy przyszłości. Wydaje się, że idealnie oddaje ono obecne uwarunkowania w globalnej sytuacji gospodarczej i politycznej. Nieprzewidywalność oraz zmienność sytuacji to nasza obecna rzeczywistość, a w takim układzie niepewność wszelkich prognoz jest bardzo wysoka.

Wpływ wojny handlowej na polską gospodarkę może być istotny, ale nie katastrofalny. Szacunki wskazują na ubytek w dynamice PKB w bieżącym roku na poziomie 0,1-0,3 punktu procentowego. Natomiast już w kolejnym roku może to być blisko 1 punkt procentowy. Byłby to już znaczący cios dla polskiej gospodarki, ponieważ nawet bez uwzględniania efektu wojny handlowej i wprowadzanych ceł,

najnowsza projekcja NBP z marca wskazywała na spadek tempa wzrostu do 2% pod koniec 2026 r. W najgorszym scenariuszu spowolnienie za kilkanaście miesięcy może zatem być głębokie.

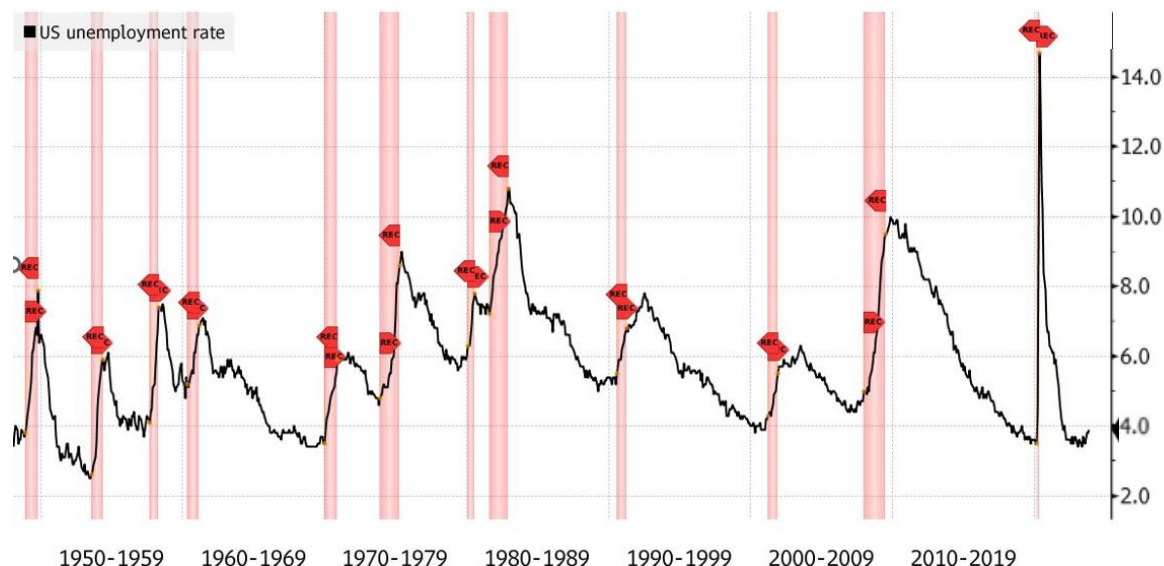
Prawdopodobnie ten czynnik wpłynął na przyspieszenie zmiany nastawienia Rady Polityki Pieniężnej odnośnie ścieżki stóp procentowych. Obecnie oczekiwana rynkowe wyceniają spadek WIBOR 3M do ok. 4% już w końcówce bieżącego roku. (prognoza WIBOR znajduje się na str. 4) Będzie to duża ulga dla przedsiębiorstw i konsumentów, odczuwalna w niższych ratach spłaty kredytów.

Utrzymująca się dobra koniunktura sprzyja rekordowo niskim poziomom bezrobocia – cały czas mamy do czynienia z najniższymi odczytami (z uwzględnieniem sezonowości) w ostatnim trzdziestoleciu. Będzie to

pozwalalo na dalszy dynamiczny wzrost płac w Polsce, przynajmniej do czasu głębszego spowolnienia, choć demografia i zmniejszanie zasobu pracowników może nawet zniwelować efekt gorszego popytu na pracę. Zgodnie z najnowszą projekcją NBP pensje wzrosną o ok. 9% w tym roku, o blisko 7% w kolejnym i następne 5% w 2027 r.

Gorzej wygląda sytuacja w Stanach Zjednoczonych, gdzie stopa bezrobocia rośnie r/r w każdym miesiącu od połowy 2024 r. Wskazuje to na pełzające pogorszenie koniunktury, które po dodatkowym uderzeniu ze strony ceł Trumpa, może przekształcić się w recesję. Aktualne postrzeganie prawdopodobieństwa wystąpienia recesji w Stanach Zjednoczonych przez największe banki inwestycyjne wynosi od 40% do 60%.

Recesje w USA (zaznaczone na czerwono) na tle stopy bezrobocia – jej wzrost zwykle zapowiada recesję



Źródło: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-12-08/us-unemployment-rate-to-tick-up-amid-early-signs-of-recession>

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Coraz bardziej realne zagrożenie recesją w USA będzie wpływać również na perspektywy dla Polskiej gospodarki, choć wpływ Ameryki na resztę świata jest coraz mniejszy. Udział PKB Stanów Zjednoczonych w globalnej wartości wynosi obecnie ok. 25%, podczas gdy w XX w. przekraczał 35%.

Czynnikami wzmocniającym naszą sytuację są oczekiwane inwestycje, szczególnie publiczne, które mają przybrać na sile w trakcie bieżącego roku i osiągnąć swój szczyt na przełomie 2025 i 2026 r. Dzięki temu ten rok wydaje się być jeszcze bezpieczny, natomiast za kilka kwartałów sytuacja może wyglądać już gorzej.

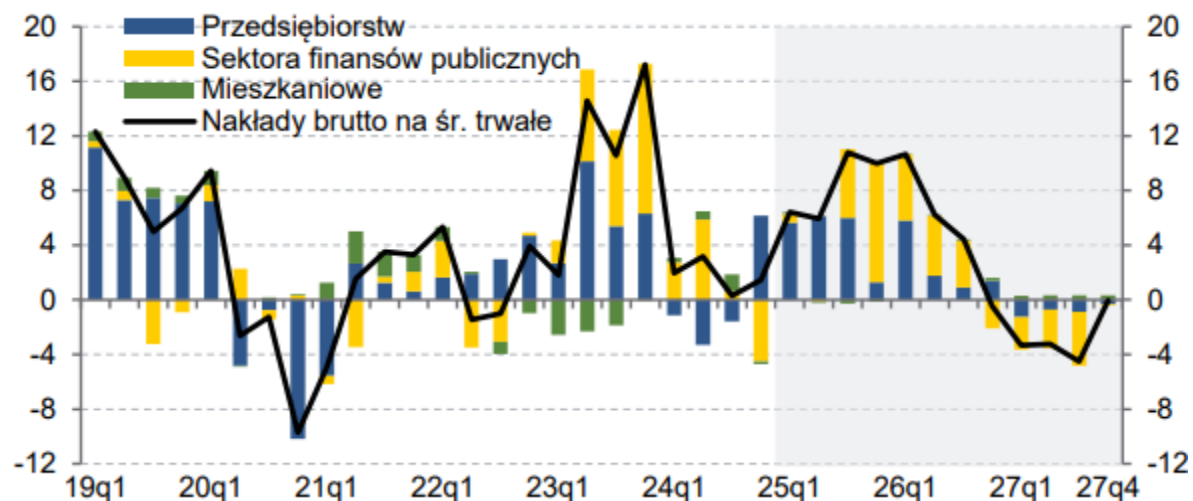
Niezmienne czynnikiem ryzyka dla gospodarki pozostaje geopolityka oraz nowy porządek międzynarodowy po rozpoczęciu prezydentury przez Donalda Trumpa. Konflikt w Ukrainie nadal trwa, a wojna handlowa może przynieść wiele szkód dla wszystkich państw.

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

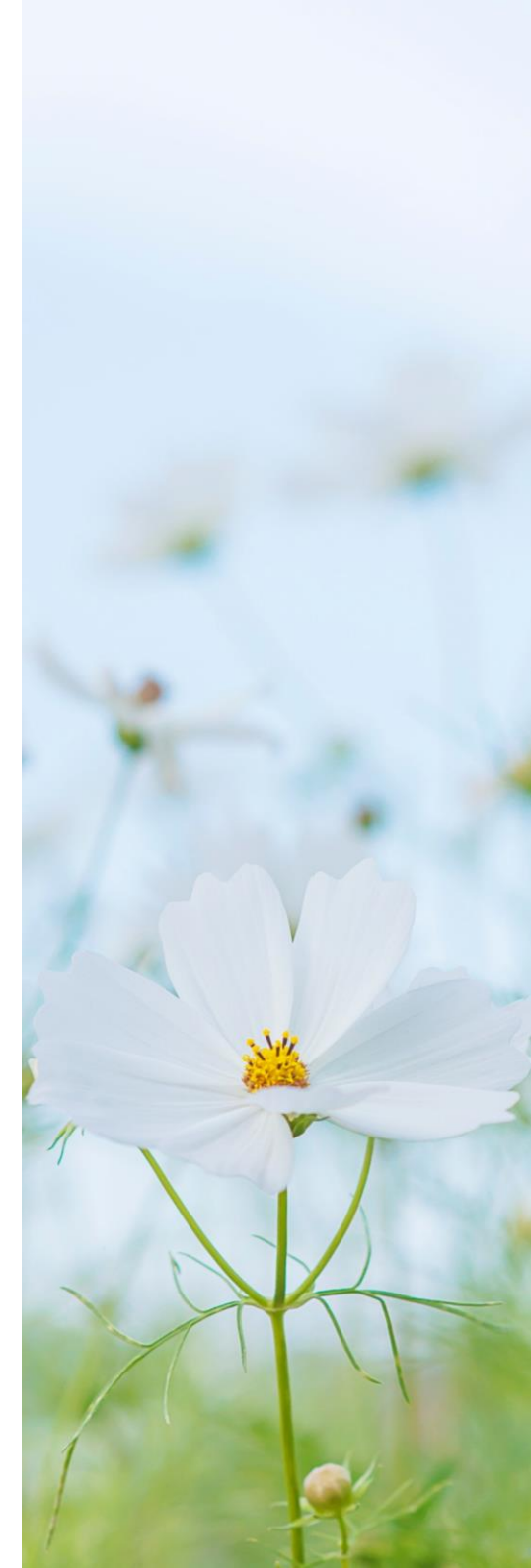
o projekty/spółki do zakupu nie jest ostra, co może wynikać z ryzyka zbliżającego się szczytu koniunktury, które może odstraszać niektórych kupujących.

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.

Nakłady brutto na środki trwałe w projekcji NBP (r/r, %)



Źródło: Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD, marzec 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 wyznaczonego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdują się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla czterech wskazanych powyżej wskaźników, która zawsze będzie zawierać się w przedziale od 0 do 1.

Analiza przeszłych wskazań naszego indeksu pozwala wyznaczyć poziomy powyżej 0,7 jako implikujące szczyt cyklu koniunkturalnego, natomiast poniżej 0,5 jako odczyty recesyjne lub znacznego spowolnienia w aktywności gospodarczej. Dodatkowo kierunek zmian następujących w kolejnych miesiącach pozwala analizować trendy w koniunkturze gospodarczej oraz podejmować próbę określenia punktów zwrotnych cyklu.

W I kwartale 2025 r. aktywność transakcyjna spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz analogicznym kwartałem roku poprzedniego i znajduje się poniżej średniej z ostatnich trzech lat.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miały miejsce 82 transakcje dotyczące podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

W całym 2024 roku odnotowano 409 transakcji fuzji i przejęć, w porównaniu z 456 transakcjami rok wcześniej.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

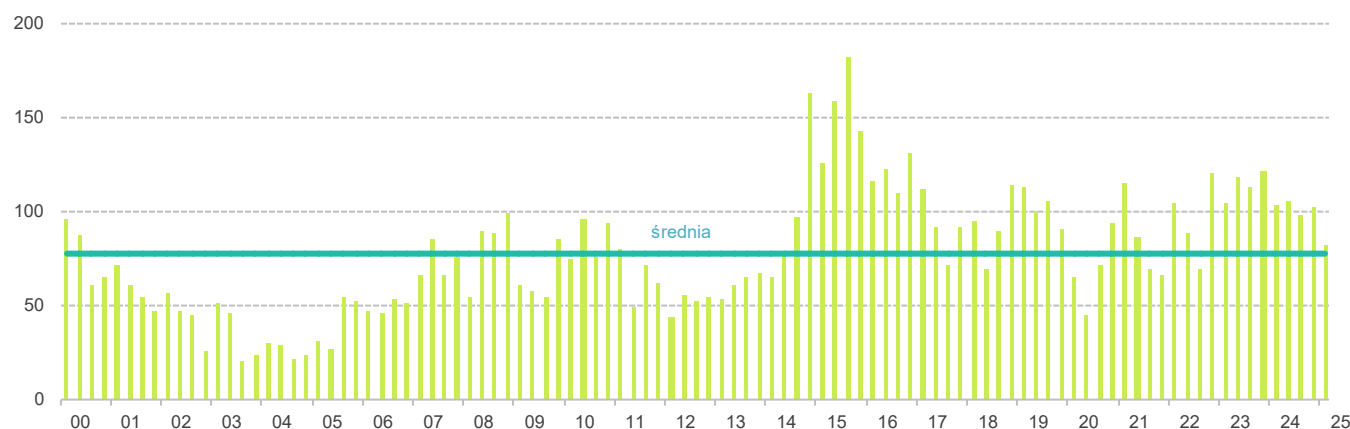
W I kwartale bieżącego roku zrealizowano 82 transakcje fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 102 transakcjami kwartał wcześniej oraz 103 transakcjami w analogicznym kwartale roku poprzedniego.

Liczba transakcji przeprowadzonych przez podmioty zagraniczne w porównaniu z poprzednim kwartałem utrzymała się na podobnym poziomie. Były one odpowiedziane za 46 transakcji w I kwartale 2025 r. w porównaniu z 45 transakcjami kwartał wcześniej. Liczba transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty spadła natomiast z 57 transakcji w IV kwartale do 36 transakcji w I kwartale 2025 r. Udział transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty w I kwartale 2025 r. wyniósł 44% w porównaniu z 56% kwartał wcześniej.

Dla IV kwartału 2024 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miało wtedy miejsce 102 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

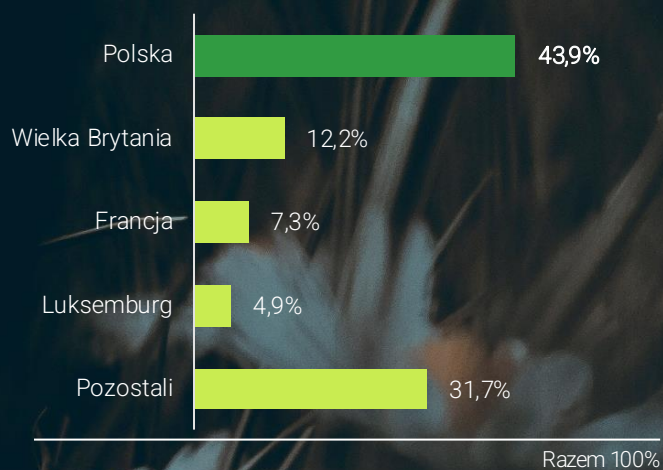
W I kwartale 2025 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 56% transakcji, więcej niż średnia z ostatnich trzech lat (około 47% transakcji) oraz więcej niż w poprzednim kwartale (44%).

W I kwartale tego roku wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z Wielkiej Brytanii (10 transakcji), Francji (6 transakcji) oraz Luksemburgu (4 transakcje).

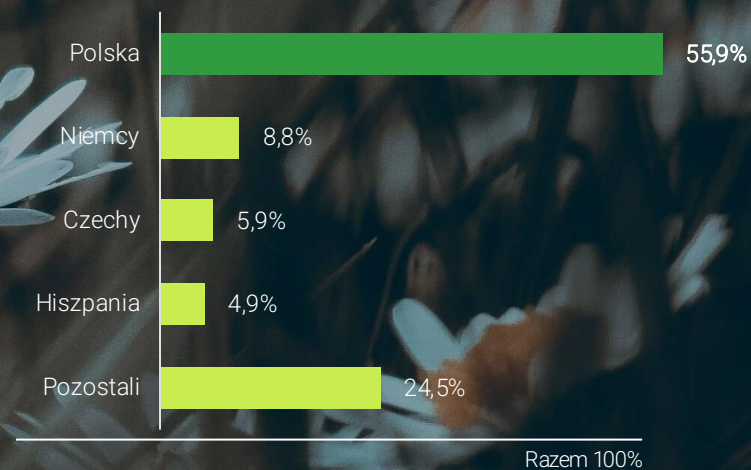
Najwięcej transakcji w IV kwartale 2024 r. przeprowadziły podmioty z Niemiec (9 transakcji). W dalszej kolejności mamy nabywców z Czech (6 transakcji) oraz Hiszpanii (5 transakcji).

Struktura nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora

I kwartał 2025 roku



IV kwartał 2024 roku



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w I kwartale 2025 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora przemysłu, które były odpowiedzialne za 23% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory technologii (20% udziału) oraz finansów (16%).

W IV kwartale wysoką popularnością na tle całej historii transakcyjnej cieszyły się sektory technologii, energetyki, ochrony zdrowia oraz nieruchomości.

Podział transakcji ze względu na sektory

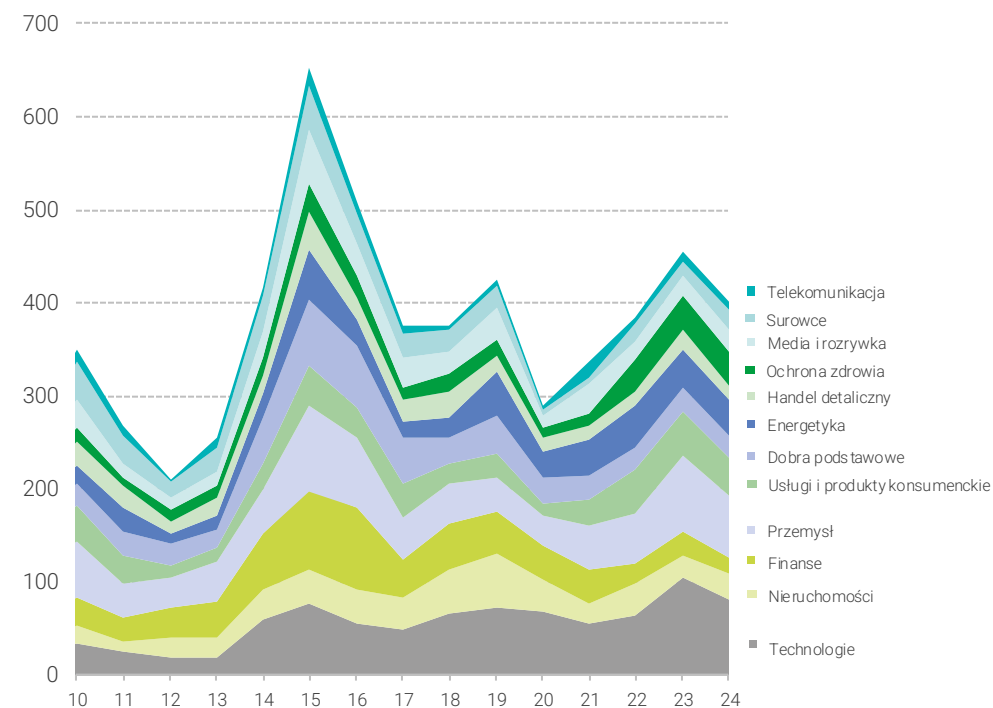
	2000 – 2025	2023	2024	4Q 2024	1Q 2025
Dobra podstawowe	8%	5%	6%	3%	2%
Usługi i produkty konsumenckie	10%	11%	10%	10%	13%
Energetyka	8%	9%	10%	13%	10%
Finanse	12%	5%	5%	6%	16%
Ochrona zdrowia	5%	8%	9%	9%	5%
Technologie	13%	23%	20%	16%	20%
Przemysł	14%	18%	16%	12%	23%
Surowce	8%	3%	5%	6%	1%
Media	7%	5%	6%	6%	5%
Nieruchomości	7%	5%	7%	10%	2%
Handel detaliczny	5%	5%	4%	7%	1%
Telekomunikacja	3%	2%	2%	4%	1%
Łącznie transakcji	7845	456	401	102	82

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 I kwartale 2025 r., po korekcie notowań z IV kwartału 2024 roku, główne indeksy giełdowe odnotowały istotne wzrosty. Indeksy wzrosły o 13-23% od początku roku.

W związku z zawirowaniem w sprawie ceł na początku kwietnia poziomy wszystkich analizowanych indeksów spadły, jednak nadal znajdują się 10-15% powyżej poziomów z końca ubiegłego roku.

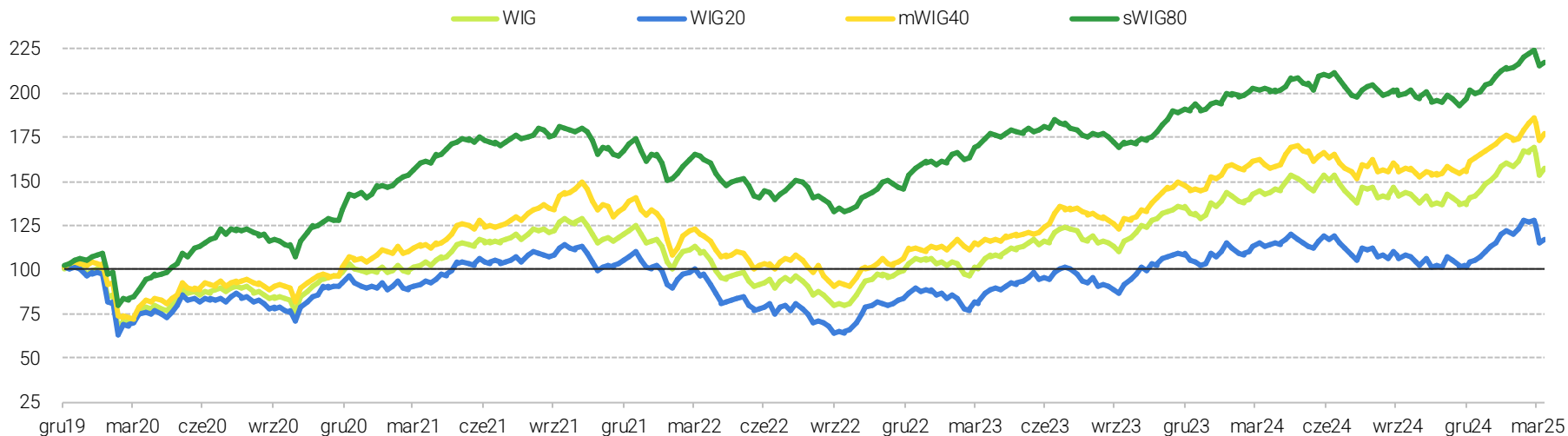
Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec I kwartału wartość 2.689,05 pkt. W stosunku do końca IV kwartału 2024 r. indeks wzrósł o 22,7% i aktualnie znajduje się 5,0% powyżej wartości z końca czerwca 2024 r.

Indeksy sWIG80 oraz mWIG40 wzrosły odpowiednio o 12,6% oraz 17,3% kw./kw., natomiast indeks WIG odnotował wzrost o 20,6% kw./kw.

Początek 2025 roku przyniósł dynamiczne wzrosty wszystkich indeksów w porównaniu z 2024 rokiem kiedy indeksy zanotowały niewielkie jednocyfrowe wzrosty. Szybko zmieniająca się sytuacja geopolityczna znajduje odzwierciedlenie również w zwiększonej zmienności notowań obserwowanej na GPW.

Kluczowe dla przyszłych notowań powinny być zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza i geopolityczna.

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

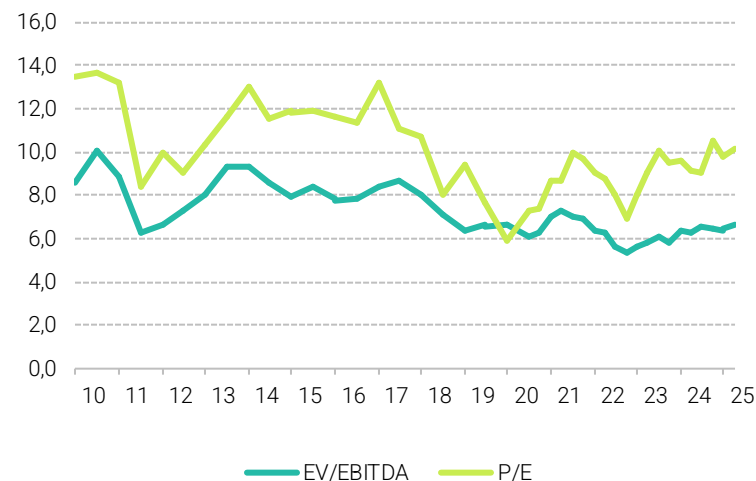
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W I kwartale 2025 r. mnożniki wyceny na GPW bazujące na sprzedaży, wyniku EBITDA oraz zysku netto odnotowały wzrosty. Wskaźniki nadal pozostają na historycznie niskich lub umiarkowanych poziomach. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła wartość 6,63x na koniec I kwartału 2025 r. w porównaniu z 6,47x na koniec poprzedniego kwartału. Wskaźnik pozostaje wciąż na niskich poziomach wobec długoterminowej średniej. Natomiast EV/Sales wzrósł do 0,95x i jest nieznacznie powyżej poziomu długoterminowej średniej.

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych, P/E (cena do zysku na akcję), wyniosła 10,2 (vs. 9,8x na koniec IV kwartału 2024 roku)¹ i znajduje się lekko powyżej długoterminowej średniej.

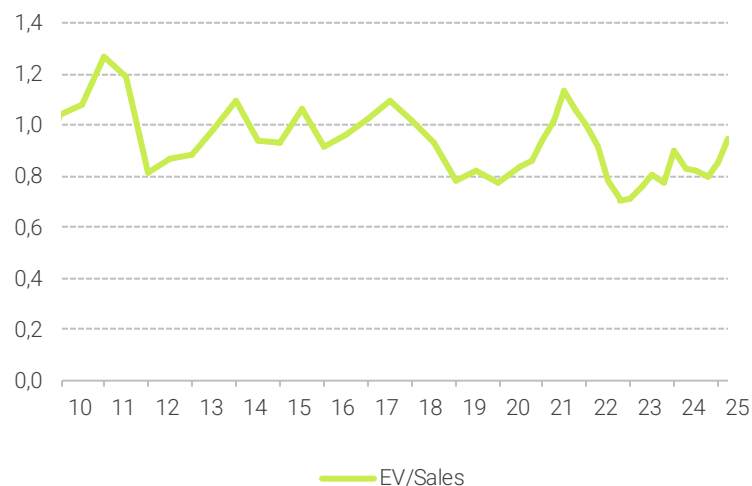
Pomimo ostatnich wzrostów, mnożnik EV/EBITDA nadal sugeruje umiarkowane i dość atrakcyjne poziomy wycen na GPW na tle ich historycznych wartości. Mnożniki EV/sales oraz P/E są natomiast na poziomach zbliżonych do historycznych średnich.

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



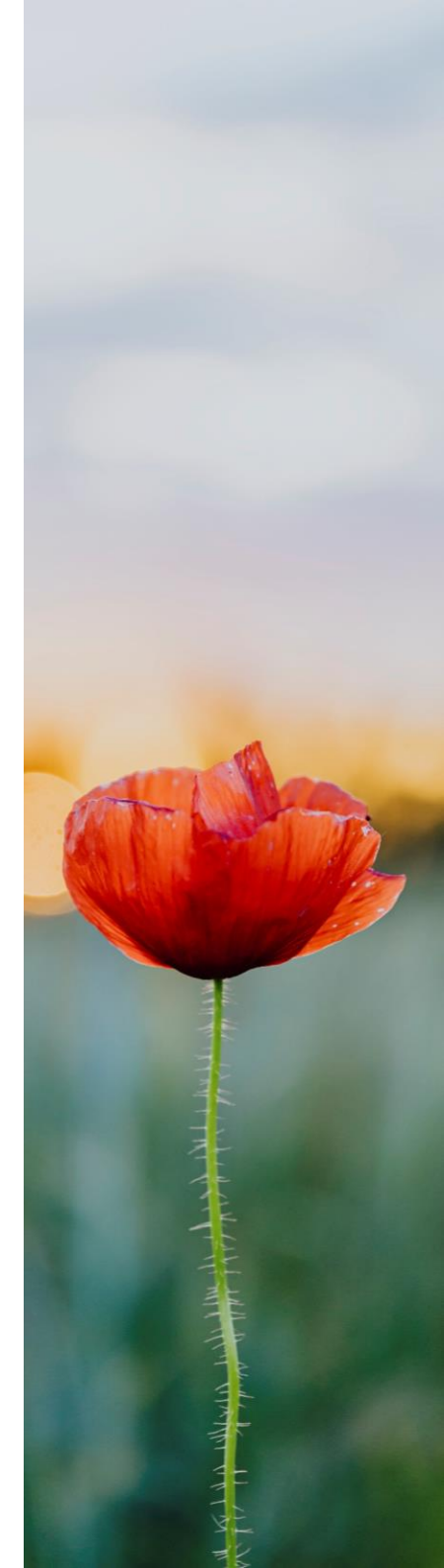
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

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

9,90%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,1%
Banki uniwersalne	10,6%
Budowlany	11,8%
Chemiczny (podstawowy)	8,3%
Chemiczny (specjalistyczny)	10,8%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	11,4%
Części samochodowe	11,6%
Deweloperski	8,5%
Dystrybucja ropy/gazu	7,9%
Edukacja	8,4%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	10,8%
Elektronika (ogólna)	11,0%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	8,5%
Energia odnawialna	9,0%
Farmaceutyczny	10,5%
Handel detaliczny	9,7%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,4%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	10,6%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	10,3%
Handel detaliczny (online)	9,9%
Hotele i hazard	11,2%
Hurtownicy żywności	8,8%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	9,1%
Inżynieria/budownictwo	9,7%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	8,8%
Telewizja	10,0%
Telewizja kablowa	10,5%
Transport	9,1%
Transport kolejowy	9,7%
Transport lotniczy	12,0%
Transport samochodowy	10,0%
Tytoń	8,0%
Ubezpieczenia (majątkowe)	7,7%
Ubezpieczenia (ogólne)	9,2%
Ubezpieczenia (życie)	10,3%
Usługi biznesowe i konsumenckie	9,8%
Usługi dla nieruchomości	9,6%
Usługi finansowe	10,0%
Usługi informacyjne	11,7%
Usługi informatyczne	9,9%
Usługi środowiskowe i odpadowe	10,8%
Usługi telekomunikacyjne	9,5%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	9,0%
Użyteczności publicznej	9,6%
Węgiel	11,2%
Wydawnictwa i gazety	9,2%

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

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Punktem wyjścia w wyznaczaniu kosztu kapitału własnego jest stopa wolna od ryzyka, która kompensuje inwestora za odroczenie konsumpcji oraz za przyszłą inflację. Ze względu na długoterminowy charakter kapitału własnego stosowana jest tu rentowność obligacji skarbowych o długim terminie zapadalności, zwyczajowo są to obligacje 10-letnie. Na 14.04.2025 r. ich rentowność wyniosła 5,29% (w porównaniu z 5,90% na 31.12.2024 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 4,61% (vs. 4,33% na 31.12.2024 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 9,90%.

Spadek kosztu kapitału w porównaniu z 31.12.2024 r. wynikał głównie z niższej rentowności obligacji 10-letnich, co częściowo było skompensowane przez 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 5,29%)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,61%)

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 4,15%. Dla waluty EUR będzie to 2,49%, a dla USD jest na poziomie 4,33%.

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 14.04.2025 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,29%
r_f	
PLN	4,15%
EUR	2,49%
USD	4,33%
CRP	
Polska	1,13%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,80%
Hiszpania	2,13%
MRP	4,61%
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

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/>



Program motywacyjny – ważne narzędzie w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa

Wdrożenie programu motywacyjnego dla kluczowego personelu może przyczynić się do wielu korzyści dla spółki, jak również dla pracowników. I wcale nie jest to narzędzie zarezerwowane tylko dla największych podmiotów.

Program motywacyjny dla najważniejszych osób pracujących dla spółki może istotnie przyczynić się do skutecznego budowania wartości przedsiębiorstwa. Założeniem takiego programu jest przede wszystkim uwspólnianie celów właścicieli (akcjonariuszy) z celami kadry managerskiej. Naturalnym oczekiwaniem jest, że pracownicy spółki powinni podejmować decyzje dla jej optymalnego funkcjonowania i rozwoju oraz dążyć do osiągnięcia najlepszych efektów swoich działań. Niestety rzeczywistość nie jest idealna i powszechnie jest realizowanie przez pracowników celów osobistych (maksymalizacja własnego wynagrodzenia, benefitów, władzy), które nie koniecznie muszą służyć dobru przedsiębiorstwa w długim terminie.

Wprowadzenie mechanizmów, które przyniosą większą koncentrację na celach spółki, może znacząco zmienić sposób funkcjonowania pracowników, a w szczególności wpłynąć na ich postrzeganie spółki. Pod warunkiem odpowiedniego ustrukturyzowania programu oraz wystarczająco wysokiej wartości potencjalnej korzyści wywoływany jest silny motywator do działania prowadzącego do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. W ten sposób akcjonariusze zmniejszają tzw. koszty agencji, czyli efekty czasami sprzecznych interesów właścicieli i kierownictwa. W dłuższym okresie sprzyja to lepszemu ładowi korporacyjnemu oraz kreacji wartości dla akcjonariuszy.

Dodatkowo, w przypadku planów obejmujących dłuższy horyzont czasowy, istotną korzystną konsekwencją ich wprowadzenia jest związanie pracowników z firmą. Powinno to być ważne szczególnie w przypadku wyjątkowo utalentowanych managerów, sprzedawców, inżynierów, których wiedza i doświadczenie pozwalają np. osiągać przewagi rynkowe, generować przychód, czy też tworzyć

nowe rozwiązania. Osoba związana planem motywacyjnym, mając odroczone w czasie istotne dla niej korzyści finansowe, nie zdecyduje się łatwo lub w ogóle na odejście i zmianę pracodawcy. Co ważne, uczestnikami programu nie muszą być jedynie członkowie zarządu. Może on obejmować szeroki zakres osób na każdym poziomie hierarchii w przedsiębiorstwie. Poszerzenie programu na niższe szczeble może przynieść nawet lepsze efekty niż plan dla samego zarządu, ponieważ podnosi motywację i zaangażowanie osób bezpośrednio odpowiedzialnych za działalność operacyjną.

Właśnie zwiększenie motywacji do pozytywnego działania i wysiłku są kluczowe w programie motywacyjnym, ponieważ przyczynią się do powstania wspomnianych korzyści. Będzie to szczególnie skuteczne, jeśli warunki programu związane są z efektami pracy poszczególnych osób (sprzedaż, kroki milowe projektu itp.) niż w przypadku zewnętrznych wobec nich czynników. Niemniej uczestnictwo w programie z pewnością przyczyni się do większej satysfakcji z pracy i lojalności wobec pracodawcy.

Programy motywacyjne kojarzone są dużymi przedsiębiorstwami, głównie notowanymi na giełdzie, które oferują partycypację we wzroście wartości spółki lub przydzielają pracownikom akcje łatwo dostępne do sprzedaży na rynku. Jednak wdrożenie programu motywacyjnego jest możliwe w każdej spółce, również prywatnej i mniejszej pod względem skali działalności. Zastosowane mechanizmy mogą być różne od tych typowych (np. bardziej oparte o wyniki spółki i powiązane z wypłatami gotówkowymi), jednak wprowadzanie elementów rynkowych (jak np. w uzgodniony sposób wyznaczona wartość spółki) oraz partycypacji w kapitale spółki (przez opcje lub bezpośrednio przez akcje) również są możliwe.

Warto zatem przywołać kilka kluczowych typów mechanizmów stosowanych w programach motywacyjnych dotyczących warunków dla uczestników oraz korzyści osiąganych po ich spełnieniu. Najczęstsze warunki przyznania benefitów z programu można podzielić na pięć poniższych kategorii, przy czym program może być oparty o ich dowolną kombinację:

- **Warunek lojalnościowy** – jest podstawowym kryterium uwzględnianym w programach. Uzależnia on uzyskanie korzyści od pozostania w zatrudnieniu w spółce przez okres obowiązywania programu. Odejście w trakcie jego trwania może skutkować utratą części lub całości korzyści.

- **Warunki finansowe** – dotyczą one osiąganych parametrów finansowych spółki. Mogą wiązać się z konkretną wartością przychodów, EBITDA, zysku netto, zysku na akcję, przepływów finansowych itp. lub też z ich oczekiwaną dynamiką.

- **Warunki rynkowe** – mogą być stosowane tylko przez spółki notowane na giełdzie, ponieważ zależą od stopy zwrotu z akcji spółki, absolutnej lub relatywnej wobec określonego benchmarku (najczęściej indeksu giełdowego). W przypadku spółek prywatnych pewnym rodzajem warunku rynkowego

jest osiągnięcie określonej wartości wpływów ze sprzedaży spółki przez akcjonariusza.

- **Warunki operacyjne** – nie ma przeciwwskazań, by w ramach warunków uwzględnić kwestie operacyjne, takie jak realizacja określonego projektu, wdrożeniu produktu, zakończenie fazy badań itp.

- **Warunki indywidualne** – oprócz wskazanych powyżej elementów dotyczących całości spółki, umowa z konkretnym uczestnikiem może wskazywać również warunki indywidualne, które muszą być spełnione do otrzymania całości lub części korzyści. Mogą one dotyczyć np. terminowego dostarczania wskazanych efektów prac (raport, sprawozdanie finansowe, analiza itp.), wyników sprzedaży indywidualnej i innych.

Jeśli chodzi o korzyści przyznawane w ramach programów motywacyjnych, to można je podzielić na dwie główne kategorie:

- **Wypłaty gotówkowe** – określona kwota należna w przypadku spełnienia warunków. Można ją oczywiście różnicować w zależności od stopnia spełnienia warunków.

Istotne jest, by wypłata była odroczone w dłuższym horyzoncie (najczęściej od 2 do 5 lat), by zachować swój motywacyjny charakter, a jednocześnie nie utożsamiać jej z roczną premią za krótkoterminowe wyniki.

- **Przydzielenie instrumentów finansowych** – najprostszą wersją są akcje spółki obejmowane bezpośrednio po określonej cenie (często po cenie nominalnej lub istotnie niższej od ich wartości rynkowej). Jednak mogą to być również instrumenty pozwalające docelowo otrzymać akcje w spółce, tj. warranty, opcje, obligacje zamienne, albo też odwzorowujące jedynie wartość akcji (akcje fantomowe).

Powyższe grupy warunków i korzyści są najbardziej typowymi i stosunkowo prostymi mechanizmami. W praktyce zapisy umów programów motywacyjnych bywają skomplikowane, wielostopniowe i wykorzystują różne zaawansowane techniki i instrumenty finansowe. Niezależnie czy są one podstawowe czy bardzo zaawansowane, wycena każdego z nich wymaga indywidualnego podejścia, by prawidłowo ująć zapisy programu w sprawozdaniu finansowym. W takim przypadku warto skorzystać z pomocy specjalistów od wyceny i modelowania finansowego, co oferujemy w ramach usług Baker Tilly TPA.



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

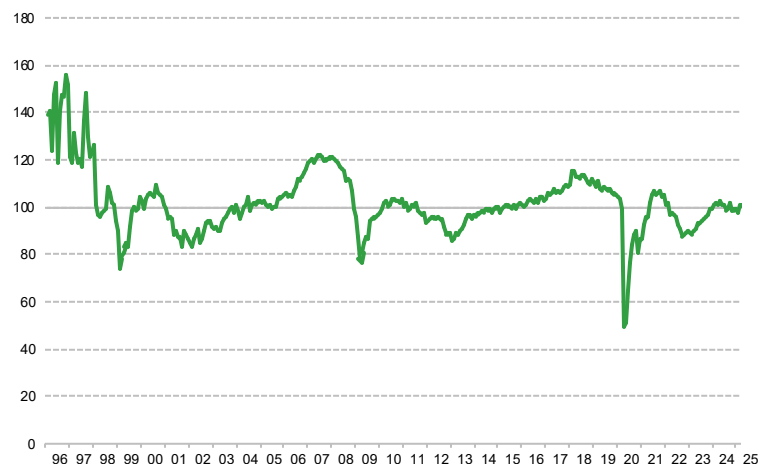
Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej

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

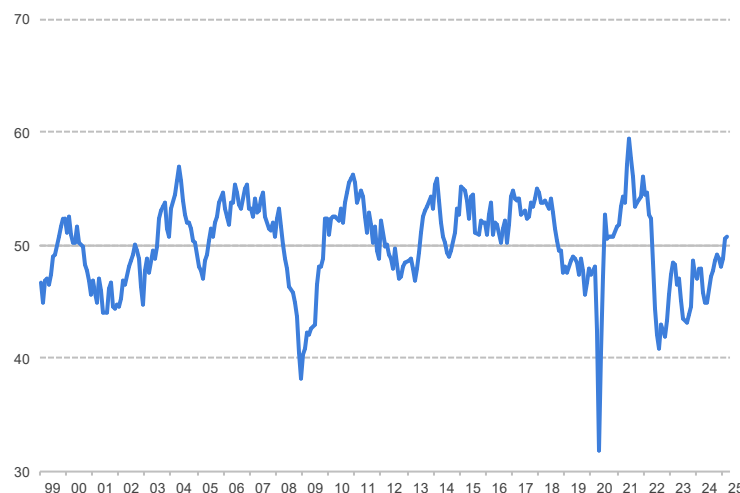
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych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

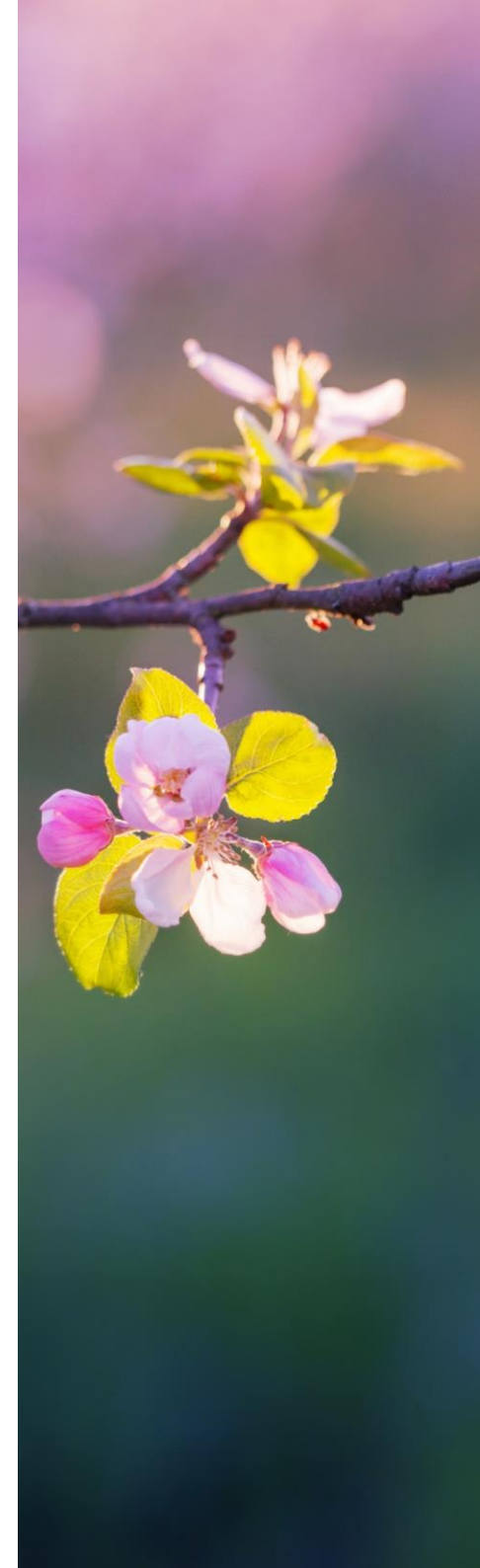


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

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