



Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Kwiecień 2022

Now, for tomorrow



Szanowni Państwo,

przedstawiamy siódme wydanie naszej cyklicznej publikacji przygotowanej przez zespół Baker Tilly TPA. Co kwartał podsumowujemy aktualną sytuację gospodarczą i jej perspektywę dla Polski, a także prezentujemy dane dotyczące aktywności transakcyjnej w naszym kraju oraz poziomy wycen na GPW w Warszawie. Dodatkowo aktualizujemy nasze szacunki dotyczące kosztu kapitału dla poszczególnych sektorów oraz uzupełniamy publikację treściami dotyczącymi finansów przedsiębiorstw, czy też prawnych lub podatkowych aspektów działalności firm.

Celem tej publikacji jest:

- Podsumowanie koniunktury gospodarczej w postaci indeksu **Baker Tilly TPA Index** agregującego wartości kilku wskaźników mierzących stan koniunktury gospodarczej w Polsce. Obecnie wskazuje on na **pogarszającą się sytuację w polskiej gospodarce i zapowiada spowolnienie tempa wzrostu PKB do 3-4% w 1Q 2022 r.**
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w 1Q 2022 r. oraz aktualnych poziomów wycen na GPW. W ostatnim kwartale **liczba zrealizowanych transakcji znalazła się powyżej długoterminowej średniej, a indeksy giełdowe oraz mnożniki wyceny zanotowały spadki wartości.**
- Prezentacja szacowanych przez nas wartości kosztu kapitału własnego dla poszczególnych sektorów oraz zmiennych niezbędnych do wyznaczenia tej wartości na własne potrzeby. **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 10,9%.**

W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji naszego indeksu **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, wracamy do tematu inflacji, analizując branże pod kątem zdolności przenoszenia wyższych cen na klientów. Dodatkowo zajmujemy się tematem skupu akcji własnych jako alternatywy dla dywidendy w ramach dystrybucji środków do właścicieli.

Mamy nadzieję, że nasza publikacja spotka się z zainteresowaniem z Państwa strony i zachęcamy do lektury.

Z poważaniem

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

Tomasz Manowiec, CFA, FCCA
Dyrektor

Baker Tilly TPA, TPA oraz Baker Tilly Legal są nazwami handlowymi odpowiednio TPA Sp. z o.o. Sp.k. oraz Baker Tilly Woroszyńska Gajda Legal Sp.k. Obie firmy są członkami globalnej sieci Baker Tilly International Ltd. w ramach której każda firma członkowska ma odrębną i niezależną osobowość prawną.

TPA Sp. z o.o. Sp. k.
Sąd Rejonowy w Poznaniu, VIII Wydział Gospodarczy
KRS 0000671994 | NIP: 778-143-20-33 | REGON: 300184858
ul. Młyńska 12, 61-730 Poznań | Tel.: +48 61 630 05 00
ul. Przyokopowa 33, 01-208 Warszawa | Tel.: +48 22 647 97 00
al. Roździeńskiego 188 H, 40-203 Katowice | Tel.: +48 32 732 00 00



Spis treści

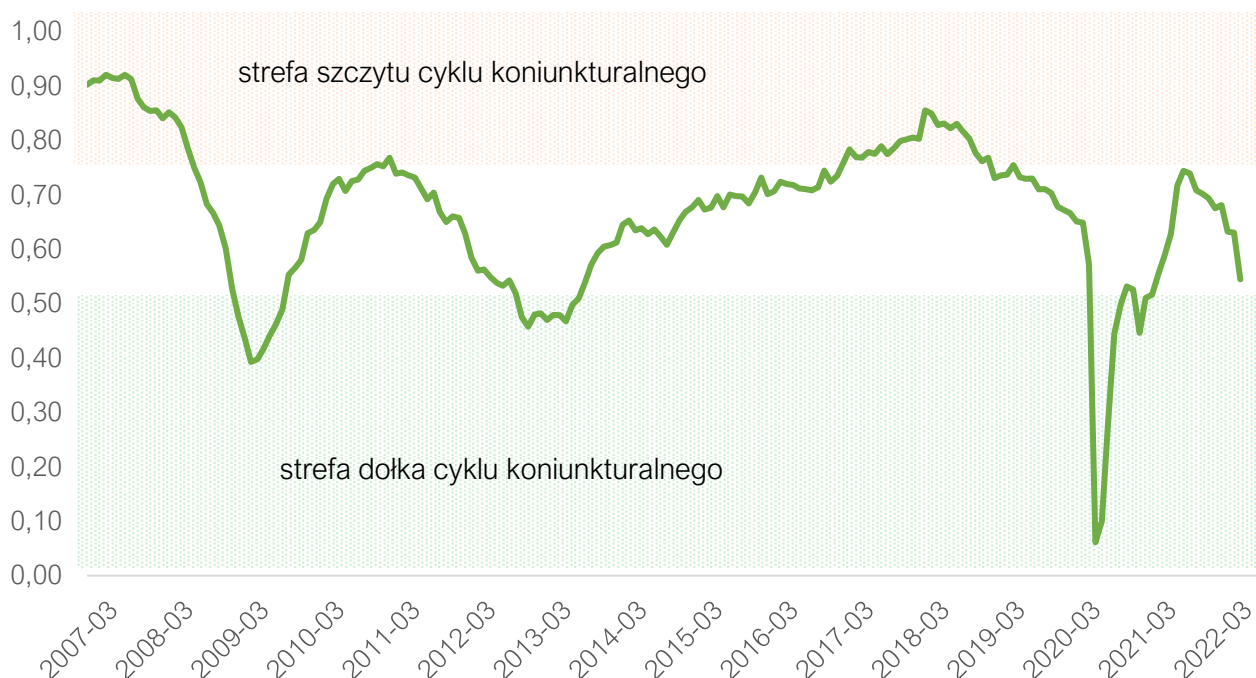
Baker Tilly TPA Index.....	4
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny	7
Kto najlepiej poradzi sobie z inflacją	14
Skup udziałów/akcji własnych jako alternatywa dla dywidendy	17
Koszt kapitału własnego – ile wynosi?	20
Załącznik – Opis wskaźników koniunktury	26
O Baker Tilly TPA	31

Baker Tilly TPA Index

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Obecny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,60. Jego istotny spadek w stosunku do wartości z poprzedniej publikacji (0,80) wynika z dwóch powodów. Po pierwsze skorygowaliśmy sposób wyznaczania naszego wskaźnika przez dodanie jeszcze jednej zmiennej – bieżącego wskaźnika ufności konsumenckiej (BWUK) publikowanego przez GUS. Ma to na celu jego lepsze dopasowanie do otoczenia rynkowego przez zwiększenie znaczenia konsumpcji prywatnej. Włączenie nowego składnika zmieniło też ścieżkę przeszłych odczytów Baker Tilly TPA Index. Po drugie, pierwszy kwartał 2022 r. przyniósł pogorszenie odczytów wszystkich obserwowanych przez nas wskaźników. Bez zmiany metodologii spadek byłby mniej istotny – odczyt wyniósłby wtedy 0,72.

Wykres. Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index

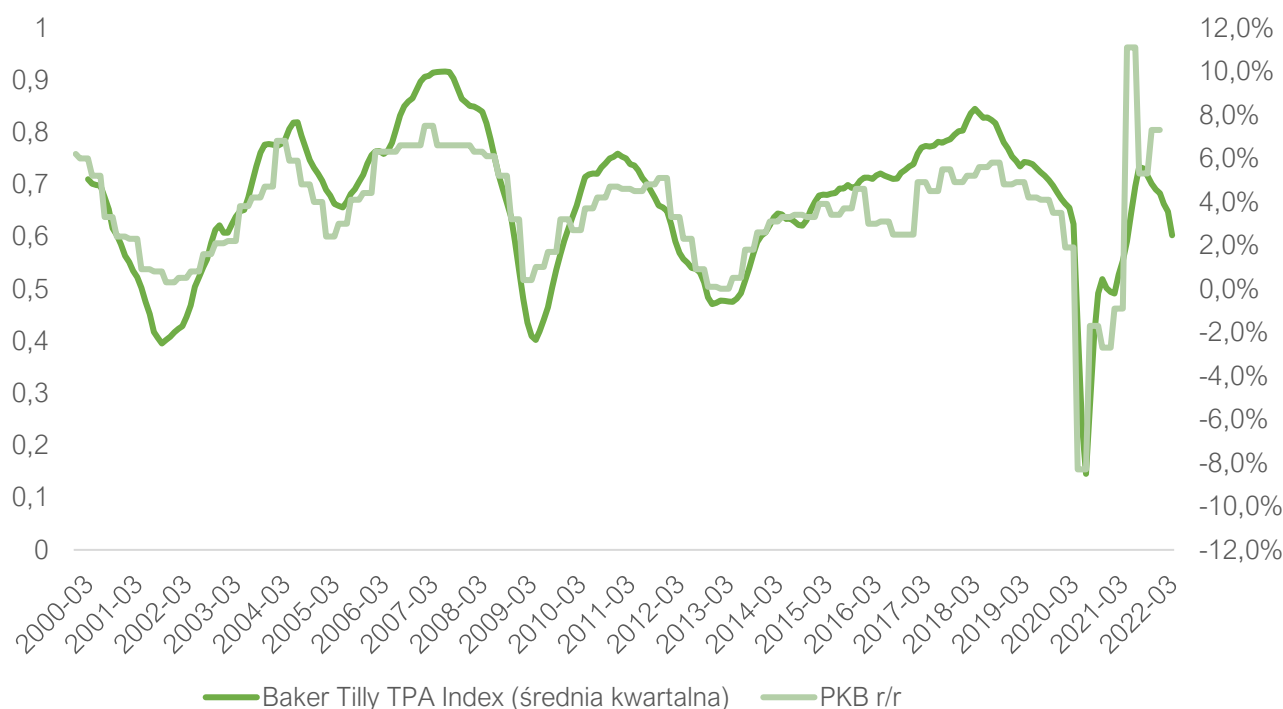


Źródło: Baker Tilly TPA.

Ostatnie tygodnie zdominowane są przez aspekty związane z inwazją Rosji na Ukrainę. Jest to czynnik, który wielowymiarowo wpływa na sytuację gospodarczą w całej Europie – przez odcięcie rynku rosyjskiego, wzrost cen nośników energii i wielu innych produktów, zakłócenia w łańcuchach dostaw itd. Odbija się to również na nastrojach konsumentów. Wskaźnik BWUK zanotował w marcu swój najniższy wynik od 2002 r., nawet istotnie poniżej wartości z początku pandemii. Sama pandemia straciła natomiast na znaczeniu, przynajmniej w ogólnej percepcji społeczeństwa. Niska liczba zachorowań w Polsce oraz poluzowanie obostrzeń sprzyjają powrotowi do normalnych zachowań.

Drugi temat zyskujący na znaczeniu w tym roku to inflacja. Czynniki wojenne jeszcze bardziej nasiliły presję na wzrost cen, przez co w marcu przekroczyła ona 10%. Są to wartości nieobserwowane w Polsce od prawie 25 lat, co podkreśla skalę zjawiska. Ten czynnik dokłada się do pogorszenia nastrojów konsumentów, jak również stanowi istotną trudność dla przedsiębiorstw. Niestety najnowsza projekcja NBP wskazuje na wysoce prawdopodobne, że podwyższona, zbliżona do dwucyfrowej, inflacja może utrzymywać się nawet przez dwa lata. Główną przyczyną są tu czynniki globalne (wzrost cen energii oraz żywności dotyczy wszystkich krajów), ale też lokalne związane z ekspansywną polityką fiskalną i monetarną w ostatnich latach.

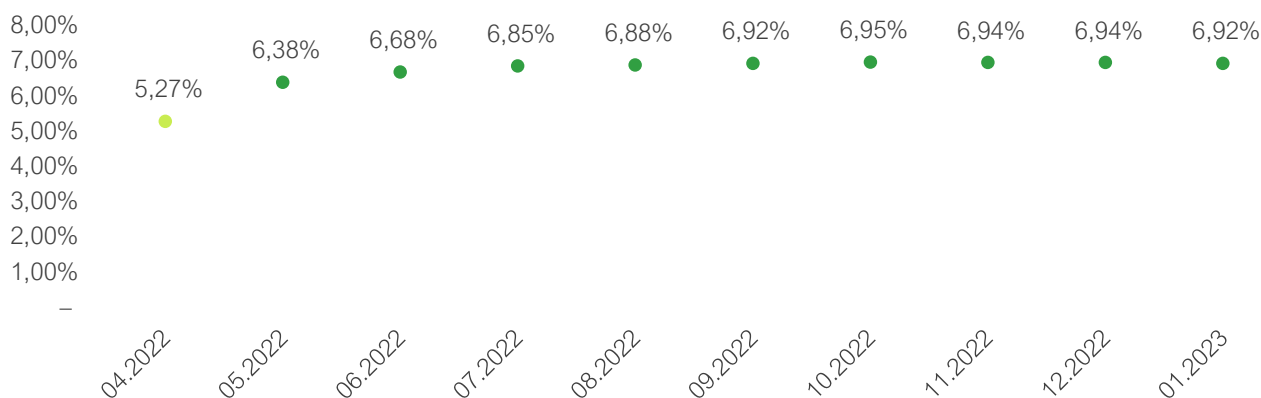
Wykres. Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index na tle dynamiki PKB Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS.

Odpowiedzią na wystrzał inflacji jest dynamiczny wzrost stóp procentowych realizowany przez Radę Polityki Pieniężnej. Zmiana nastawienia banku centralnego już teraz doprowadziła poziom stawki WIBOR do ponad 5%, a oczekiwania rynkowe na kolejne miesiące, oparte na kwotowaniach kontraktów na stopę procentową (FRA – forward rate agreement), wskazują, że uczestnicy rynku spodziewają się dojścia stawki bazowej do ok. 7% w drugiej połowie bieżącego roku. Ponieważ wzrost stóp procentowych charakteryzuje się odroczonym działaniem na gospodarkę, wróży to istotnym spowolnieniu aktywności gospodarczej i konsumpcji w horyzoncie kilku następnych kwartałów. Inwestycje będą wstrzymywane, a konsumpcja odroczone. Wyższy koszt pieniądza odbije się także negatywnie na rentowności przedsiębiorstw poprzez wyższe koszty finansowe, które mogą spowodować spadek zysku netto nawet o kilkadziesiąt procent w porównaniu do ubiegłego roku.

Wykres. Prognoza stawki WIBOR 3M na podstawie kontraktów FRA (forward rate agreement)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie kwotowań z Reuters, stan na 11.04.2022 r.

Z pozytywnych aspektów warto zwrócić uwagę na rekordowo niskie bezrobocie – był to najlepszy pod tym względem pierwszy kwartał w historii (na równi z pierwszym kwartałem 2020 r.) ze średnim wskazaniem 5,5%.

Podobnie jak w poprzednim kwartale, obecnie wszystkie branże z wyjątkiem IT planują zmniejszenie zatrudnienia, ale na razie nie przekłada się to na pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Wspomniane wcześniej czynniki sugerują jednak, że należy liczyć się ze spowolnieniem gospodarczym, przy czym mówienie o kryzysie na pewno nie jest jeszcze uzasadnione. Wysokie oprocentowanie finansowania będzie z pewnością prowadzić do napięć płynnościowych w przypadku wielu przedsiębiorstw. Otwiera to szanse na atrakcyjne transakcje dla podmiotów o silnej pozycji kapitałowej. Sprzyjają temu utrzymujące się niskie wyceny na polskim rynku. Mogą zatem pojawić się rynkowe okazje, ale aktywność transakcyjna prawdopodobnie będzie niższa.

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 prosperującą gospodarkę? A może jest to odpowiedni czas 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 nią olbrzymia liczba czynników, a także może on zostać zaburzony zdarzeniami niedającymi się przewidzieć (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 OECD (wskaźnik CLI), 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 aktualnych 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 zera, 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 określamy co miesiąc, 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 znajdują się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla pięciu wskazanych powyżej wskaźników, która zawsze będzie zawierać się w przedziale od 0 do 1.

Analiza przeszłych wskazań naszego indeksu pozwala wyznaczyć poziomy powyżej 0,75 jako implikujące szczyt cyklu koniunkturalnego, natomiast poniżej 0,5 jako odczyty recesyjne lub znacznego spowolnienia w aktywności gospodarczej. Dodatkowo kierunek zmian następujących w kolejnych miesiącach pozwala analizować trendy w koniunkturze gospodarczej oraz podejmować próbę określenia punktów zwrotnych cyklu.

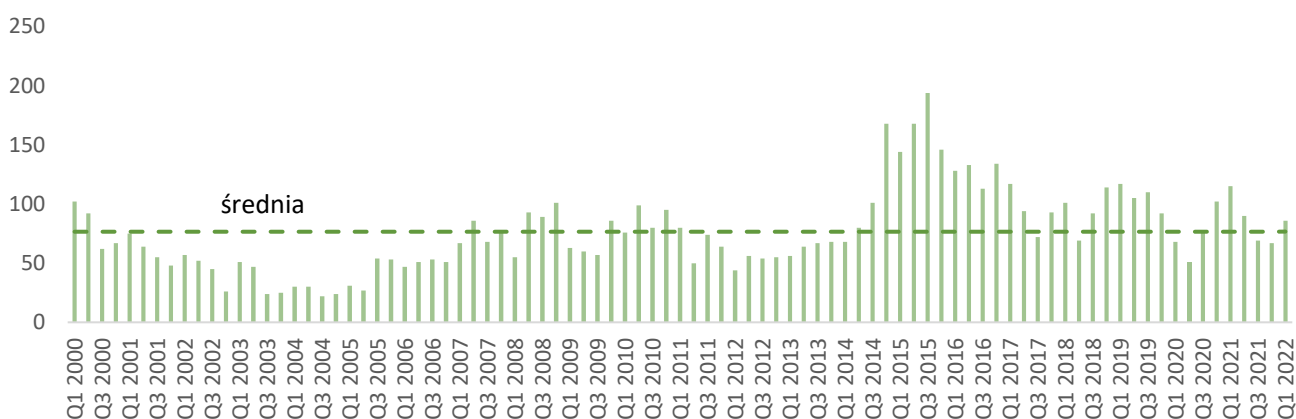
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Aktywność transakcyjna w Polsce w pierwszym kwartale 2022 r. wykazała poziom wyższy niż zaobserwowany w czwartym kwartale 2021 r. Według zebranych przez nas danych z serwisów Reuters oraz MergerMarket w ciągu trzech miesięcy miało miejsce 86 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Jest to wartość równa średniej z ostatnich trzech lat (ok. 86 transakcji kwartalnie), jednak znacznie niższa niż wartości obserwowane podczas szczytu aktywności w latach 2015-2016, gdy fuzji i przejęć dokonywano około dwukrotnie więcej. Przyczyną dość niskiej liczby transakcji w ostatnich kwartałach może być niepewność co do sytuacji makroekonomicznej, wpływająca na wzrost ryzyka rynkowego. W kontekście negocjacji cen zakupu obecne warunki podwyższonej inflacji oraz zawirowania w łańcuchach dostaw nie sprzyjają podejmowaniu decyzji. Nie bez znaczenia dla rynku M&A będzie również sytuacja geopolityczna w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w tym przede wszystkim trwająca wojna na Ukrainie. Jej pełny wpływ na aktywność transakcyjną poznamy w odczytach drugiego kwartału, jednak pierwsze sygnały wskazują na potencjalne spadki – w marcu 2022 r. odnotowano jedynie 16% transakcji zaobserwowanych w 1Q 2022 r. Warto dodać, że proces M&A rozłożony jest na wiele miesięcy, przez co konsekwencje wojny i wzrostu ryzyka mogą być rozłożone w czasie na kilka następnych kwartałów.

Różnice w liczbie transakcji w porównaniu z poprzednim wydaniem BT TPA Index związane są z dodatkowym uwzględnieniem danych MergerMarket, które zwiększyły wiarygodność liczby odnotowanych i prezentowanych fuzji i przejęć oraz pozwoliły na pokazanie lepszego i pełniejszego obrazu rynku w Polsce.

Nie podajemy łącznej wartości przejęć i mnożników związanych z transakcjami prywatnymi ze względu na niepełną ich dostępność – dla większości transakcji prywatnych wartość płatności nie jest ujawniana. Co więcej, postrzegamy dostępne dane jako mało wiarygodne z perspektywy zewnętrznego odbiorcy, ponieważ umowy zawierają często dodatkowe zapisy, wypłaty i struktury, które bez szczegółowej znajomości warunków transakcji nie pozwalają na pełną ocenę.

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



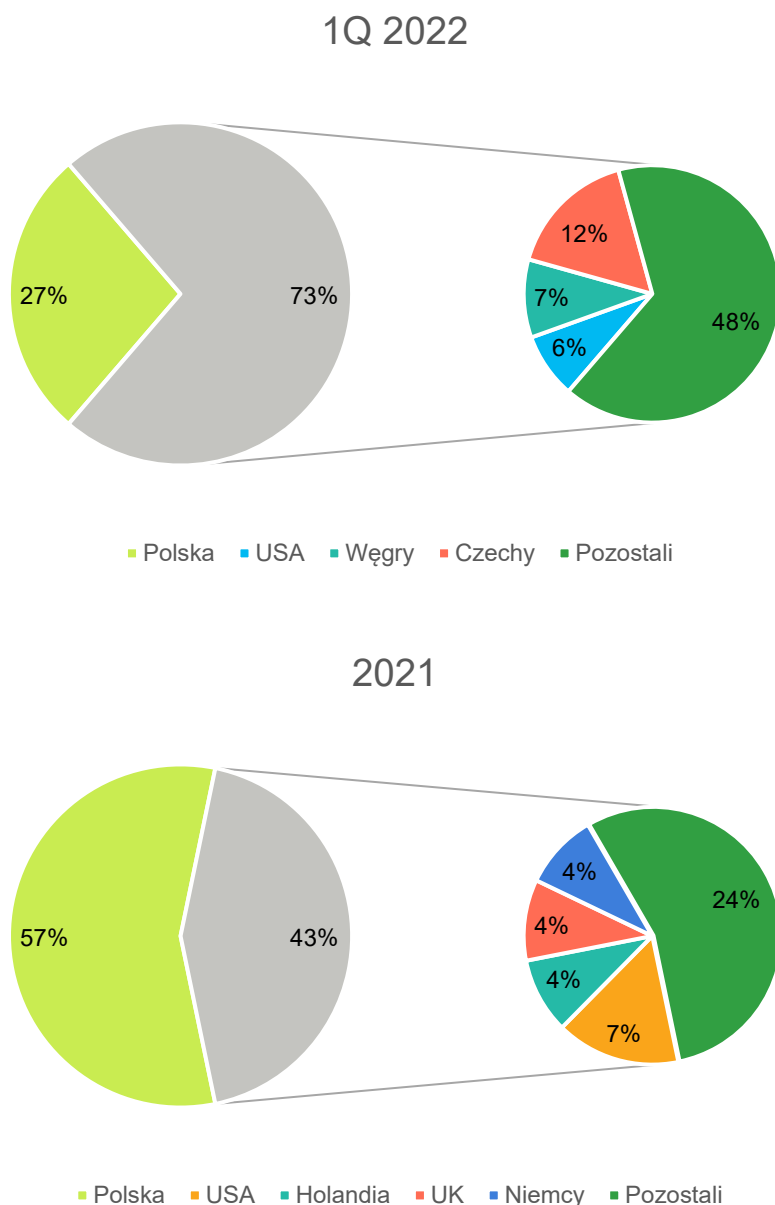
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i MergerMarket.

Geograficzna struktura nabywców w pierwszym kwartale 2022 roku miała niestandardowy dla naszego rynku rozkład. Podczas gdy historycznie średnio w latach 2000 – 2021 ok. 2/3 przejmujących stanowiły firmy polskie, w 1Q 22 r. 73% nabywców reprezentowało kapitał zagraniczny, a 27% pochodzący z Polski. W poprzednim kwartale również zaobserwowaliśmy przewagę zagranicznych inwestorów, z kolei w 3Q 21 r. inwestorzy krajowi

stanowili 61% ogółu. W 2020 roku proporcje ukształtowały się na poziomie 80/20. Ponownie potwierdził się trend z ostatnich kilku kwartałów, wskazujący, iż kapitał zagraniczny powrócił do inwestowania w Polsce.

Wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z Czech (10 transakcji), Węgier (6 transakcji) i USA (5 transakcji). Poza tym cztery transakcje przeprowadziły firmy z Wielkiej Brytanii, a po trzy z Holandii i Arabii Saudyjskiej. Istotny wpływ na rozkład krajów pochodzenia inwestora oraz liczbę transakcji ogółem ma proces fuzji Orlenu z Lotosem i obowiązek sprzedaży części aktywów nałożony przez Komisję Europejską.

Wykres. Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w pierwszym kwartale 2022 r. w porównaniu z całym 2021 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i MergerMarket.

Pod względem sektorowym w pierwszym kwartale 2022 r. najwięcej było transakcji w przemyśle, które odpowiadały za 16% transakcji ogółem. Wyjątkowo wysoką na tle całej historii transakcyjnej popularnością

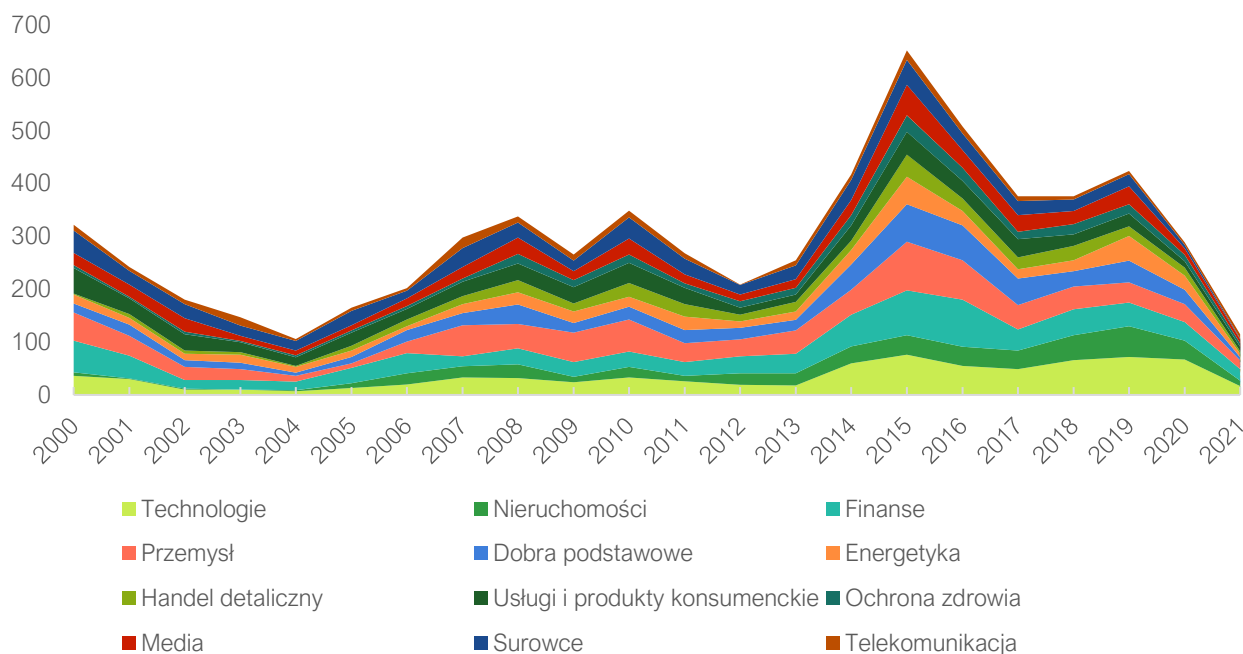
cieszyły się nieruchomości (14% udziału w strukturze). Po raz pierwszy od wielu kwartałów sektor technologiczny nie był najpopularniejszy wśród kupujących, odpowiadając w 1Q 22 r. za 13% fuzji i przejęć. Taki sam udział odnotowały usługi i produkty konsumenckie. W dalszej kolejności 10% transakcji miało miejsce w sektorze energetycznym, ok. 9% transakcji odnotowano w sektorze dóbr podstawowych, a siedmioprocentowy udział miały surowce i media.

Podział transakcji ze względu na sektory

	1Q 2022	4Q 2021	2021	2000 - 2021
Dobra podstawowe	9%	12%	8%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	13%	10%	8%	9%
Energetyka	10%	19%	11%	7%
Finanse	3%	4%	11%	13%
Ochrona zdrowia	2%	1%	4%	4%
Technologie	13%	15%	17%	12%
Przemysł	16%	10%	14%	14%
Surowce	7%	4%	2%	9%
Media	7%	9%	9%	8%
Nieruchomości	14%	6%	6%	7%
Handel detaliczny	5%	4%	4%	5%
Telekomunikacja	–	3%	5%	3%
Łącznie transakcji	86	67	341	6819

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i MergerMarket.

Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2000 – 2021



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters.

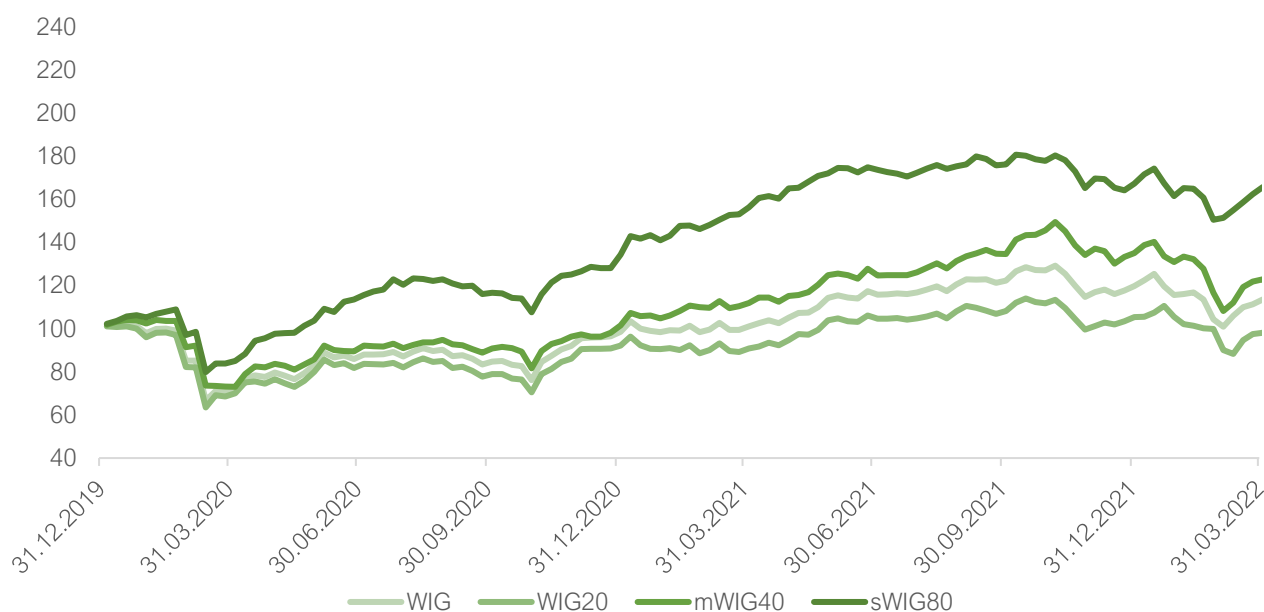
Powyższy wykres ukazuje zmiany w wielkości liczby transakcji na przestrzeni lat 2000 – 2021 w podziale na sektory. Zauważalny jest, potwierdzony również w 2021 r., rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze

technologicznym i nieruchomości. Stały, dość wysoki udział mają sektory finansowe i przemysł. Ich średni udział w 2021 r. wyniósł odpowiednio ok. 15% i 11%. Największy spadek zaobserwowano w przypadku sektorów dóbr konsumenckich oraz surowcowym.

Wyceny na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

W pierwszym kwartale 2022 r., podobnie jak w poprzednim kwartale, zaobserwowano spadek wycen spółek w porównaniu do dynamicznych wzrostów obserwowanych od połowy 2020 roku, czyli od hossy rozpoczętej po załamaniu związanym z pierwszym lockdownem i zamknięciem gospodarki. Po tym jak indeksy w pierwszym kwartale 2021 roku wróciły do poziomów obserwowanych przed marcem 2020 r., a w 3Q 2021 r. ustanowiły lub zbliżyły się do swoich historycznych rekordów, obserwujemy korektę w wysokości 10-15% w stosunku do połowy października 2021 r. Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec kwartału wartość 2.113 pkt, co oznacza powrót do poziomu z maja 2021 r. Jego korekta w stosunku do ostatniego dnia 4Q 2021 r. wyniosła 6,5%. Indeksy WIG oraz mWIG40 po odrobieniu strat z koronawirusowego załamania i osiągnięciu relatywnie wysokich notowań również spadły – WIG o 5,3%, a mWIG40 aż o 9,6%. W przypadku mWIG40 mowa jest o istotnej korekcie, w szczególności mając na uwadze fakt, że w połowie listopada wskaźnik ten przekroczył 5850 pkt. Był to rekordowy odczyt w całej, 24-letniej historii tego indeksu. Odporny na wysokie spadki okazał się sWIG80 (indeks grupujący podmioty o mniejszej kapitalizacji), który co prawda notowany jest obecnie niższe niż w 3Q 2021 r., jednak na poziomie zbliżonym do zeszłego kwartału. Warto zaznaczyć, że w przypadku sWIG80 listopadowe odczyty na poziomie ok. 21.620 pkt. oznaczały przekroczenie szczytów zaobserwowanych w latach 2014 i 2017 oraz znaczne zbliżenie się do rekordowego notowania z dnia 06.07.2007 r. w wysokości 21.697 pkt.

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

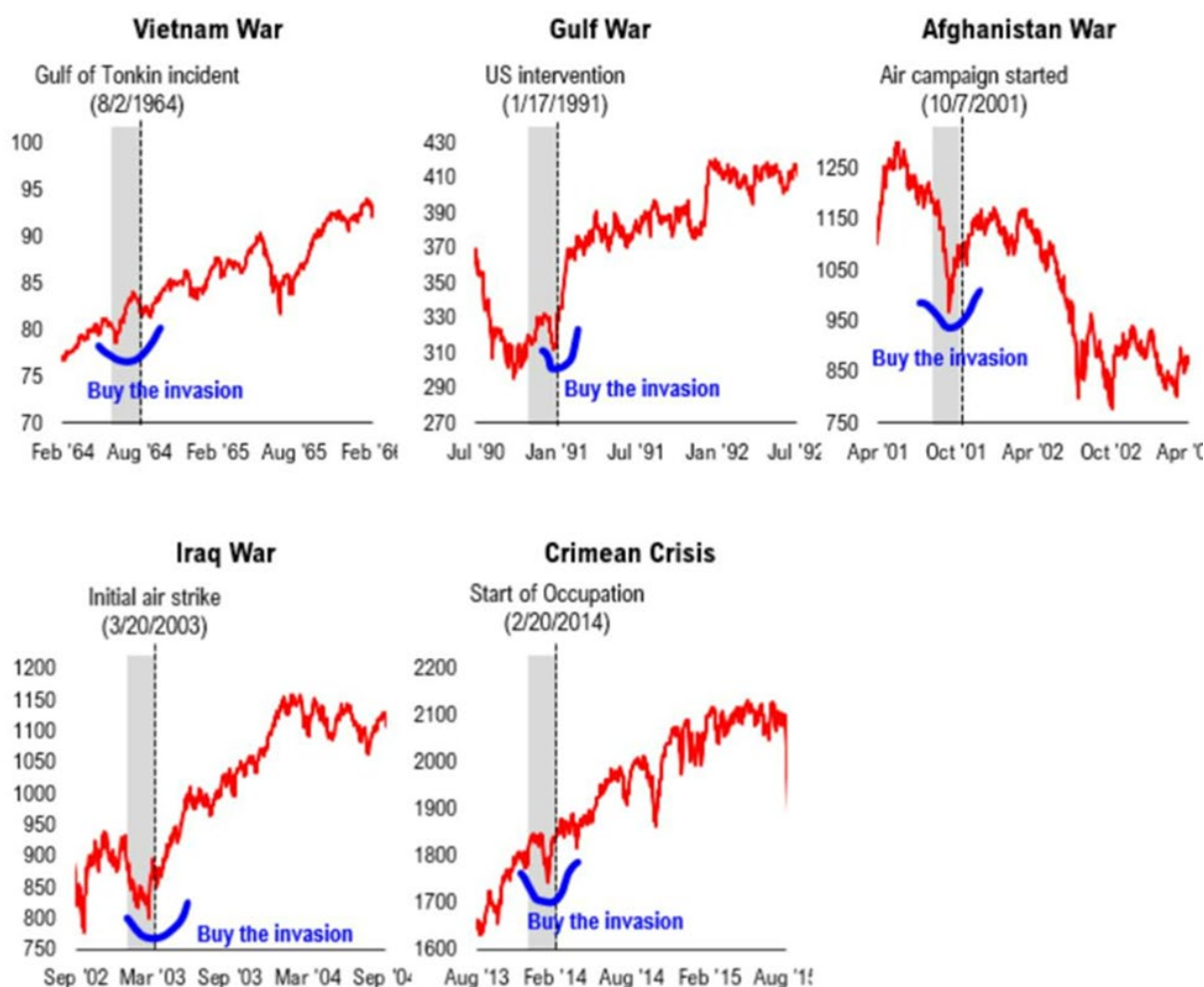


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl.

Obecna korekta nie musi koniecznie oznaczać odwrócenia trendu. Kluczowe dla przyszłych kursów powinny być jednak czynniki zewnętrzne warunkujące otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza oraz geopolityczna. Motorem napędowym dalszych wzrostów, podobnie jak przed kwartałem, zdają się być oczekiwania na poprawę wyników spółek w kolejnych okresach, historycznie niskie wyceny, jak i poszukiwanie atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych w stosunku do depozytów bankowych, które obecnie nie oferują zwrotu pokrywającego wysoką inflację. O branżach, które najlepiej radzą sobie w środowisku rosnących cen piszemy w następnym rozdziale niniejszej publikacji.

Istotny wpływ na wyceny ma trwająca wojna na Ukrainie, której jednym ze skutków jest istotny wzrost ryzyka systematycznego w regionie. Sytuacja rynkowa jest niepewna, co utrudnia szacowanie przyszłych wycen. Wojenny spadek indeksów ma jednak potencjał na wygenerowanie nowej hossy – już wyceny kwietniowe sugerują odbicie od wartości z przełomu lutego i marca. Warto również uzupełnić tę informację popularnym w pierwszych dnia wojny porównaniem zmian wartości indeksu S&P 500 w sytuacji wystąpienia nowego konfliktu zbrojnego. Analogia do rynku polskiego byłaby tu jednak nieuzasadniona ze względu na bliskość konfliktu i jego wpływ na naszą gospodarkę.

Wykres. Odczyty S&P 500 w okresie 6 miesięcy przed i 18 miesięcy po wybuchu nowego konfliktu zbrojnego lub wojny

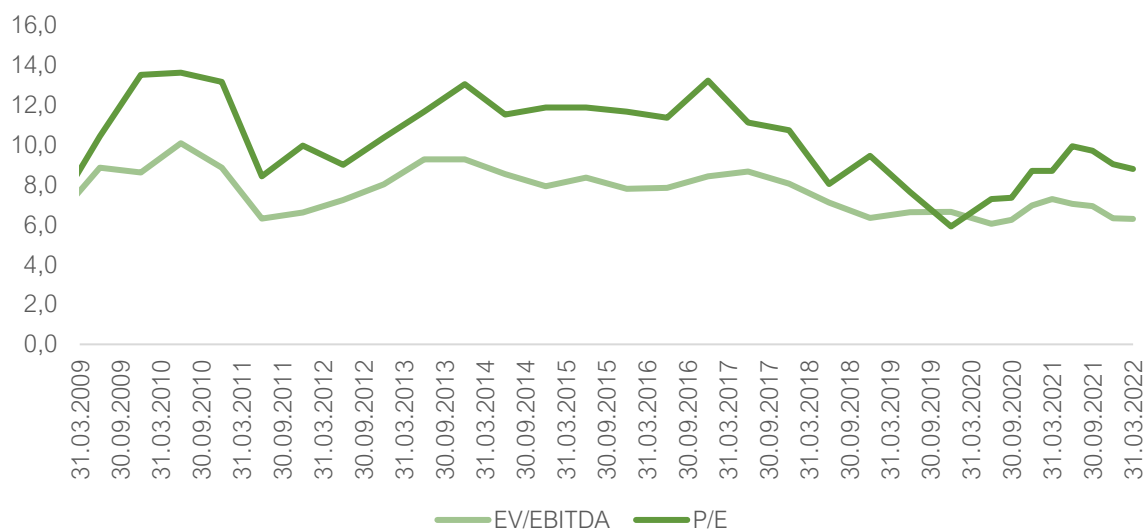


Źródło: Fundstrat.

Obserwując mnożniki wycen na GPW, zauważamy istotny spadek ich wartości w stosunku do trzech poprzednich kwartałów oznaczający powrót do historycznie niskich poziomów wycen. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła na koniec czwartego kwartału 2021 r. wartość 6,29x (w porównaniu do 6,32x na koniec 4Q 2021 r. i 6,97x na koniec 2020 r.), natomiast EV/Sales osiągnął 0,92x (vs. 1,00x na 31.12.2021 r. oraz 0,94x na koniec

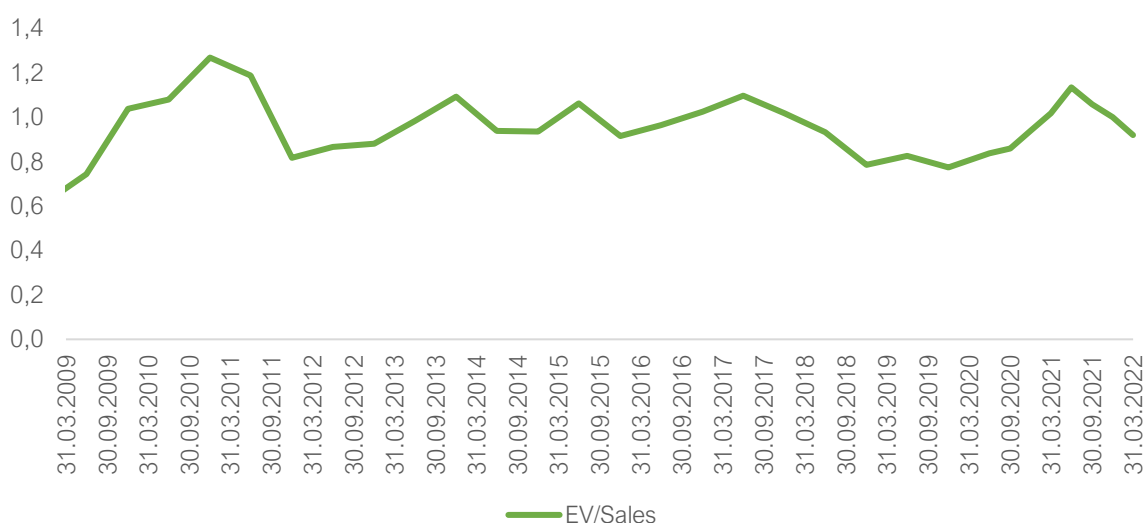
2020 r.). Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec czwartego kwartału 2021 r. 8,80x (vs. 9,04x na 31.12.2021 r. oraz 8,70x na koniec 2020 r.)¹.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters.

Wykres. Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/Sales



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Reuters.

Powodem spadku wartości mnożników w ostatnim kwartale są niższy rynkowy poziom wycen spółek (odzworowany w spadku indeksów giełdowych) oraz wzrosty osiąganych wyników finansowych, zwiększające mianownik wskaźników. Jak wskazują dane serwisu Reuters, zysk EBITDA wszystkich spółek notowanych na GPW za ostatnie 12 miesięcy (LTM) wzrósł o 30% w stosunku do zysku osiągniętego w roku 2020. Mnożniki

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.



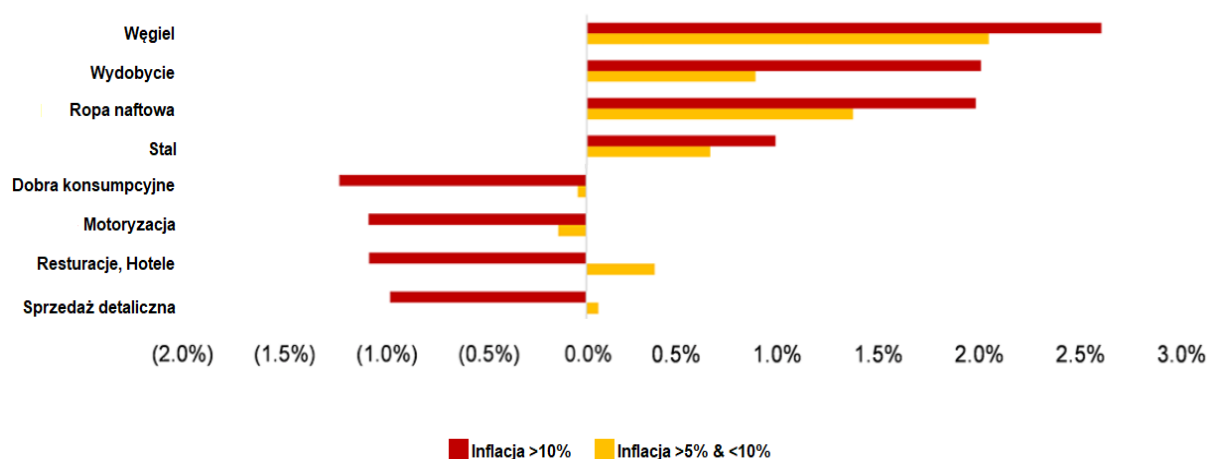
zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) sugerują zatem niskie i atrakcyjne poziomy wycen na GPW na tle ich historycznych wartości oraz w zestawieniu z alternatywnymi inwestycjami finansowymi.

Kto najlepiej poradzi sobie z inflacją

W poprzednim wydaniu Baker Tilly TPA Index wskazaliśmy na wpływ inflacji na sprawozdanie finansowe oraz wskaźniki analizy finansowej, a także, w oparciu o badania rynku amerykańskiego, stwierdziliśmy, że akcje w przeszłości zapewniały ochronę przed realną utratą wartości pieniądza. Zdolność do podnoszenia cen jest jednak różnicowana zależnie od sektora oraz pozycji strategicznej danego przedsiębiorstwa.

Historia pokazuje, że najlepiej z przenoszeniem wyższych cen na odbiorców radziły sobie podmioty z sektora energetycznego, surowcowego i stalowego, co przekładało się na najwyższe stopy zwrotu z akcji takich spółek. Wynika to zapewne z faktu, że ceny ich wyrobów ustalane są często na giełdach lub w globalnych bądź regionalnych kwotowaniach, przez co łatwo odnieść się do warunków panujących na rynku. Co więcej, są to zwykle relacje B2B, w których argument wyższych cen na rynku jest znacznie bardziej akceptowany. Na drugim biegunie, czyli najslabiej radzące sobie z podwyżkami cen, znalazły się sektory eksponowane na klienta końcowego – sprzedaż detaliczna, restauracje, hotele, czy też producenci dóbr konsumpcyjnych. Trudno jest bowiem wprowadzić znaczące podwyżki klientom indywidualnym, szczególnie że są to zwykle sektory charakteryzujące się zwiększoną konkurencją.

Wykres. Najlepsze i najgorsze sektory w okresie inflacji (średni miesięczny realny zwrot z inwestycji w akcje w USA w okresach podwyższonej inflacji, lata 1947-2021)



Źródło: "Myth-Busting: Equities Are an Inflation Hedge", N. Rabener.

Narzędziem, które pozwala ocenić natężenie konkurencji i zdolność do podwyższania cen, jest model pięciu sił Portera. Odnosi się on do konkurencji między obecnymi graczami na rynku, siły przetargowej wobec dostawców oraz odbiorców, zagrożenia wejścia nowych podmiotów oraz groźby pojawienia się czy też przejścia klientów do produktów substytucyjnych. Analiza każdego z tych elementów pozwala określić pozycję strategiczną firmy, a w konsekwencji jej zdolność do podwyżek i przenoszenia wyższych kosztów na klienta.

Jedną z kluczowych determinantów natężenia konkurencji w ramach istniejących już graczy w sektorze jest liczba uczestników rynku. Im jest ona większa, tym konkurencja bardziej zbliża się do doskonałej i utrudnia podnoszenie cen. Mniejsza liczba graczy, w skrajnym przypadku oligopol lub monopol, pozwala na bardziej agresywne zachowania i strategie rynkowe. Drugi istotny aspekt to homogeniczność produktu – jeśli jest on taki sam lub bardzo podobny (a można tak określić obiad lub nocleg), to trudniej jest wyróżnić się na tle konkurencji. Jednocześnie istotna jest łatwość zmiany dostawcy z perspektywy klienta, bo pozwala elastycznie wybierać najtańszego oferenta na rynku. O determinacji w rywalizacji będzie decydować również poziom kosztów stałych oraz kosztu krańcowego. Wysokie koszty stałe i niski koszt krańcowy sprzyjają walce o każdego klienta i stanowią

barierę dla podwyżek. Dopóki nie ma silnej więzi z marką lub wyjątkowych, trudnych do zastąpienia cech oferowanego produktu, czynnikiem decydującym o zakupie będzie najniższa cena.

Graf. 5 sił Portera



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA.

W relacji z klientem o pozycji negocjacyjnej decyduje przede wszystkim rozdrobnienie odbiorców i ich znaczenie dla sprzedawcy. Im większe jest rozproszenie sprzedaży, tym teoretycznie łatwiej powinno być o podwyżkę cen, bo utrata pojedynczego klienta będzie mniej odczuwalna. Jednak istotna jest też wrażliwość cenowa nabywców. Będzie ona wysoka w sytuacji, gdy istnieje wiele alternatyw w postaci innych dostawców lub dóbr substytucyjnych, a także w przypadku typowych produktów lub usług o niskim koszcie zmiany sprzedawcy. Silna lojalność i przywiązanie klienta do konkretnego dostawcy nabierają wtedy znaczenia.

Ponieważ inflacja przekłada się na wyższe koszty zakupu, ważna jest pozycja w relacjach z dostawcami, by minimalizować negatywny efekt wyższych cen. Będzie o to łatwiej, gdy lista dostępnych kontrahentów jest długa. W przeciwnym razie dostawca wykorzysta brak alternatyw klienta i łatwiej podniesie ceny. Wysokie koszty zmiany partnera biznesowego oraz brak substytutów mogących zastąpić dany produkt lub usługę będą tylko wzmocniać pozycję dostawcy.

Czwarty element dotyczy zagrożenia wejściem nowych graczy. Powstawanie nowych biznesów zależy od wielu czynników, w tym otoczenia makroekonomicznego oraz postrzegania perspektyw gospodarczych przez uczestników rynku. Podnoszenie cen jest utrudnione, gdy liczba konkurentów się zwiększa. W kontekście analizy sektorowej pojawienie się nowych podmiotów będzie zależeć w dużej mierze od występujących barier wejścia. Do najważniejszych z nich należą wymagania kapitałowe na rozpoczęcie biznesu, posiadanie specjalistycznej wiedzy lub rzadkich zasobów, czy też dostęp do kanałów dystrybucji. Mogą to też być wysokie koszty stałe, efekty skali wspierające już obecnych uczestników lub występujące duże nadwyżki mocy produkcyjnych w sektorze. Im trudniej pokonać te bariery, tym mniej będzie nowych konkurentów, a życie obecnych graczy będzie łatwiejsze. Poszczególne sektory istotnie różnią się w zakresie trudności pokonania barier wejścia.

Ostatnim obszarem analizy jest dostępność produktów lub usług substytucyjnych, czyli spełniających tę samą funkcję. Ich obecność oraz łatwość przechodzenia na nie przez konsumentów będą utrudniać podwyżki cen ze względu na obawy o utratę klienta. Tutaj znowu kluczową rolę gra lojalność i przyzwyczajenie wobec konkretnych produktów, marek lub dostawców.



Po spojrzeniu na pięć sił determinujących pozycję strategiczną przedsiębiorstwa, nie dziwi fakt, że branże z najgorszą skutecznością podczas okresów inflacji to dobra konsumpcyjne, restauracje czy hotele. Oczywiście będą wśród nich wyjątki, ale ogólnie charakteryzują się one wysokim rozdrobnieniem, niską siłą przetargową wobec dostawców i nabywców, brakiem trudnych do przejścia barier wejścia oraz występowaniem licznych substytutów. Wszystko to ogranicza ich zdolność do łatwego przenoszenia wyższych kosztów na klienta. Analizując w ten sposób inne branże i poszczególne przedsiębiorstwa, można z wyprzedzeniem przewidzieć, jak poradzą sobie w trudnym okresie rosnących cen, z którym mamy obecnie do czynienia.

Skup udziałów/akcji własnych jako alternatywa dla dywidendy

Wiosna to okres, kiedy dobiega końca proces sporządzenia rocznych sprawozdań finansowych w spółkach. Następnym etapem jest przyjęcie sprawozdania finansowego przez organ zatwierdzający, czyli walne zgromadzenie udziałowców spółki. Po podjęciu uchwały o zatwierdzeniu sprawozdania następuje decyzja o podziale wypracowanego zysku. Zwyczajowo spółki dystrybuują środki do właścicieli w postaci dywidendy, która wydaje się być naturalną konsekwencją decyzji o wypłacie gotówki. Jednak nie jest to jedyna opcja.

Skup oznacza niższe podatki

Warto wziąć pod uwagę skup udziałów/akcji jako formę wynagrodzenia dostawców kapitału własnego. W stosunku do wypłaty dywidendy ma on kilka zalet, z których największą jest korzyść podatkowa dla udziałowców. Wypłata dywidendy z automatu wiąże się z naliczeniem podatku dochodowego według stawki 19%. Kwota netto otrzymywana przez inwestora stanowi zatem 81% uchwalonej dywidendy. W przypadku skupu udziałów/akcji stawka podatku również wynosi 19% z uzyskanego dochodu. Jednak sytuacja tu jest korzystniejsza, ponieważ cena nabycia udziałów/akcji stanowi koszt uzyskania przychodu pomniejszający dochód.

Decydująca zatem będzie tu wartość rynkowa udziałów/akcji, ponieważ powinna ona determinować cenę sprzedaży. Im bliższa ona będzie do ceny nabycia, tym mniejszy dochód zostanie rozpoznany i mniejszy podatek będzie należny do urzędu skarbowego. Jeśli cena nabycia była niska a cena sprzedaży wysoka, a w związku z tym różnica między ceną sprzedaży a ceną zakupu będzie zbliżać się do wartości ceny sprzedaży, korzyść z tarczy podatkowej będzie znacznie ograniczona. Ale w wielu przypadkach może okazać się, że efektywne opodatkowanie wypłaty zmniejszy się do kilkunastu bądź nawet zaledwie kilku procent. Zalecany rozwiązaniem będzie tu skorzystanie z niezależnego doradcy, który wyznaczy rynkową wartość udziałów/akcji.

Pozostałe korzyści skupu

Korzyści podatkowe to nie jedyny powód, by zastanowić się nad wyborem tego sposobu na wypłatę środków. W przypadku spółek o rozdrobnionym akcjonariacie, a przynajmniej posiadających kilku udziałowców, preferencje wobec wypłaty mogą się istotnie różnić. Nie każdy z właścicieli będzie potrzebował wypłaty, ponieważ część inwestorów może optować za reinwestycją zysków w rozwój spółki. Dywidenda obligatoryjnie trafia do wszystkich właścicieli proporcjonalnie do ich udziału w strukturze kapitału. Natomiast skup akcji jest dobrowolny i można z niego nie skorzystać. Zatrzymując swoje udziały/akcje w sytuacji odkupu przez spółkę, zwiększamy swój udział w jej kapitale (nasza liczba walorów się nie zmienia, a ich łączna liczba zmniejsza się). Dzięki temu możemy lepiej zaspokoić oczekiwania dotyczące inwestycji poszczególnych inwestorów.

Kolejną zaletą skupu jest elastyczność odnośnie terminów wypłat, a nawet możliwość rezygnacji z transakcji w przypadku zmiany sytuacji w spółce lub jej otoczeniu. Uchwała walnego zgromadzenia określa warunki brzegowe nabywania udziałów/akcji (przedział lub dokładna cena, maksymalna ilość oraz termin), natomiast sama realizacja pozostaje w gestii zarządu spółki. To on będzie decydował o realizacji transakcji i w razie potrzeby może ją realizować etapami, odroczyć lub zupełnie z niej zrezygnować. Nie będzie to rodzić żadnych konsekwencji wobec spółki. Oczywiście uchwała o dywidendzie również może zakładać płatności w ratach, ale nie można później zmienić ich terminów lub wycofać się z płatności.

Dla spółek publicznych zalety skupu zawierają jeszcze dwa aspekty – poprawę płynności oraz wsparcie notowań akcji. Dodatkowe transakcje zwiększają wolumen akcji podlegających obrotowi w danym okresie. Interpretuje się to jako lepszą płynność inwestycji, bo łatwiej jest sprzedać posiadane walory na giełdzie. Wyższa płynność z kolei wpływa na obniżenie kosztu kapitału, bo ogranicza ryzyko inwestorów. Co więcej, popyt generowany przez skup wspiera cenę rynkową, co stabilizuje kurs w okresach większej zmienności, a także pozytywnie wpływa na wartość opcji na akcje (wypłata dywidendy jest negatywna dla wartości opcji).

Wady skupu

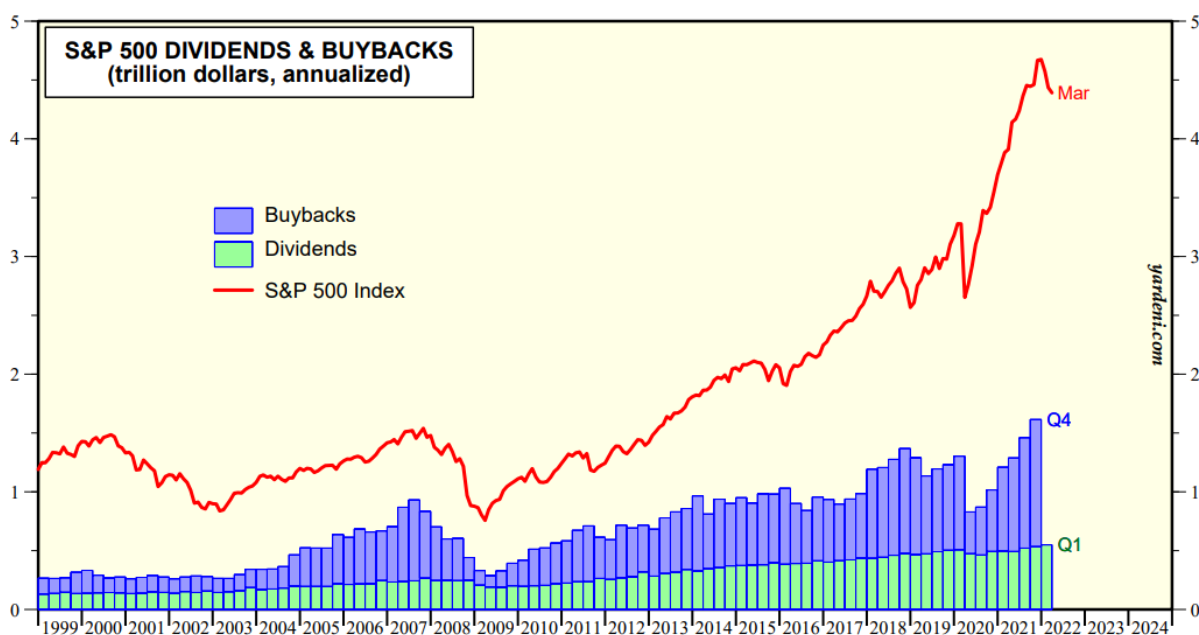
Ze skupem udziałów/akcji wiąże się jeden czynnik ryzyka – spółka może przepłacić za swoje walory. O ile skup odbywa się proporcjonalnie i uczestniczą w nim wszyscy wspólnicy, sytuacja ta nie ma znaczenia, bo stanowi jedynie przesunięcie korzyści z przyszłości do momentu bieżącego. Jednak w sytuacji skupu kierowanego lub nieproporcjonalnego (np. gdy część inwestorów nie chce zmniejszyć swojego zaangażowania) zapłata ceny przewyższającej wartość godziwą doprowadzi do transferu wartości od pozostałych w spółce do sprzedających. Jest to naturalne, ponieważ płacąc np. 110 za coś wartego 100, nie tworzymy wartości dla spółki.

Realizacja skupu wpływa również na raportowany wskaźnik zysku na akcję, który jest istotnym parametrem dla inwestorów w spółkach publicznych. Zysk na akcję, potocznie zwany EPS (ang. earnings per share), obliczany jest na podstawie następującej formuły:

$$EPS = \frac{\text{zysk netto okresu}}{\text{średnioważona liczba akcji w okresie}}$$

W przypadku skupu akcji ich liczba się zmniejsza – udziały/akcje własne posiadane przez spółkę nie dają prawa głosu ani prawa do dywidendy, więc nie są uwzględniane w wyznaczaniu mianownika w powyższej formule, zmniejszając średnioważoną liczbę akcji. Prowadzi to do wzrostu EPS nawet mimo braku poprawy zysków w spółce. Może to zniekształcać percepcję spółki, tworząc obraz wzrostu będącego efektem zabiegów finansowych a nie biznesowych. Wspomniane zalety wydają się jednak przewyższać wady tej metody, co przekłada się na rosnącą popularność skupu wobec dywidendy w ostatnich latach, szczególnie na rynku amerykańskim.

Wykres. Porównanie popularności dywidendy i skupu akcji na rynku amerykańskim



Źródło: "Corporate Finance Briefing: S&P 500 Buybacks & Dividends, Yardeni Research, Inc.

Na wykresie przedstawione są wartości skupu akcji oraz dywidend w przypadku spółek z indeksu S&P500. Jak widać, niebieskie słupki reprezentujące kwoty przeznaczone na skup akcji, są ostatnio istotnie wyższe od zielonych, odpowiadających płatnościom dywidendy. Z wykresu płyną jeszcze dwa inne wnioski. Po pierwsze potwierdza on elastyczność skupu, dzięki czemu w okresach recesji lub niepewności w otoczeniu można zredukować jego skalę, a zwiększyć w lepszych czasach, gdy spółki dysponują nadwyżkami. Po drugie, potwierdza się wspomniany czynnik ryzyka – największe skupy odbywają się w okresach dobrej koniunktury, kiedy

spółki mają najwięcej wolnych środków, ale również ceny są wtedy wysokie. Może to prowadzić do skupowania akcji po zawyżonych cenach i destrukcji wartości wobec inwestorów pozostających w spółce.

Aspekty formalno-prawne związane ze skupem

Zgodnie z przepisami prawa obowiązuje co do zasady zakaz nabywania przez spółki kapitałowe odpowiednio udziałów albo akcji własnych. Kodeks spółek handlowych obejmuje enumeratywnie wymienione przypadki możliwych odstępstw od powyższej zasady. Są to m.in.:

- nabycie w drodze egzekucji na zaspokojenie roszczeń spółki, których nie można zaspokoić z innego majątku wspólnika/akcjonariusza,
- nabycie w celu umorzenia udziałów/akcji,
- nabycia akcji, które mają być zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat,
- spółki publicznej, nabywającej akcje w celu wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje.

Najszerzy katalog wyłączeń zakazu nabywania akcji własnych ustawodawca przewidział dla spółki akcyjnej. Należy jednocześnie zauważyć, że przepisy zawierające wyłączenia powyższego zakazu są przy tym dla spółki akcyjnej najbardziej obwarowane dodatkowymi przesłankami, które muszą zostać spełnione, aby nabycie akcji własnych było dopuszczalne, a tym same zgodne z obowiązującymi przepisami prawa. W przypadku każdej spółki kapitałowej umorzenie udziałów/akcji jest dopuszczalne tylko wtedy, gdy umowa/statut spółki tak stanowi.

Najczęściej spotykanym w praktyce przypadkiem nabywania udziałów/akcji własnych przez spółkę kapitałową (obok wypełnienia zobowiązań związanych z realizacją emisji obligacji zamiennych na akcje, czy też programów motywacyjnych) jest ich nabycie w celu umorzenia udziałów/akcji (tzw. umorzenie dobrowolne). W wyniku umorzenia udziałów/akcji zostają one unicestwione, a wspólnikowi/akcjonariuszowi co do zasady należne jest stosowne wynagrodzenie (zwane niekiedy dywidendą likwidacyjną).

W przypadku spółki z o.o. dobrowolne umorzenie udziałów może nastąpić zarówno w drodze obniżenia kapitału zakładowego, jak również może zostać sfinansowane z czystego zysku spółki. W przypadku umorzenia udziałów z czystego zysku (bez obniżenia kapitału zakładowego) dochodzi do sytuacji, w której na skutek umorzenia udziałów łączna wartość nominalna pozostałych po takim umorzeniu udziałów jest niższa od wysokości kapitału zakładowego. W praktyce może to prowadzić do trudności w zakresie ustalania kworum, kwestii stwierdzenia, czy osiągnięto w głosowaniu wymaganą większość głosów czy przy ustaleniach w zakresie podziału zysku. W przeciwieństwie do spółki z o.o., umorzenie akcji w spółce akcyjnej wymaga każdorazowo obniżenia kapitału zakładowego.

Jak wskazano powyżej, umorzenie udziałów/akcji następuje co do zasady za wynagrodzeniem ustalonym według formuły wynikającej z umowy/statutu spółki - a w przypadku braku stosownych postanowień w umowie/statucie spółki – odpowiednio z uchwały zgromadzenia wspólników albo walnego zgromadzenia. Przepisy Kodeksu spółek handlowych nie narzucają przy umorzeniu dobrowolnym metody ustalenia wynagrodzenia z tytułu umorzenia.

W przypadku spółek publicznych wykup akcji może następować na kilka sposobów, w zależności od rozmiaru planowanego wykupu czy specyfiki danego rynku. Może przybierać formę m.in. wezwania do sprzedaży akcji po stałej cenie, indywidualnego ustalania warunków transakcji, nabywania akcji na wolnym rynku, czy też wezwania do sprzedaży akcji w drodze tzw. przetargu holenderskiego. Co ciekawe, statut spółki akcyjnej może przewidywać, że w zamian za akcje umorzone spółka emituje świadectwa użytkowe bez określonej wartości nominalnej. Jeżeli statut nie stanowi inaczej, świadectwa użytkowe uczestniczą na równi z akcjami w dywidendzie oraz w nadwyżce majątku spółki, pozostałej po pokryciu wartości nominalnej akcji.

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Średni ważony koszt kapitału (WACC) jest kluczową wartością wykorzystywaną do analizy projektów inwestycyjnych oraz wyceny aktywów i całych przedsiębiorstw. O ile składowa odpowiadająca za koszt długu nie sprawia zwykle problemów z wyznaczeniem jej kosztu do kalkulacji WACC, o tyle koszt kapitału własnego jest już znacznie trudniejszy do określenia. Dlatego poniżej prezentujemy wyznaczone przez nas wartości kosztu kapitału własnego w poszczególnych sektorach gospodarki. Dla spółek o średnim ryzyku dla danej branży oraz typowej strukturze finansowania dla danego sektora będzie to wystarczające przybliżenie kosztu kapitału własnego.

Po istotnym wzroście stóp procentowych w ostatnich miesiącach obecną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce w całej gospodarce szacujemy na 10,88%.

Tabela. Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne / spółdzielcze	9,0%	Metale i górnictwo	12,2%	Sprzedaż hurtowa	10,6%
Banki uniwersalne	12,0%	Metale szlachetne	10,9%	Sprzęt elektryczny	12,2%
Budowlany	11,9%	Militaria/obronność	11,8%	Sprzęt i usługi biurowe	11,3%
Chemiczny (podstawowy)	10,8%	Napoje alkoholowe	9,2%	Sprzęt telekomunikacyjny	10,9%
Chemiczny (specjalistyczny)	10,8%	Napoje bezalkoholowe	10,1%	Sprzęt wydobywczy	12,8%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	12,0%	Nieruchomości	10,2%	Stalowy	11,8%
Części samochodowe	13,3%	Obuwie	11,6%	Szpitaly / placówki opieki zdrowotnej	9,7%
Deweloperski	10,0%	Odzież	11,5%	Technologie dla ochrony zdrowia	10,3%
Dystrybucja ropy / gazu	10,2%	Opakowania	10,3%	Telekomunikacja	10,6%
Edukacja	10,0%	Opony	11,1%	Telewizja	10,6%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	12,0%	Oprogramowanie (Internet)	10,5%	Telewizja kablowa	8,7%
Elektronika (ogólna)	11,1%	Oprogramowanie (rozrywka)	11,0%	Transport	10,6%
Energetyka	10,1%	Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	10,9%	Transport kolejowy	12,3%
Energia odnawialna	10,3%	Papierowy i drzewny	10,2%	Transport lotniczy	13,9%
Farmaceutyczny	10,7%	Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	10,0%	Transport samochodowy	11,4%
Handel detaliczny	9,3%	Półprzewodniki	12,4%	Tytoń	8,6%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze	Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	8,8%	Produkty gospodarstwa domowego	10,1%	Ubezpieczenia (majątkowe)	10,1%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	11,1%	Produkty zdrowotne	10,7%	Ubezpieczenia (ogólne)	11,2%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	11,8%	Przemysł stoczniowy i morski	11,1%	Ubezpieczenia (życie)	12,1%
Handel detaliczny (online)	12,0%	Przetwórstwo spożywcze	9,5%	Usługi biznesowe i konsumenckie	11,2%
Hotele i hazard	12,6%	R.E.I.T.	10,1%	Usługi dla nieruchomości	9,3%
Hurtownicy żywności	9,8%	Reasekuracja	13,2%	Usługi finansowe	10,7%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	10,2%	Reklama	10,9%	Usługi informacyjne	11,2%
Inżynieria / budownictwo	11,1%	Rekreacja	11,2%	Usługi informatyczne	10,8%
Kanalizacja i ścieki	8,3%	Restauracje	13,1%	Usługi środowiskowe i odpadowe	11,0%
Komputery / urządzenia peryferyjne	11,0%	Rolnictwo	9,5%	Usługi telekomunikacyjne	9,5%
Leki (biotechnologia)	11,2%	Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	13,3%	Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	9,9%
Maszynowy	11,4%	Ropa i gaz (zintegrowany)	12,2%	Użyteczności publicznej	9,8%
Materiały budowlane	10,9%	Rozrywkowy	11,0%	Węgiel	14,4%
Podwykonawcy budowlani	11,5%	Samochody i ciężarówki	11,9%	Wydawnictwa i gazety	10,4%
Meble / wyposażenie domu	11,1%	Sprzedaż detaliczna	12,4%		

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA.

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Ze względu na trudność w zbieraniu danych, ich zmienność, a także często skomplikowany charakter ich pozyskania, metodologia 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, by ułatwić jego oszacowanie w różnych przedsiębiorstwach i przedsięwzięciach, aktualizując cyklicznie zmienne, które są wymagane do obliczeń.

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 dzień 11.04.2022 r. ich rentowność wyniosła 6,15% (w porównaniu do 3,67% na koniec 2021 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 4,73%. Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 10,88%.

Warty odnotowania jest ostatni wzrost stopy wolnej od ryzyka wobec poprzedniego kwartału. W pierwszym kwartale 2022 r. nastąpił wzrost rentowności obligacji skarbowych o 2,48 p.p. (co przełożyło się na wzrost stopy wolnej od ryzyka) oraz wzrost premii za ryzyko rynkowe o 0,49 p.p. (co dodatkowo powiększyło koszt kapitału).

Jednak ryzyko poszczególnych działalności istotnie się różni. By 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, by 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 amerykańskiego, jednak uważamy, że są reprezentatywne również dla innych gospodarek.

Powyższe 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:

$$k_e = r_{fPL} + \beta \times MRP$$

gdzie:

- k_e – koszt kapitału własnego,
- r_{fPL} – rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce (aktualnie 6,15%),
- β – współczynnik beta,
- MRP – rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,73%).

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.

$$k_e = r_f + CRP + \beta \times MRP + \alpha$$

gdzie:

- 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 bez ryzyka). Obecnie

taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 5,19%. Dla waluty EUR będzie to 0,79%, a dla USD jest na poziomie 1,50%.

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 poniżej. 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).

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

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 poniżej 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.

Tabela. Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na dzień 11.04.2022 r.

Parametr	Wartość	Parametr	Wartość
r_{fPL}	6,15%	MRP	4.73%
r_f		Kapitał własny do (mln USD)	α^*
PLN	5,19%	9.611	1.00%
EUR	0,79%	2.083	1.70%
USD	1,50%	448	3.58%
CRP			
Polska	0,57%		
Niemcy	0,00%		
USA	0,00%		
Francja	0,17%		
Hiszpania	0,48%		

* dodatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych z Reuters, Ibbotson, Damodaran, Duff&Phelps.

Tabela. Wartość współczynników beta dla poszczególnych sektorów gospodarki

Sektor	Beta	Beta aktywów	Sektor	Beta	Beta aktywów
Banki regionalne/spółdzielcze	0.6	0.2	Półprzewodniki	1.3	1.2
Banki uniwersalne	1.2	0.3	Produkty gospodarstwa domowego	0.8	0.7
Budowlany	1.2	1.1	Produkty zdrowotne	1.0	0.9
Chemiczny (podstawowy)	1.0	0.7	Przemysł stoczniowy i morski	1.0	0.8
Chemiczny (specjalistyczny)	1.0	0.9	Przetwórstwo spożywcze	0.7	0.6
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1.2	1.1	R.E.I.T.	0.8	0.5
Części samochodowe	1.5	1.2	Reasekuracja	1.5	1.4
Deweloperski	0.8	0.6	Reklama	1.0	0.8
Dystrybucja ropy / gazu	0.8	0.5	Rekreacja	1.1	0.8
Edukacja	0.8	0.6	Restauracje	1.5	1.0
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1.2	1.2	Rolnictwo	0.7	0.4
Elektronika (ogólna)	1.0	0.9	Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	1.5	0.8
Energetyka	0.8	0.6	Ropa i gaz (zintegrowany)	1.3	0.9
Energia odnawialna	0.9	0.7	Rozrywki	1.0	0.9
Farmaceutyczny	1.0	0.8	Samochody i ciężarówki	1.2	0.7
Handel detaliczny	0.7	0.4	Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1.3	1.1
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	0.6	0.4	Sprzedaż hurtowa	0.9	0.7
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1.1	0.8	Sprzęt elektryczny	1.3	1.2
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1.2	0.8	Sprzęt i usługi biurowe	1.1	0.9
Handel detaliczny (online)	1.2	1.1	Sprzęt telekomunikacyjny	1.0	1.0
Hotele i hazard	1.4	0.9	Sprzęt wydobywczy	1.4	1.0
Hurtownicy żywności	0.8	0.2	Stalowy	1.2	1.0
Inwestycje i zarządzanie aktywami	0.9	0.8	Szpital / placówki opieki zdrowotnej	0.8	0.4
Inżynieria / budownictwo	1.0	0.7	Technologie dla ochrony zdrowia	0.9	0.8
Kanalizacja i ścieki	0.5	0.3	Telekomunikacja	0.9	0.4
Komputery / urządzenia peryferyjne	1.0	0.9	Telewizja	0.9	0.7
Leki (biotechnologia)	1.1	1.0	Telewizja kablowa	0.5	0.5
Maszynowy	1.1	1.0	Transport	0.9	0.6
Materiały budowlane	1.0	0.8	Transport kolejowy	1.3	0.5
Podwykonawcy budowlani	1.1	0.9	Transport lotniczy	1.6	1.0
Meble / wyposażenie domu	1.0	1.0	Transport samochodowy	1.1	0.4
Metale i górnictwo	1.3	1.0	Tytoń	0.5	0.3
Metale szlachetne	1.0	0.9	Ubezpieczenia (majątkowe)	0.8	0.7
Militaria/obronność	1.2	1.1	Ubezpieczenia (ogólne)	1.1	0.9
Napoje alkoholowe	0.7	0.5	Ubezpieczenia (życie)	1.2	0.8
Napoje bezalkoholowe	0.8	0.7	Usługi biznesowe i konsumenckie	1.1	0.9



Sektor	Beta	Beta aktywów	Sektor	Beta	Beta aktywów
Nieruchomości	0.9	0.5	Usługi dla nieruchomości	0.7	0.4
Obuwie	1.2	1.0	Usługi finansowe	1.0	0.3
Odzież	1.1	1.0	Usługi informacyjne	1.1	1.0
Opakowania	0.9	0.7	Usługi informatyczne	1.0	0.9
Opony	1.0	0.9	Usługi środowiskowe i odpadowe	1.0	0.8
Oprogramowanie (Internet)	0.9	0.7	Usługi telekomunikacyjne	0.7	0.4
Oprogramowanie (rozrywka)	1.0	1.0	Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0.8	0.5
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	1.0	0.9	Użyteczności publicznej	0.8	0.4
Papierowy i drzewny	0.8	0.7	Węgiel	1.7	1.2
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	0.8	0.7	Wydawnictwa i gazety	0.9	0.7

Źródło: Analiza prof. A. Damodarana, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html.

Załącznik – Opis wskaźników koniunktury

Wskaźniki koniunktury wykorzystywane w obliczaniu Baker Tilly TPA Index

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS jest 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, 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.

Wykres. Historyczne wartości Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS

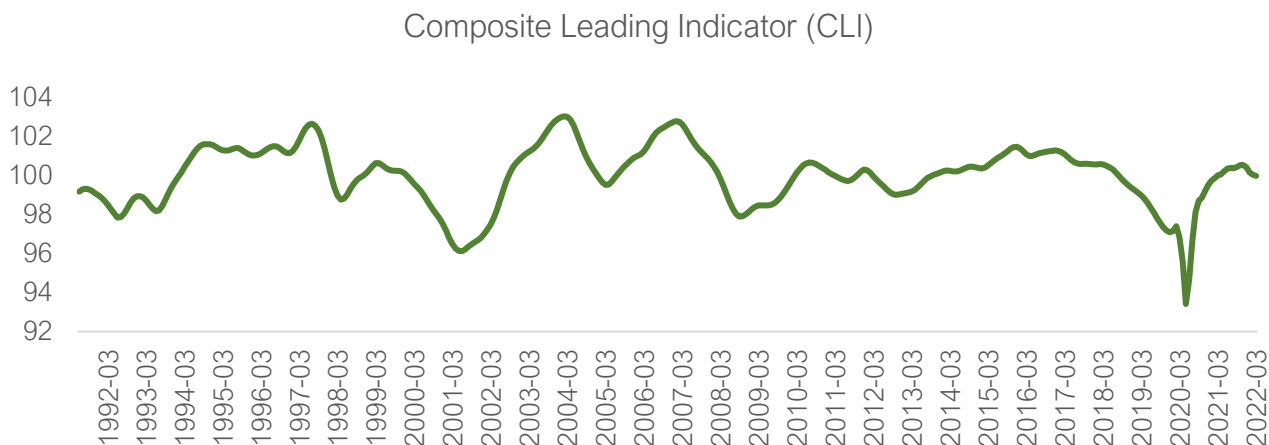


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS.

Composite Leading Indicator (CLI) OECD ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych wskazujących na wahania działalności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału. CLI wykazuje krótkoterminowe ruchy gospodarcze raczej w kategoriach jakościowych niż ilościowych. Składniki CLI są szeregami czasowymi, które wykazują wiodący związek z szeregiem odniesienia (PKB) w punktach zwrotnych. Serie komponentów dla każdego kraju są wybierane na podstawie różnych kryteriów, takich jak znaczenie gospodarcze, zachowanie cykliczne, jakość danych, terminowość i dostępność. W przypadku Polski są to realny efektywny kurs walutowy, 3-miesięczny WIBOR, produkcja w przemyśle, wolne miejsca pracy oraz produkcja węgla. Punkt zwrotny w CLI będzie zwykle sygnalizował punkt zwrotny w cyklu

koniunkturalnym za 6–9 miesięcy. Oprócz wskazywania punktów zwrotnych, CLI ma również właściwość podążania w tym samym kierunku co cykl koniunkturalny.

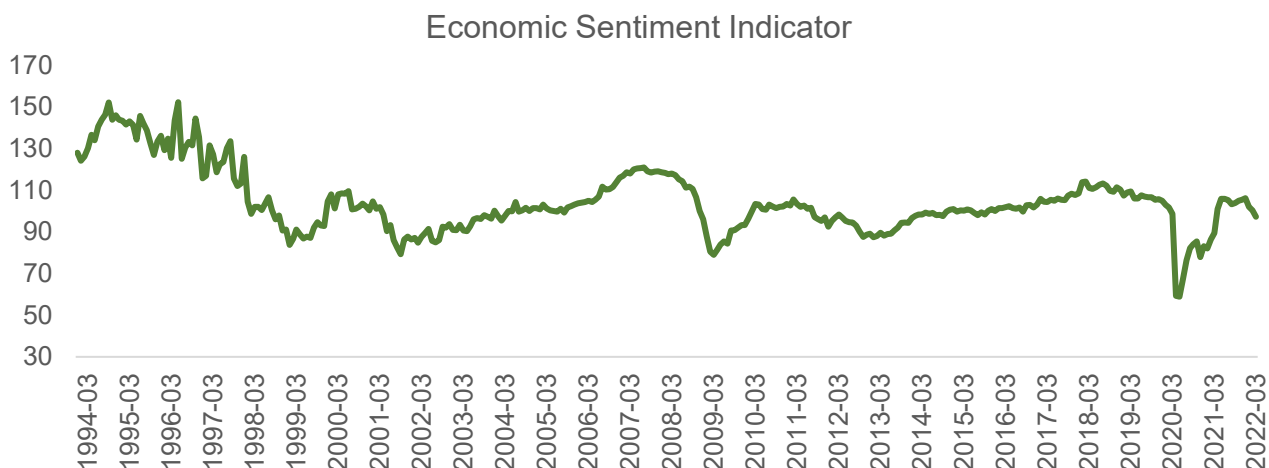
Wykres. Historyczne wartości CLI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych OECD.

Economic Sentiment Indicator (ESI) Komisji Europejskiej jest 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.

Wykres. Historyczne wartości ESI dla Polski

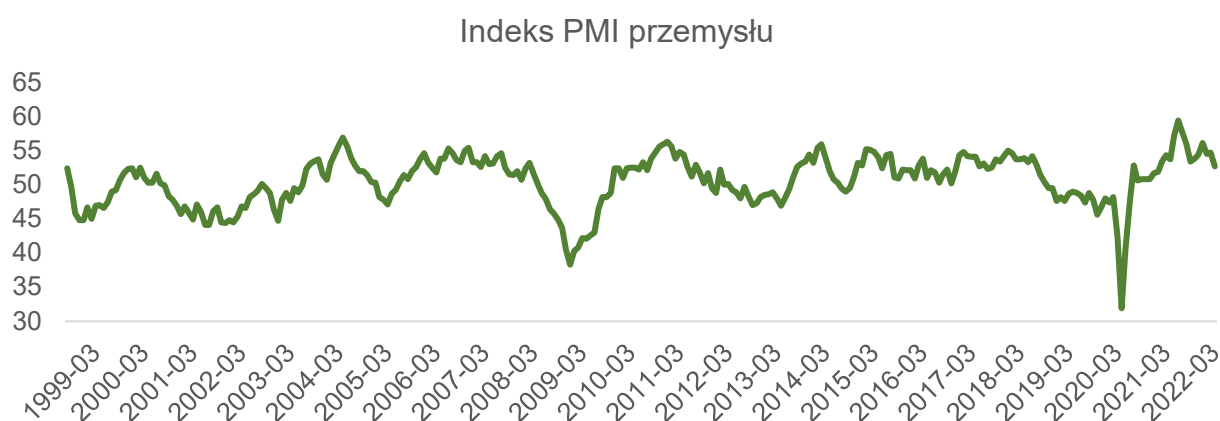


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej.

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.

Wykres. Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl.

BWUK, czyli bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej publikowany jest przez Główny Urząd Statystyczny. Obliczany 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 BT 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.

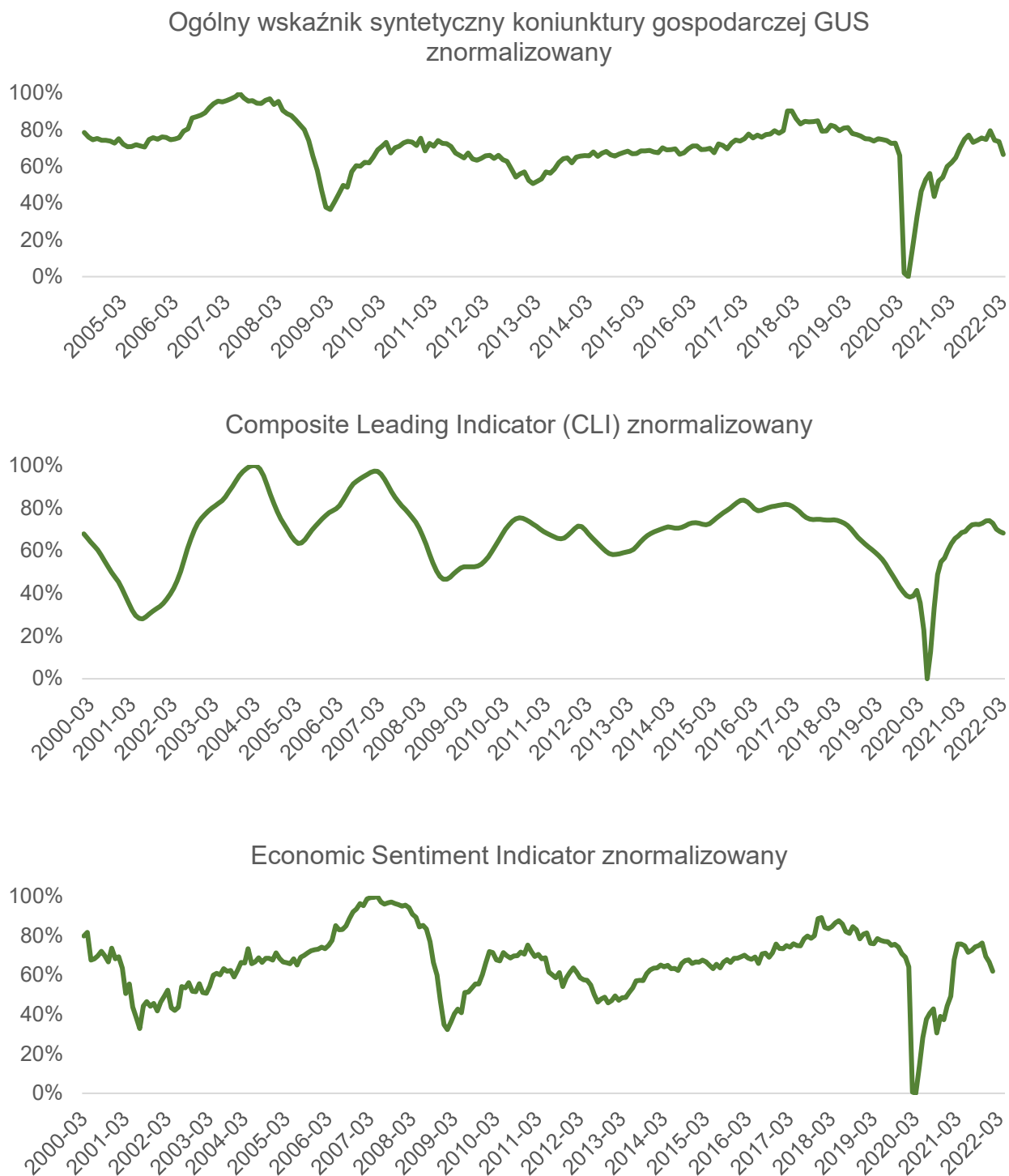
Wykres. Historyczne wartości BWUK

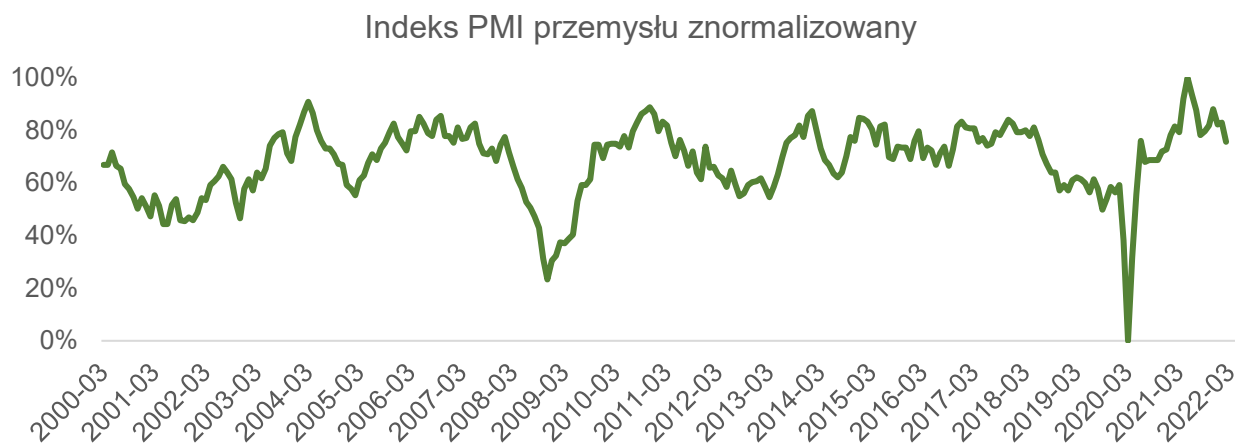


Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych GUS.

Poniżej zaprezentowane są znormalizowane wartości poszczególnych wskaźników, na bazie których obliczony został Baker Tilly TPA Index.

Wykres. Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie TPA)





Źródło: Opracowanie TPA.



Źródło: Opracowanie TPA.

O Baker Tilly TPA

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. Dostarczamy także obsługę prawną poprzez naszą kancelarię Baker Tilly Woroszyńska Legal.

Tworzymy wyjątkowe doświadczenia z naszymi klientami, aby rozwiązywać ich najpilniejsze problemy i wykorzystywać pojawiające się możliwości.

Decydując się na współpracę z Baker Tilly TPA, firmą członkowską Baker Tilly International, wybierasz firmę, która wierzy w siłę wspólnych relacji, konstruktywnych rozmów i świetlanej przyszłości.

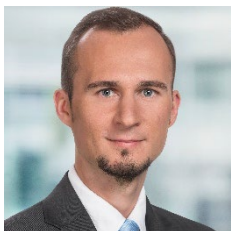
Baker Tilly TPA, TPA Poland oraz kancelaria Baker Tilly Legal są wyłącznymi reprezentantami sieci Baker Tilly International w Polsce.

www.bakertilly-tpa.pl

Kontakt:



Krzysztof Horodko
Partner Zarządzający
krzysztof.horodko@bakertilly.pl
Tel.: +48 603 935 516



Tomasz Manowiec, CFA, FCCA
Dyrektor
tomasz.manowiec@bakertilly.pl
Tel.: +48 795 554 311

Uwaga: Niniejszy dokument został przygotowany wyłącznie w celach informacyjnych i ma charakter ogólny. Każdorazowo przed podjęciem działań na podstawie prezentowanych informacji rekomendujemy uzyskanie wiążącej opinii ekspertów Baker Tilly TPA i/lub TPA Poland i/lub Baker Tilly Legal.

Baker Tilly TPA, TPA oraz Baker Tilly Woroszyńska Legal są nazwami handlowymi odpowiednio TPA Sp. z o.o. Sp.k. oraz Baker Tilly Woroszyńska Legal Sp.k. Obie firmy są członkami globalnej sieci Baker Tilly International Ltd., w ramach której każda firma członkowska ma odrębną i niezależną osobowość prawną.



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