



Baker Tilly TPA Index

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Lipiec 2022

Now, for tomorrow



Szanowni Państwo,

przedstawiamy ósme 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 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 **istotne pogorszenie w polskiej gospodarce i zapowiada dalsze spowolnienie tempa wzrostu PKB w trakcie 2022 r.**
- Krótkie podsumowanie aktywności transakcyjnej w Polsce w 2Q 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 pogłębiły 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 12,95%.**

W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji naszego indeksu **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów, podjęliśmy się analizy rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych. Staramy się ocenić bieżący poziom ich cen w Polsce oraz perspektywę na najbliższą przyszłość.

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

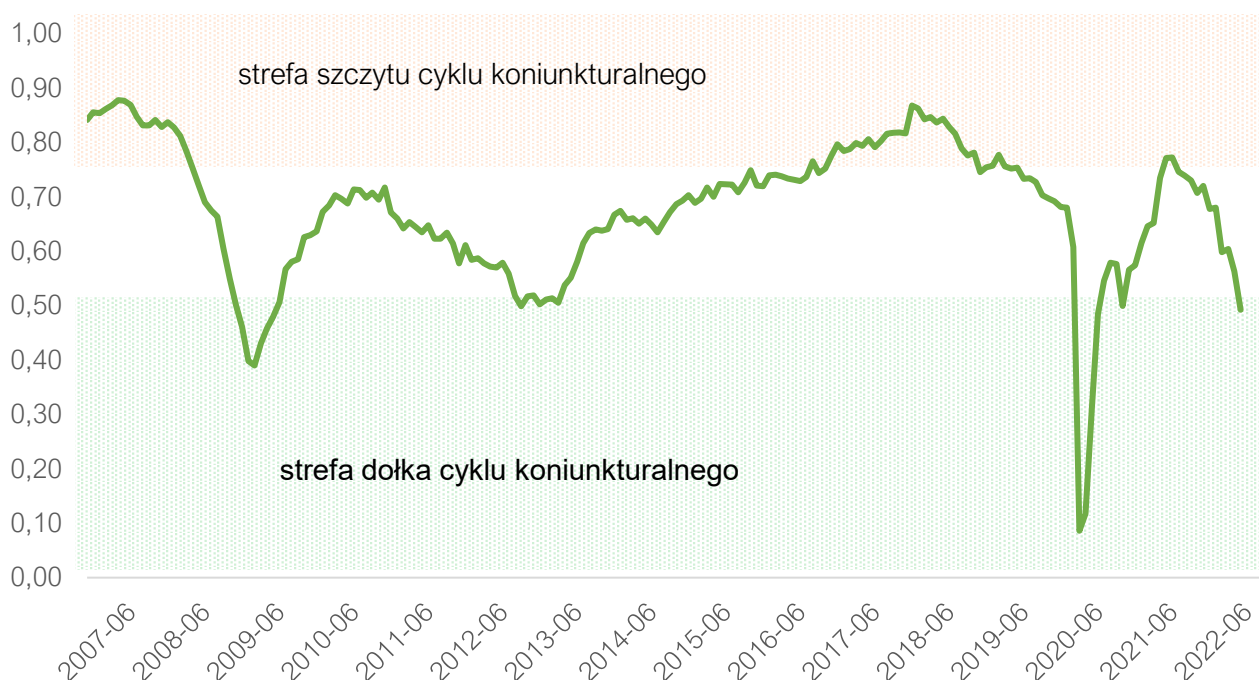
Baker Tilly TPA Index.....	4
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny	8
Czy nieruchomości są drogie?	14
Koszt kapitału własnego – ile wynosi?	19
Załącznik – Opis wskaźników koniunktury	25
O Baker Tilly TPA	31

Baker Tilly TPA Index

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Obecny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,49. Jego istotny spadek w stosunku do wartości z poprzedniej publikacji (0,60) jest pochodną pogorszenia odczytów wszystkich obserwowanych przez nas wskaźników. Największy wpływ miały spadki PMI, informującego nas o stanie krajowego przemysłu, oraz BWUK, odpowiadającego za koniunkturę konsumencką. W efekcie znaleźliśmy się w strefie odczytów wskazujących na recesyjny charakter otoczenia gospodarczego.

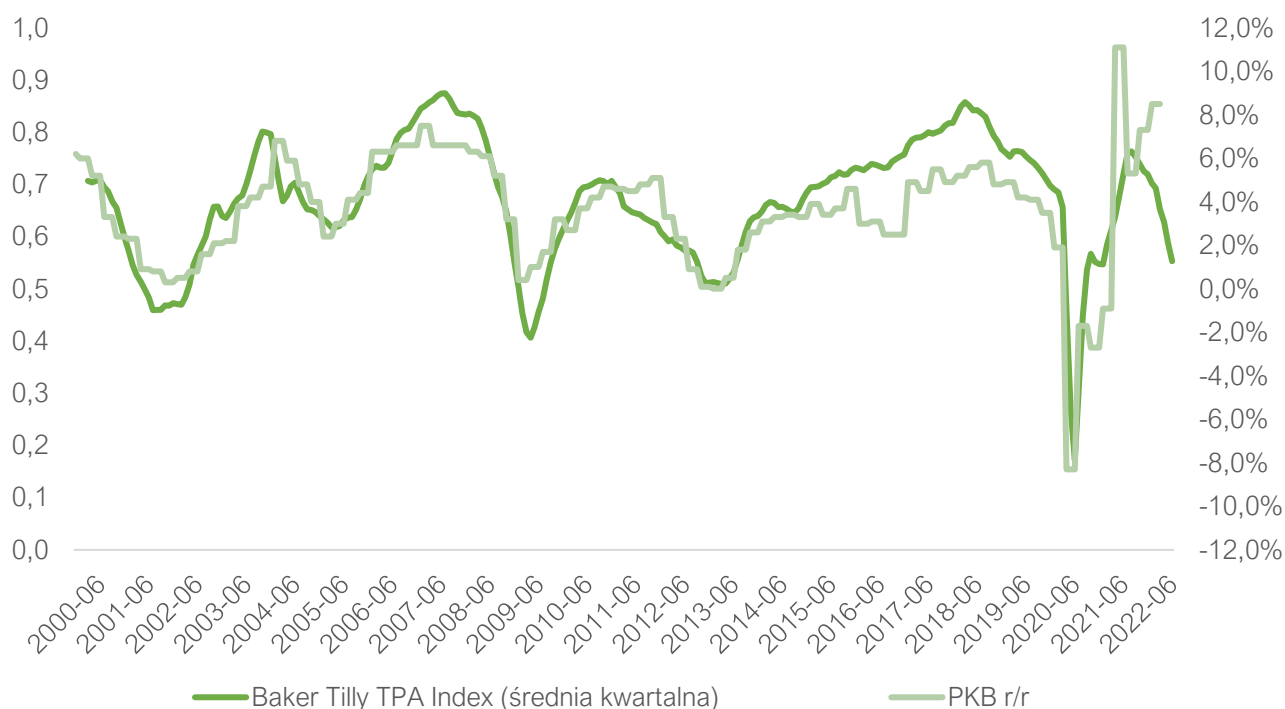
Wykres. Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA.

Ostatnie miesiące nie zmieniły kluczowych tematów determinujących nastroje wśród przedsiębiorców i konsumentów. Nadal są to kwestie konfliktu zbrojnego za naszą wschodnią granicą, wciąż nabierająca na silne inflacja oraz zacieśnienie polityki pieniężnej przez NBP widoczne w rosnących stopach procentowych. Dodatkowym powodem do zmartwień może być nadchodzące spowolnienie wzrostu gospodarczego i możliwa recesja.

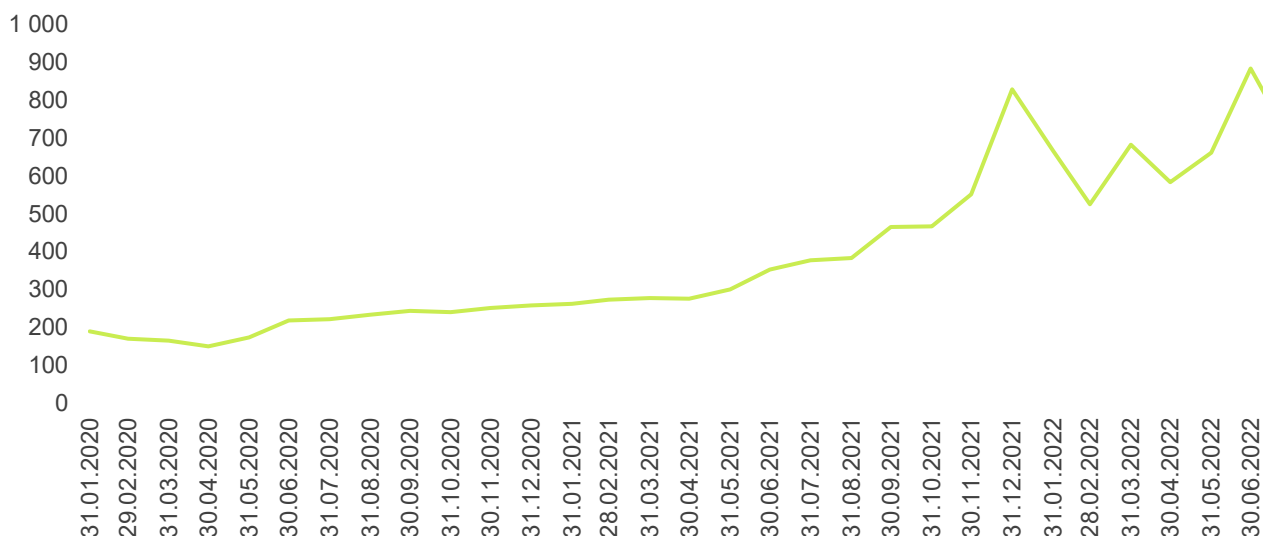
Wykres. Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index na tle dynamiki PKB Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS.

Wojna rosyjsko-ukraińska dołożyła niepewności do i tak rozchwianego rynku po dwuletniej pandemii, która przyniosła zaburzenia łańcuchów dostaw i inne utrudnienia w prowadzeniu działalności. Obecnie najistotniejszym zagrożeniem dla krajów europejskich jest ryzyko zmniejszenia dostępności surowców, przede wszystkim gazu ziemnego, ale również węgla, czy nawozów. Przekłada się to na rekordowe ceny tych dóbr, co ma swoje skutki w podwyższonych odczytach inflacji nie tylko w naszym kraju, ale w całej Europie. Jednym z największych zagrożeń na kolejne miesiące jest ograniczenie dostaw prądu, będące skutkiem niedoboru surowców do jego wytworzenia. A już teraz wysokie ceny gazu i węgla prowadzą do rynkowego kosztu wytworzenia energii przekraczającego tysiąc złotych za MWh. Ograniczenia dostępu mogą jeszcze bardziej wywindować ceny w przyszłości.

Wykres. Ceny prądu w Polsce (zł/MWh)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych TGE.

Najnowszy odczyt naszego indeksu implikuje znacznie niższą dynamikę PKB niż wynikałoby z oczekiwań odnośnie drugiego kwartału. Naszemu wskaźnikowi bardzo ciąży indeks nastrojów konsumentów, który osiąga obecnie najniższe poziomy w swojej blisko 20-letniej historii. Konsumenci są pełni obaw o swój dobrobyt przez niespotykany od lat 90. wzrost kosztów życia przy jednoczesnym wzroście kosztów obsługi wszelkich zobowiązań finansowych w wyniku podwyżek stóp procentowych. Inflacja nie jest jednak w pełni zależna od czynników zewnętrznych. Wskaźnik inflacji bazowej, czyli wyłączonej wpływ cen energii, paliw i żywności, odnotowała wzrost do ponad 8%, co jest już w znacznej mierze efektem ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej w ciągu poprzednich dwóch lat.

Niestety najnowsza projekcja NBP nie napawa pod tym względem optymizmem. Inflacja będzie istotnym problemem jeszcze przynajmniej do końca 2024 r. i przez trzyletni okres (2022-24) łączny wzrost cen wyniesie zapewne ok. 30%. Odpowiedzią na to są rosące stopy procentowe, które odczuwane są wyjątkowo boleśnie, ponieważ rosną bardzo szybko (jak nigdy wcześniej w Polsce) oraz z rekordowo niskiego poziomu. Fakty są jednak takie, że bieżące stawki WIBOR są zbliżone do panujących w okresie 2002-2012, więc nie są niczym nietypowym. Aktualne kwotowania rynkowe wskazują, że maksymalny poziom WIBOR-u zostanie zrealizowany pod koniec roku w okolicach 8,25%, po czym możemy oczekiwać spadku stóp procentowych w związku z wyhamowaniem gospodarki i możliwą recesją w 2023 r.

Wykres. Stawka WIBOR 3M w okresie styczeń 2000 – lipiec 2022



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych ze stoq.pl.

O ile jeszcze kilka miesięcy temu ryzyko spadku PKB w ujęciu r/r było niewielkie, tak teraz założenie takie stało się scenariuszem bazowym i na początku 2023 r. możemy doświadczyć ujemnej dynamiki produktu krajowego brutto. Z punktu widzenia Polski istotne jest ryzyko spowolnienia, a nawet załamania koniunktury w Niemczech spowodowanego ograniczeniami w dostawach gazu, co w szczególności odczuje przemysł. Polska gospodarka jest bowiem w bardzo dużym stopniu uzależniona od koniunktury w niemieckim przemyśle. Z pozytywnych aspektów znów warto zwrócić uwagę na rekordowo niskie bezrobocie, choć po wakacjach prawdopodobnie zacznie ono rosnąć, ponieważ przedstawiciele wielu sektorów ankietowani przez GUS wskazują na planowane redukcje zatrudnienia. Wysoki koszt kapitału wpływa na spadek wartości aktywów i inwestycji, jednak zwiększa ich długoterminową atrakcyjność. Stopa dyskontowa jest bowiem równoznaczna z oczekiwanym zyskiem z danego aktywa, a te są teraz na bardzo wysokich poziomach. Dlatego spowolnienie i kryzys to zawsze najlepsze

okresy na zakupy inwestycyjne dla silnych kapitałowo inwestorów. Dostosowanie i akceptacja nowych, niższych cen może jednak zająć kilka miesięcy, kiedy wolumeny wszelkich transakcji będą mniejsze.

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 dekonunktury 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.

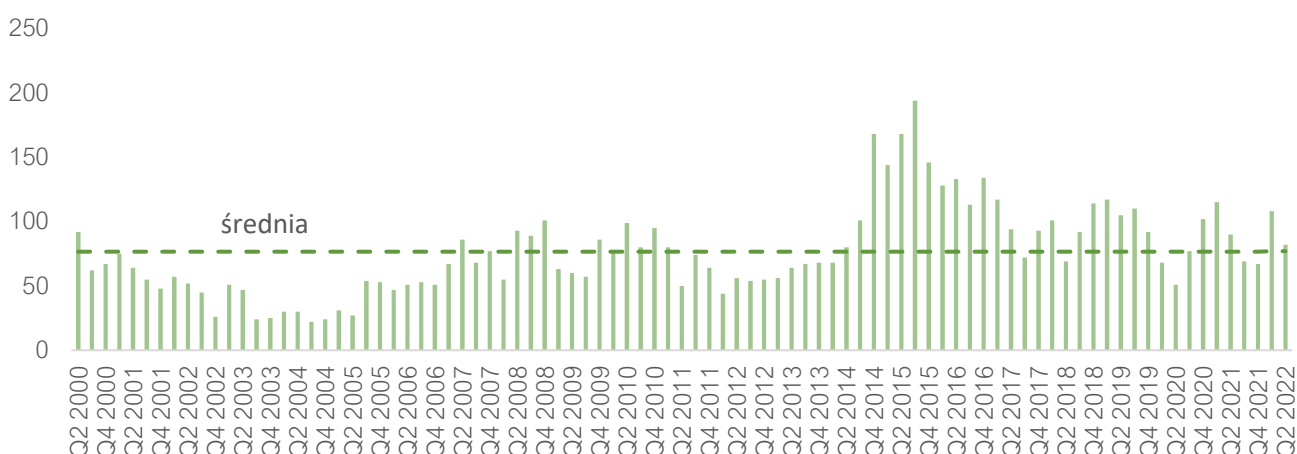
Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Aktywność transakcyjna w Polsce w drugim kwartale 2022 r. wykazała nieco niższy poziom niż zaobserwowany w pierwszym kwartale 2022 r. Według zebranych przez nas danych z serwisów Reuters oraz MergerMarket w ciągu trzech miesięcy miały miejsce 82 transakcje dotyczące podmiotów zlokalizowanych w Polsce. Dla 1Q 2022 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miało wtedy miejsce 108 transakcji M&A (wzrost w stosunku do liczby ukazanej w poprzedniej wersji BT TPA Index wynika z opóźnień w dacie ogłoszenia transakcji w stosunku do daty transakcji).

Aktywność transakcyjna w drugim kwartale tego roku zbliżona jest do średniej z ostatnich trzech lat (ok. 87 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 wysokiej inflacji, zawirowania na rynku energetycznym oraz przerwy w łańcuchach dostaw nie sprzyjają podejmowaniu decyzji. Nie bez znaczenia dla rynku M&A jest również sytuacja geopolityczna w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w tym przede wszystkim trwająca wojna na Ukrainie. Wpływa ona również na poziom ryzyka, które oceniane jest przez inwestorów zainteresowanych rynkiem Europy Środkowo-Wschodniej. 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.

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.

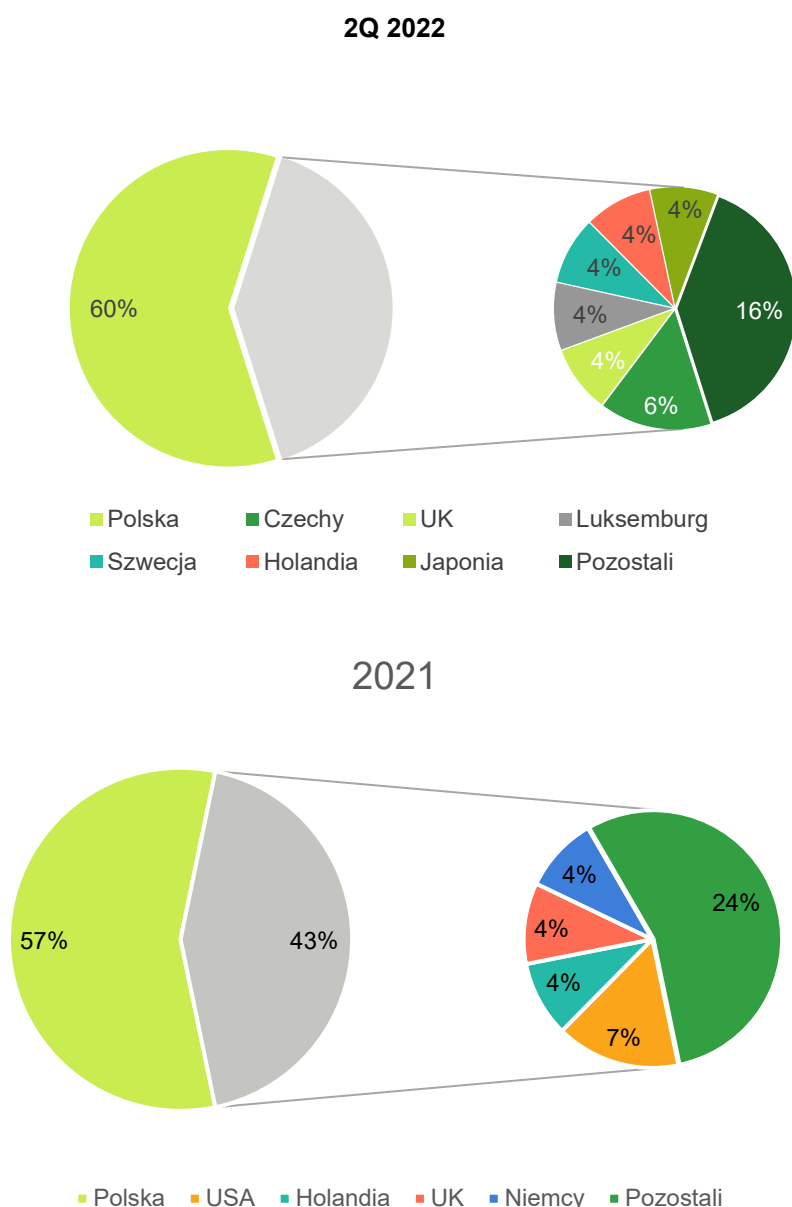


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Reuters i MergerMarket.

Geograficzna struktura nabywców w drugim kwartale 2022 roku powróciła do standardowego dla naszego rynku rozkładu. 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, natomiast w 2Q 22 r. podział na

inwestorów z Polski i zza granicy ukształtował się na poziomie 60/40. Wśród inwestorów spoza Polski, podobnie jak w poprzednim kwartale, dominowały podmioty z Czech (5 transakcji). Po trzy transakcje odnotowano wśród kupujących z Wielkiej Brytanii, Luksemburga, Szwecji, Holandii i, po raz pierwszy od wielu miesięcy, z Japonii. Aktywni w ostatnim półroczu inwestorzy czescy wywodzą się przede wszystkim z branż nieruchomości i finansowej.

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



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

Pod względem sektorowym w drugim kwartale 2022 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek technologicznych, które odpowiadały za 24% transakcji ogółem. Jest to powrót tego sektora na szczyt podium popularności, po spadku w zeszłym kwartale. Wysoką na tle całej historii transakcyjnej popularnością cieszyły się usługi i produkty konsumenckie (17% udziału w strukturze). Sugerować to może zwrot inwestorów do branż, które

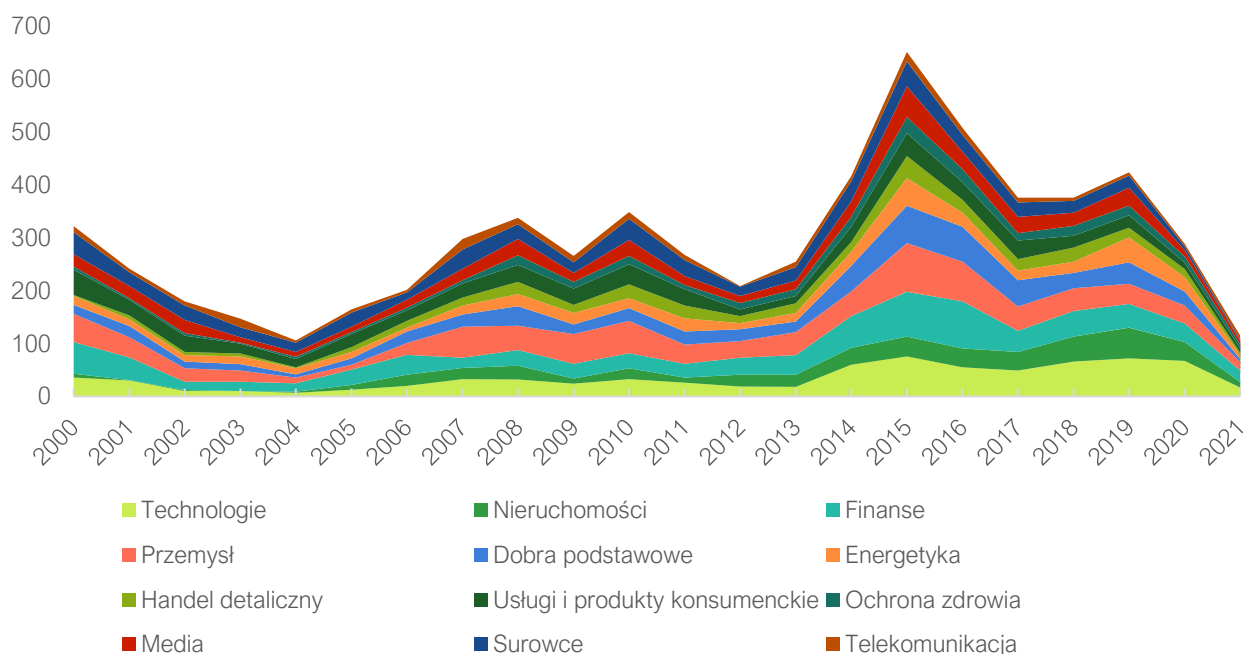
powinny najlepiej sobie poradzić w przypadku zagrożenia recesją. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory przemysłowy (11%) oraz nieruchomości (10%).

Podział transakcji ze względu na sektory

	2Q 2022	1Q 2022	2021	2000 - 2021
Dobra podstawowe	4%	9%	8%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	17%	14%	8%	9%
Energetyka	9%	9%	11%	7%
Finanse	6%	5%	11%	13%
Ochrona zdrowia	6%	3%	4%	4%
Technologie	24%	15%	17%	12%
Przemysł	11%	15%	14%	14%
Surowce	1%	6%	2%	9%
Media	7%	6%	9%	8%
Nieruchomości	10%	13%	6%	7%
Handel detaliczny	4%	6%	4%	5%
Telekomunikacja	1%	–	5%	3%
Łącznie transakcji	82	108	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

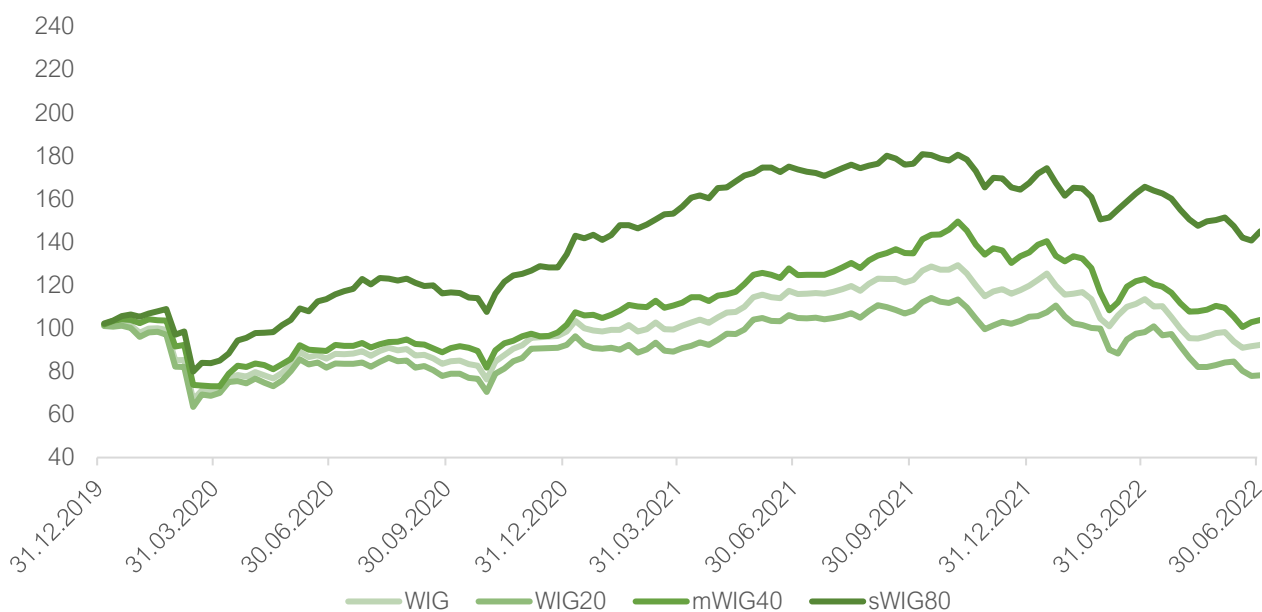
konsumenckich oraz surowcowym. Dane z tego kwartału sugerują powrót popularności dóbr i usług konsumenckich, jednak potwierdzi to dopiero aktywność rynku w kolejnych miesiącach.

Wyceny na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

W drugim kwartale 2022 r. zaobserwowano kontynuację głębokich spadków wycen spółek notowanych na GPW. Po tym jak indeksy w pierwszym kwartale 2021 roku wróciły do poziomów obserwowalnych przed marcem 2020 r., a w 3Q 2021 r. ustanowiły lub zbliżyły się do swoich historycznych rekordów, obserwujemy korektę w wysokości 20-30% w stosunku do listopada 2021 r. Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec drugiego kwartału wartość 1.695,97 pkt, co zbliża ten indeks do pandemicznych poziomów z wiosny i jesieni 2020 r. Jego korekta w stosunku do ostatniego dnia 1Q 2022 r. wyniosła 20%. Indeksy WIG oraz mWIG40 również kontynuowały swój spadek i znalazły się na odpowiednio 19% i 16% minusie w stosunku do końca 1Q 2022 r. 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. Niższe spadki zanotował za to sWIG80 (indeks grupujący podmioty o mniejszej kapitalizacji), który w zeszłym kwartale wykazał się największą odpornością na rynek niedźwiedzi. Zanotował on w tym okresie spadek w wysokości 13% Q/Q. Warto dodać, 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.

O ile jak w okresie hossy 2021 roku indeksy grupujące Spółki o największej kapitalizacji zachowywały największą stateczność i reagowały na wzrosty z opóźnieniem, tak obserwując obecną bessę zauważamy, że wykazują one potencjał do szybkich spadków, które dopiero pociągają rynek mniejszych spółek za sobą. Nie bez znaczenia jest w tej sytuacji również aspekt płynności i wielkości obrotów oraz fakt, że dużą wagę w WIG20 mają banki, które zarażone są na dodatkowe ryzyka (wakacje kredytowe, kredyty CHF, presja rządowa na oprocentowanie depozytów).

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

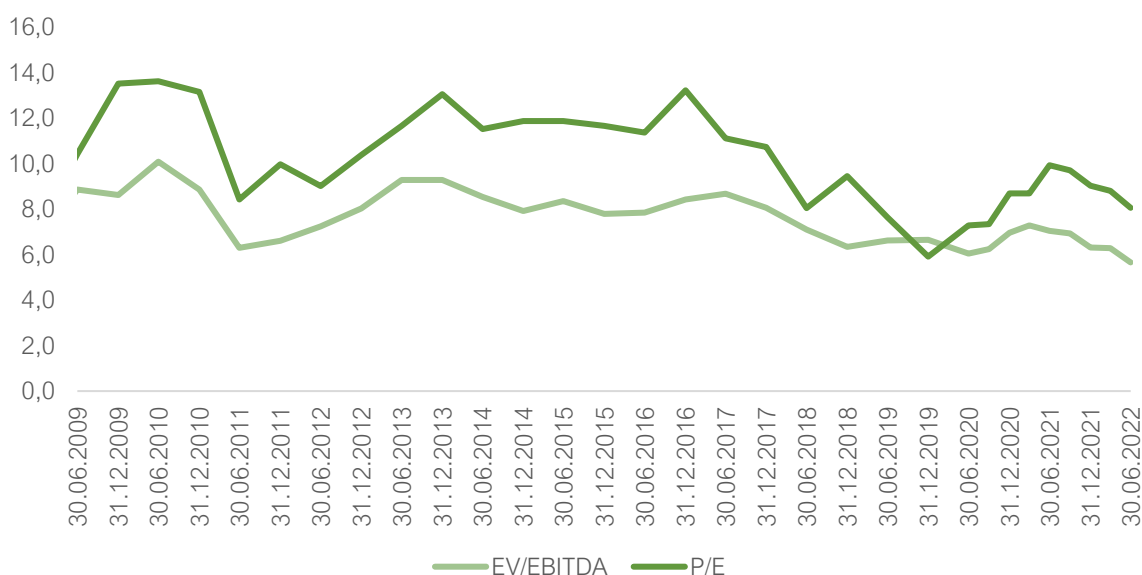


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu stooq.pl.

Kluczowe dla przyszłych kursów powinny być jednak zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza oraz geopolityczna. Nadzieję na potencjalne wzrosty dają historycznie niskie wyceny, jak i poszukiwanie atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych w stosunku do depozytów bankowych, które obecnie nie oferują zwrotu pokrywającego wysoką inflację. 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 wyników spółek.

Obserwując mnożniki wycen na GPW, zauważamy kontynuację spadku ich wartości w stosunku do trzech poprzednich kwartałów. Oznacza to powrót do historycznie niskich poziomów wycen. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła na koniec drugiego kwartału 2022 r. wartość 5,66x (w porównaniu do 6,29x na koniec 1Q 2022 r. i 6,32x na koniec 2021 r.), natomiast EV/Sales osiągnął 0,78x (vs 0,92x na koniec 1Q 21r. oraz 1,00x na 31.12.2021 r.). Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena do zysku na akcję) – wyniosła na koniec drugiego kwartału 2022 r. 8,07x (vs. 8,80x na 31.03.2022 r. oraz 9,04x na 31.12.2021 r.)¹.

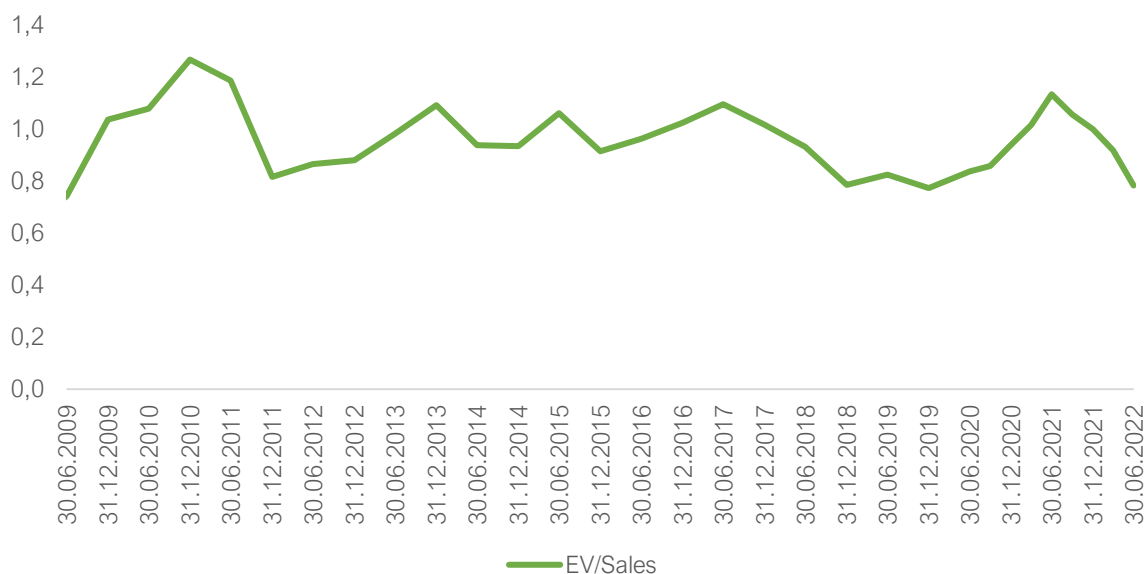
Wykres. Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/EBITDA i P/E



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

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.

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. Mnożniki 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.

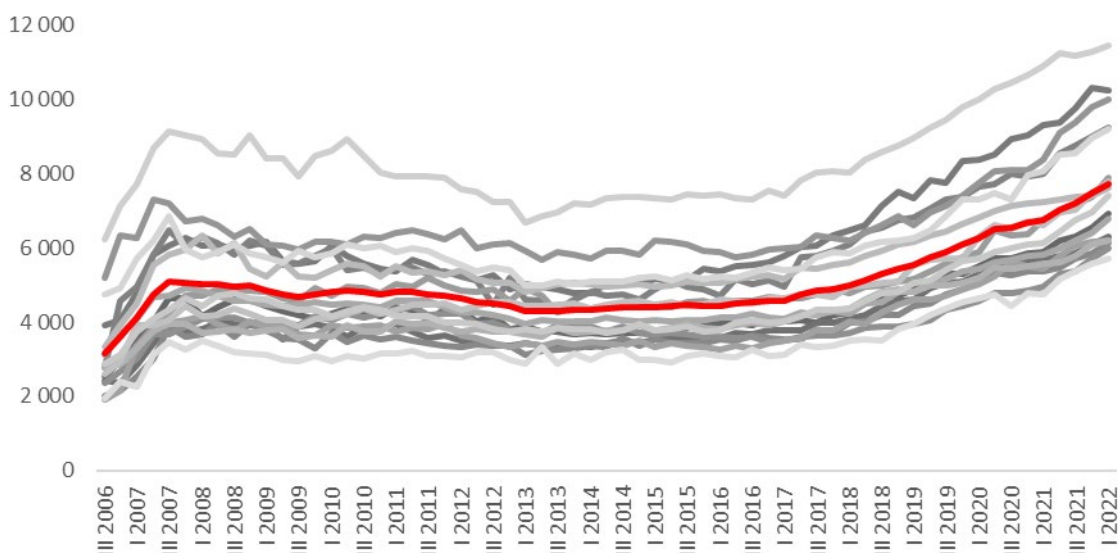
Czy nieruchomości w Polsce są drogie?

Kondycja branży nieruchomości jest jednym z kluczowych czynników odpowiadających za koniunkturę gospodarczą i dynamikę PKB w kraju. Bieżące otoczenie geopolityczne oraz makroekonomiczne, w szczególności dynamiczny wzrost stóp procentowych, z pewnością przełożą się na spadek aktywności na tym rynku, zarówno w obszarze mieszkaniowym, jak i komercyjnym. Jednocześnie otwarte pozostaje pytanie, czy przełoży się to na spadek cen. Sprzyja im bowiem podwyższona inflacja, która zgodnie z lipcową projekcją NBP ma utrzymać się na dwucyfrowym poziomie nie tylko w 2022 r., ale również kolejnym roku. W związku z tym postanowiliśmy zweryfikować poziom cen nieruchomości w Polsce.

Sektor mieszkaniowy

O cenach mieszkań pisze i mówi się ostatnio bardzo dużo ze względu na znaczące ich wzrosty w ciągu ubiegłych kilku lat. Dane publikowane przez NBP, agregowane dla 17 największych miast w Polsce, potwierdzają, że mieliśmy do czynienia z hossą na rynku mieszkaniowym. W stosunku do minimalnych poziomów wyznaczonych po kilkuletnich spadkach w 2013 r. ceny mieszkań wzrosły o kilkadziesiąt procent. Największe zwwyżki średniej ceny na rynku wtórnym zanotowano w Gdyni i w Gdańsku (nieco ponad 100%), a także w Katowicach, Szczecinie i Zielonej Górze (między 90% a 100%). Najwolniej zmiany postępowały w tym okresie w Lublinie, Kielcach i Poznaniu (wzrost o ok. 60%). Historię średnich cen w poszczególnych miastach została zaprezentowana na poniższym wykresie, przy czym na czerwono wyróżniona została średnia z 17 miast – w pierwszym kwartale 2022 r. wynosiła ona 7.714 zł wobec 4.311 zł na początku 2013 r. (wzrost o 79%) i 3.150 zł w połowie 2006 r. (wzrost o 145%).

Wykres – Średnie ceny transakcyjne na rynku wtórnym mieszkań w Polsce – średnia z 17 największych miast na tle składowych (w zł/m²)

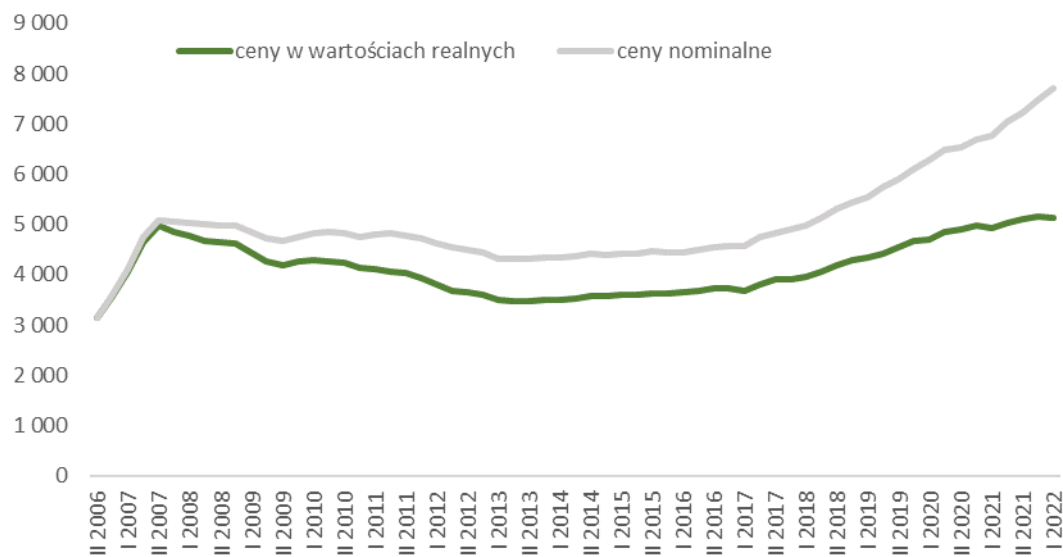


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP.

O tym, czy jest drogo, czy tanio, nie decydują jednak nominalne poziomy cen. Należy je porównać z innymi parametrami i dopiero wtedy możemy stwierdzić, jak ocenić bieżący poziom. Pierwszym punktem odniesienia może być aspekt realnych cen. Doświadczamy inflacji, szczególnie w ostatnich kwartałach, i to też przekłada się na wyższe ceny mieszkań. O ile wskazane wyżej wzrosty nominalne są imponujące, to skorygowanie ich o ogólny wzrost poziomu cen w Polsce znacząco zmienia perspektywę. Średnia cena w ujęciu realnym dopiero w ubiegłym

roku osiągnęła wartości ze szczytu z 2007 r., a od dołka w 2013 zwiększyła się o 47%. Co ciekawe, w pierwszym kwartale tego roku cena mieszkań nie nadążała za inflacją, przez co realny poziom cen zaczął się obniżać. W efekcie spojrzenie na ceny realne nie wskazuje na dramatyczne przegrzanie rynku.

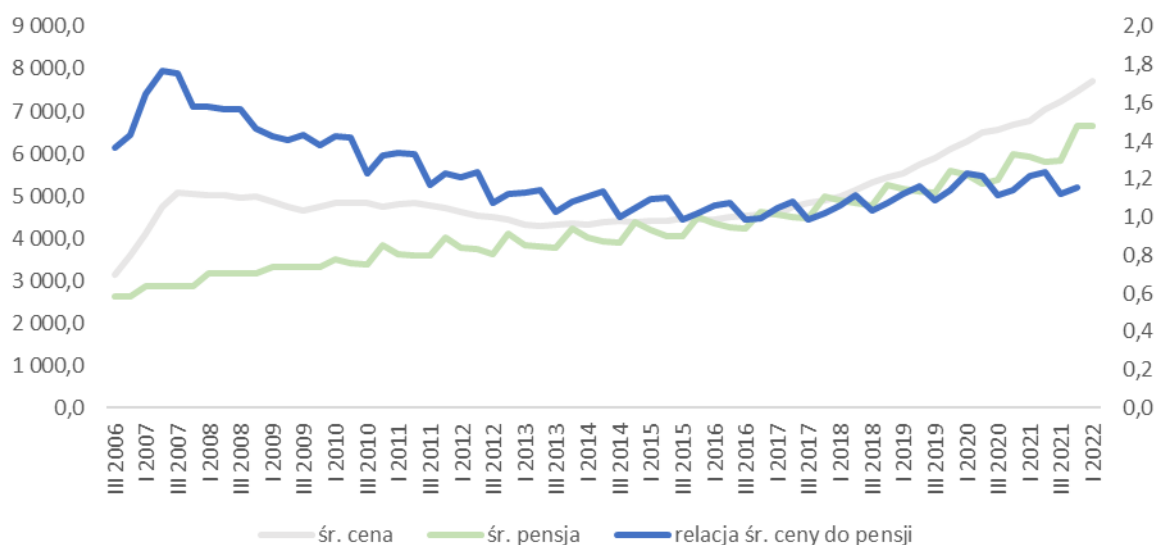
Wykres – Średnia cena transakcyjna (w zł/m²) dla 17 miast w ujęciu nominalnym i realnym (ceny stałe z połowy 2006 r.)



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

Jako drugi parametr referencyjny możemy wykorzystać średnie wynagrodzenia w Polsce. Ostatecznie mieszkanie jest dobrem konsumpcyjnym, więc siła nabywcza ludności odgrywa istotną rolę w kształtowaniu popytu i w konsekwencji również cen tego dobra. Ze względu na dobrą koniunkturę gospodarczą, a także tzw. rynek pracownika w ostatnich latach obserwowaliśmy dynamiczny wzrost średniego wynagrodzenia w Polsce. Zgodnie z danymi GUS, podawanymi dla przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób, średnie wynagrodzenie w pierwszym kwartale bieżącego roku wyniosło 6.666 zł, czyli o 74% więcej niż w pierwszym kwartale 2013 r., kiedy miał miejsce dołek cenowy na rynku mieszkań. Jest to zatem wzrost zbliżony do dynamiki cen mieszkań. Innymi słowy, za średnią pensję można kupić podobną liczbę metrów kwadratowych.

Wykres – Relacja średniej ceny mieszkania i średniej pensji w Polsce

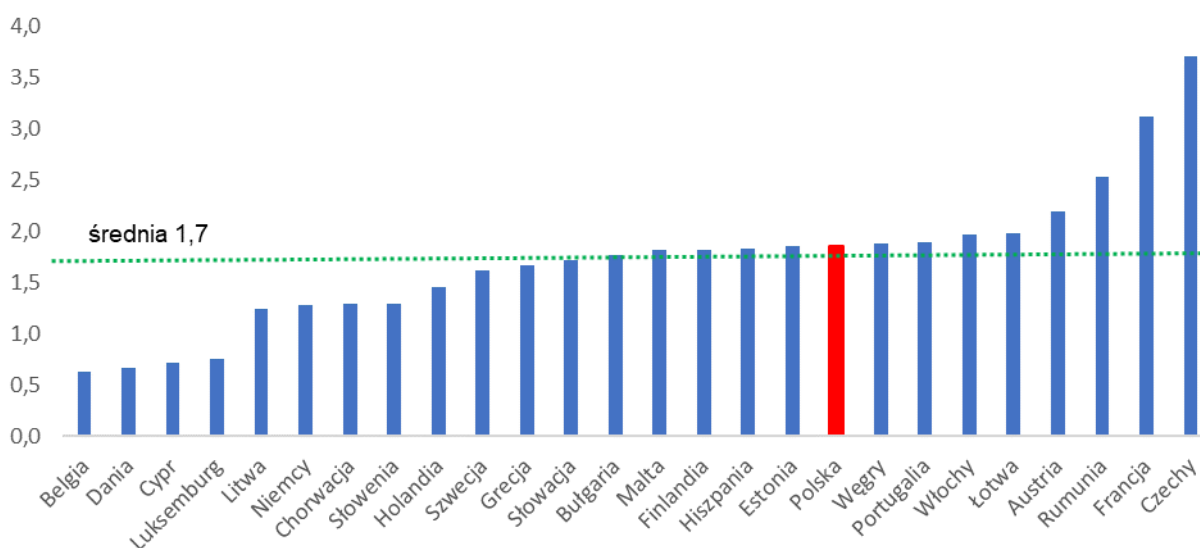


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP i GUS.

Obrazuje to załączony wykres – średnią cenę metra kwadratowego zestawiamy na nim z przeciętnym wynagrodzeniem w danym kwartale. Relacja ta pokazuje, ile przeciętnych pensji potrzeba na zakup metra mieszkania na rynku wtórnym przy średniej cenie dla 17 największych miast. Jak widać, po podwyższeniach poziomach w okresie poprzedniej hossy i w czasie spadków cen, od około ośmiu lat relacja ta jest dość stabilna i mieści się w przedziale 1,0-1,2 (na zakup jednego metra mieszkania potrzeba 1,0-1,2 średniej pensji). Oznacza to, że wyższe ceny są efektem wyższej siły nabywczej i rosnących zarobków Polaków i również ten parametr nie wskazuje na odchylenie się cen mieszkań od normalnych poziomów dla naszego rynku.

Jako kolejną miarę cen w Polsce w ramach naszej analizy zweryfikowaliśmy także sytuację na naszym rynku w porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej. Najlepszym zestawieniem do wyciągania wniosków wydają się być wyniki dla podobnego parametru jak opisany powyżej – relacji cen lokali do zarobków w danym kraju. W oparciu o pozyskane dane zauważamy, że zależność ta przyjmuje bardzo różne poziomy w poszczególnych krajach. Wskaźnik dla Polski odbiega od wyznaczonego wcześniej, ponieważ to zestawienie obejmowało ceny w dużych miastach, które naturalnie są wyższe od średniej krajowej i prowadzą do wyższego odczytu (potrzeba więcej średnich pensji na metr mieszkania w dużym mieście). Chcieliśmy jednak zachować porównywalność danych do pozostałych państw, dla których analiza opierała się właśnie o główne ośrodki miejskie.

Wykres – Relacja średniej ceny mieszkań za m² w dużych miastach do średnich zarobków w krajach UE

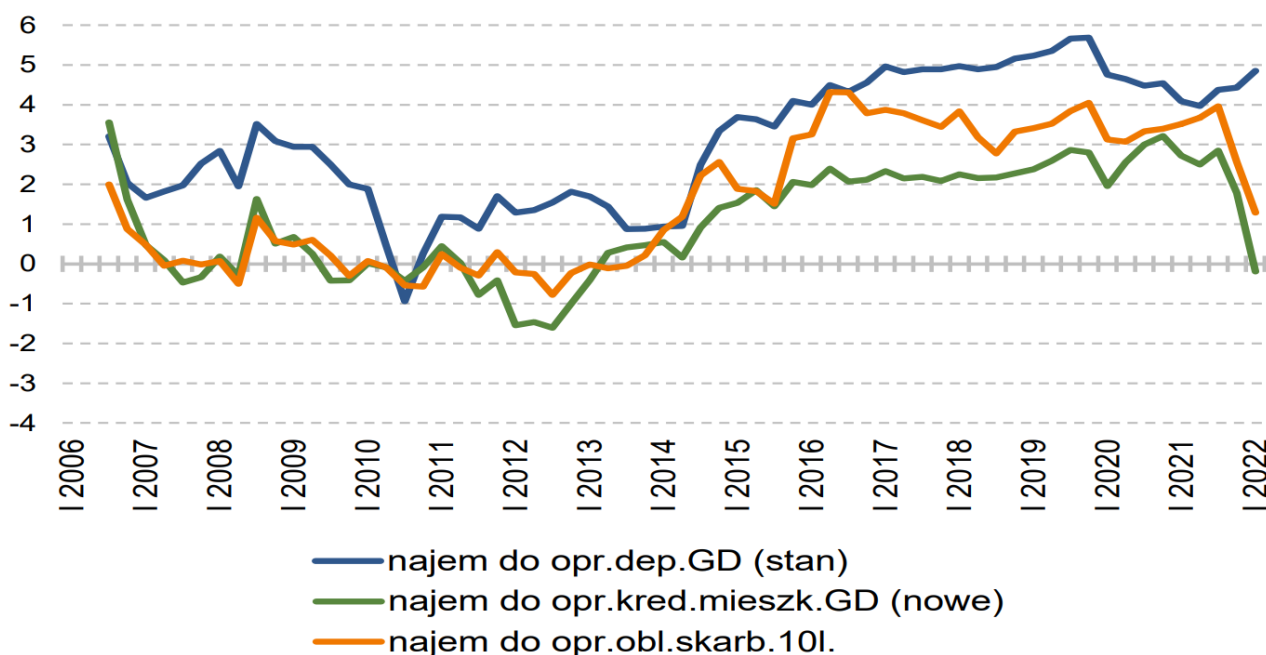


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych www.globalpropertyguide.com oraz ru-geld.de.

Mimo dużej rozbieżności wartości wskaźnika, jego średnia jest bardzo zbliżona do odczytu dla Polski. Oznacza to, że nasza mieszkaniowa siła nabywcza, czyli zdolność do zakupu powierzchni mieszkania za średnią pensję, jest tylko nieco gorsza od średniej dla krajów Unii Europejskiej i jednocześnie wygląda lepiej niż w innych państwach regionu, takich jak Węgry, Rumunia czy Czechy (w tym ostatnim przypadku to efekt bardzo wysokich cen w Pradze, która jest atrakcyjnym punktem turystycznym).

Ostatni aspekt, jaki postanowiliśmy zweryfikować, to rentowność inwestycji w mieszkania z perspektywy posiadaczy mieszkań na wynajem. Rynek najmu jest bardzo rozproszony i trudny do uchwycenia, jednak statystyki przedstawiające zwrot z najmu w porównaniu z alternatywnymi dostępnymi metodami lokowania oszczędności prezentuje NBP w swoim kwartalnym raporcie dotyczącym rynku nieruchomości. Najnowsze dane obejmujące pierwszy kwartał br. wskazują, że atrakcyjność najmu spada. Aktualizacja danych za drugi kwartał zapewne wskaże kontynuację tego trendu, choć wciąż najem pozostaje sensownym rozwiązaniem, tym bardziej że zestawienie to uwzględnia jedynie dochód z czynszu, a nie uwzględnia dodatkowego zysku wynikającego z długoterminowego wzrostu wartości mieszkania.

Wykres – Opłacalność wynajmu mieszk. (śr. dla 7 największych miast) wobec alternatywnych inwestycji gospodarstw domowych (różnice stóp procentowych)



Źródło: Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2022 r., NBP, czerwiec 2022 r.

Patrząc łącznie na przedstawione powyżej wnioski, można przyjąć, że obecne ceny mieszkań w Polsce są na zrównoważonym poziomie, nie wykazując przewartościowania ani niedowartościowania. Dlatego duże spadki są mało prawdopodobne, biorąc pod uwagę rosnące dwucyfrowo pensje i inflację. Jednak krótkoterminowe czynniki prowadzące do powstania nierównowagi między popytem a podażą, w szczególności drastyczny spadek dostępności kredytów hipotecznych, mogą sprzyjać stabilizacji cen, a może nawet lekkim spadkom w horyzoncie najbliższych miesięcy.

Prawdopodobnie na rynku mieszkaniowym będziemy obserwować zwiększającą się różnicę cen pomiędzy rynkiem wtórnym a pierwotnym. Projekty wprowadzane do sprzedaży w ostatnich miesiącach, obejmują budynki zrealizowane najczęściej na zakupionych stosunkowo drogich nieruchomościach gruntowych i wybudowane przy wysokich kosztach budowy. To powoduje, że wysokie ceny utrzymują się pomimo wyraźnego spowolnienia tempa sprzedaży. O ile dojdzie do obniżek i rezygnacji z części marży, zapewne nie stanie się to jeszcze w 2022 roku. Jednocześnie, inwestorzy indywidualni korzystający z finansowania zewnętrznego będą skłonni do negocjacji cen transakcyjnych przy sprzedaży lokali.

Pierwotnie zapowiadano, że pandemia COVID-19 odwróci cykl koniunkturalny na rynku nieruchomości mieszkaniowych, tak się jednak nie stało. Niemniej dziś widzimy wyraźnie, że pojawia się na rynku szereg projektów zawieszonych lub już wystawionych na sprzedaż. Co za tym idzie, rynek deweloperski czeka zapewne dalsza fala konsolidacji.

Sytuacja na rynku nieruchomości komercyjnych

Rynek inwestycyjny w pierwszej połowie 2022 roku odnotował transakcje o całkowitym wolumenie ponad 2,5 miliardów EUR, na co złożyło się około 150 transakcji z głównych sektorów rynku. Podobnie jak w poprzednim roku, znaczne ożywienie obserwujemy w sektorze magazynowo-przemysłowym. Jednak decyzje inwestycyjne wielu uczestników rynku zostały w ostatnim kwartale wstrzymane, a termin ich zamrożenia określi moment zakończenia działań wojennych za wschodnią granicą. Jednak biorąc pod uwagę transakcje w toku i aktywność inwestorów, wolumen przejęć w 2022 roku będzie nadal relatywnie wysoki na tle europejskim, a Polska pozostanie liderem w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

W 2022 r. transakcje magazynowo-przemysłowe stanowiły prawie 40% całkowitego wolumenu transakcji. Znaczny udział wolumenu transakcyjnego dotyczył transakcji sektora mieszkaniowego PRS (statystyki w



odrębnych raportach TPA Group). Dalszy rozwój sektora rynku PRS i udział inwestorów instytucjonalnych w segmencie "living" będzie rósł, zgodnie z trendem europejskim, gdzie na sektor mieszkań na wynajem i akademików przypada aktualnie blisko 30% wolumenu transakcyjnego.

Prawdopodobne jest, że sektor biurowy będzie pierwszym, który ustabilizuje swoją pozycję w czasach post-pandemicznych, a co za tym idzie obroni wartości i stopy kapitalizacji gotowych i skomercjalizowanych projektów biurowych. Aktualne statystyki transakcji obiektami klasy A wahają się od 3.100 euro do nawet 6.400 euro za m kw. GLA, w zależności od charakterystyki inwestycyjnej biurowca. Ze względu na przyczyny zewnętrzne prowadzące do sytuacji, w której inwestorzy projektów biurowych (ale i nie tylko) znaleźli się w nowej rzeczywistości, będziemy mieli prawdopodobnie do czynienia ze zmianą podejścia i elastyczności w wielu wymiarach funkcjonowania rynku inwestycji biurowych.

W odniesieniu do rynku powierzchni biurowych należy spodziewać się przyspieszenia zmian w formie funkcjonowania biur oraz w koncepcji powierzchni. Te ostatnie powinny stać się łatwo adaptowalne i zmienne w swoim przeznaczeniu. Takie podejście ma umożliwiać funkcjonowanie najemcom biurowym, idealnie dostosowując wynajętą powierzchnię do potrzeb najemcy w danym czasie i w odniesieniu do całości zespołu pracowników / działów w przedsiębiorstwie. Dodatkowo obecna skala pracy zdalnej będzie ten proces uzupełniać (ale nie zastępować w całości), wprowadzając dodatkowo element rotacyjności zasobów pracowniczych w biurach.

Jednocześnie, wiele transakcji nieruchomościami komercyjnymi, nie tylko w Polsce, nie dochodzi do skutku z uwagi na kłopoty z uzyskaniem choćby częściowego finansowania. Często przeszkodą nie stanowi awersja instytucji finansującej do danej klasy aktywów, a jedynie koszt kapitału. Jego wysokość powoduje, że z perspektywy inwestora opłacalność przedsięwzięcia drastycznie spadła. Powstaje dysonans pomiędzy wynikami operacyjnymi z nieruchomości komercyjnych, a kosztem kapitału dłużnego, który może prowadzić do stabilizacji lub spadku cen.

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, a także po wzroście premii za ryzyko rynkowe, obecną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce w całej gospodarce szacujemy na 12,95%.

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	10,5%	Metale i górnictwo	14,6%	Sprzedaż hurtowa	12,6%
Banki uniwersalne	14,4%	Metale szlachetne	13,0%	Sprzęt elektryczny	14,6%
Budowlany	14,2%	Militaria/obronność	14,2%	Sprzęt i usługi biurowe	13,4%
Chemiczny (podstawowy)	12,8%	Napoje alkoholowe	10,9%	Sprzęt telekomunikacyjny	13,0%
Chemiczny (specjalistyczny)	12,8%	Napoje bezalkoholowe	12,0%	Sprzęt wydobywczy	15,4%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	14,3%	Nieruchomości	12,1%	Stalowy	14,1%
Części samochodowe	16,0%	Obuwie	13,9%	Szpitaly / placówki opieki zdrowotnej	11,5%
Deweloperski	11,8%	Odzież	13,7%	Technologie dla ochrony zdrowia	12,2%
Dystrybucja ropy / gazu	12,0%	Opakowania	12,2%	Telekomunikacja	12,6%
Edukacja	11,8%	Opony	13,2%	Telewizja	12,6%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	14,3%	Oprogramowanie (Internet)	12,5%	Telewizja kablowa	10,2%
Elektronika (ogólna)	13,2%	Oprogramowanie (rozrywka)	13,1%	Transport	12,5%
Energetyka	12,0%	Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	12,9%	Transport kolejowy	14,7%
Energia odnawialna	12,2%	Papierowy i drzewny	12,0%	Transport lotniczy	16,8%
Farmaceutyczny	12,7%	Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	11,8%	Transport samochodowy	13,6%
Handel detaliczny	11,0%	Półprzewodniki	14,9%	Tytoń	10,1%

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)	10,3%	Produkty gospodarstwa domowego	12,0%	Ubezpieczenia (majątkowe)	12,0%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	13,3%	Produkty zdrowotne	12,7%	Ubezpieczenia (ogólne)	13,3%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	14,1%	Przemysł stoczniowy i morski	13,2%	Ubezpieczenia (życie)	14,4%
Handel detaliczny (online)	14,4%	Przetwórstwo spożywcze	11,2%	Usługi biznesowe i konsumenckie	13,4%
Hotele i hazard	15,1%	R.E.I.T.	12,0%	Usługi dla nieruchomości	11,0%
Hurtownicy żywności	11,6%	Reasekuracja	15,9%	Usługi finansowe	12,7%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	12,1%	Reklama	13,0%	Usługi informacyjne	13,4%
Inżynieria / budownictwo	13,2%	Rekreacja	13,4%	Usługi informatyczne	12,8%
Kanalizacja i ścieki	9,7%	Restauracje	15,8%	Usługi środowiskowe i odpadowe	13,1%
Komputery / urządzenia peryferyjne	13,1%	Rolnictwo	11,2%	Usługi telekomunikacyjne	11,1%
Leki (biotechnologia)	13,3%	Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	16,0%	Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	11,7%
Maszynowy	13,6%	Ropa i gaz (zintegrowany)	14,7%	Użyteczności publicznej	11,6%
Materiały budowlane	12,9%	Rozrywkowy	13,1%	Węgiel	17,4%
Podwykonawcy budowlani	13,8%	Samochody i ciężarówki	14,2%	Wydawnictwa i gazety	12,3%
Meble / wyposażenie domu	13,2%	Sprzedaż detaliczna	14,9%		

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 30.06.2022 r. ich rentowność wyniosła 6,94% (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 6,01% (vs 4,24% na 31.12.2021 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 12,95%.

Warty odnotowania jest ostatni wzrost kosztu kapitału własnego wobec poprzedniego kwartału, kiedy wyniósł 10,88%. W drugim kwartale 2022 r. nastąpił wzrost rentowności obligacji skarbowych o 0,79 p.p. (co przełożyło się na wzrost stopy wolnej od ryzyka) oraz wzrost premii za ryzyko rynkowe o 1,28 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 6,94%),
- β – współczynnik beta,
- MRP – rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 6,01%).

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 5,67%. Dla waluty EUR będzie to 1,36%, a dla USD jest na poziomie 2,97%.

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 30.06.2022 r.

Parametr	Wartość	Parametr	Wartość
r_{fPL}	6,94%	MRP	6,01%
r_f		Kapitał własny do (mln USD)	α^*
PLN	5,67%	9.611	1,00%
EUR	1,36%	2.083	1,70%
USD	2,97%	448	3,58%
CRP			
Polska	1,47%		
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.

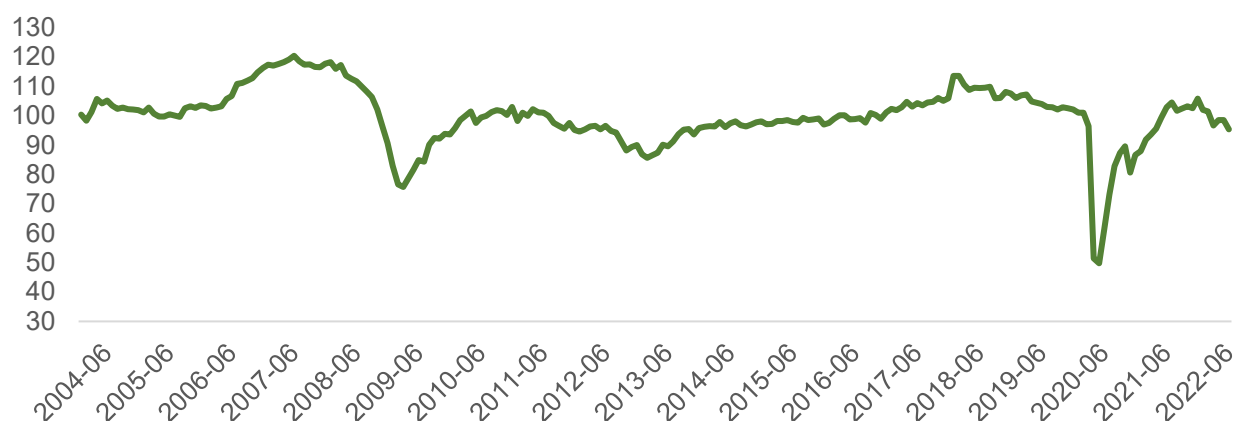
Załącznik – Opis wskaźników koniunktury

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

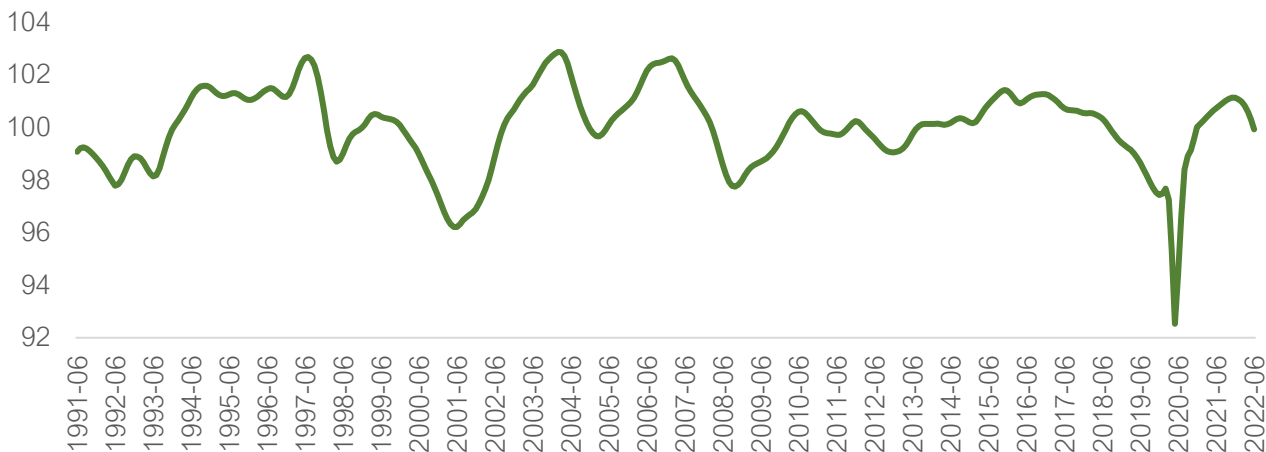


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS.

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 niezmieniona, 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.

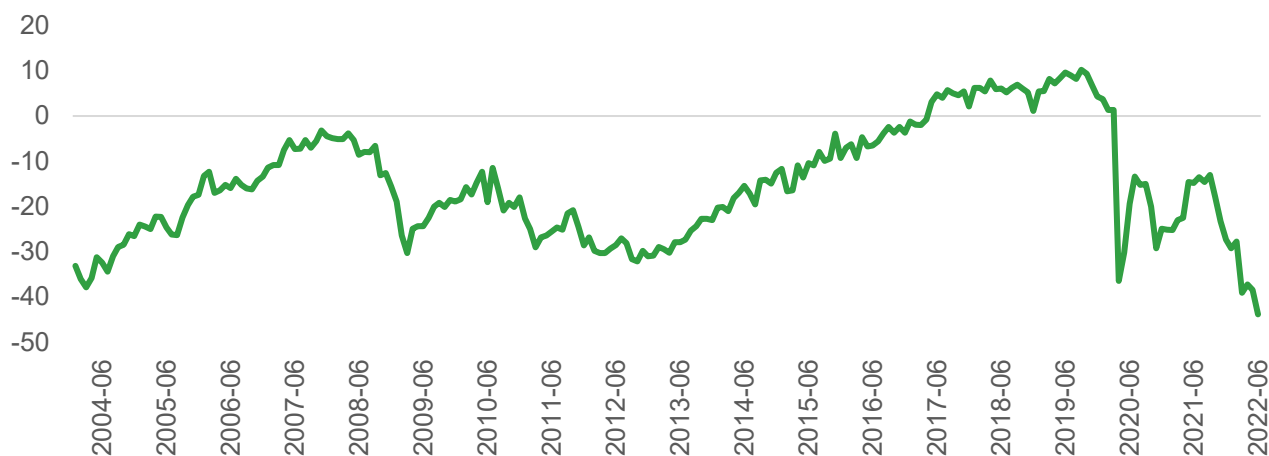
Wykres. Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



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

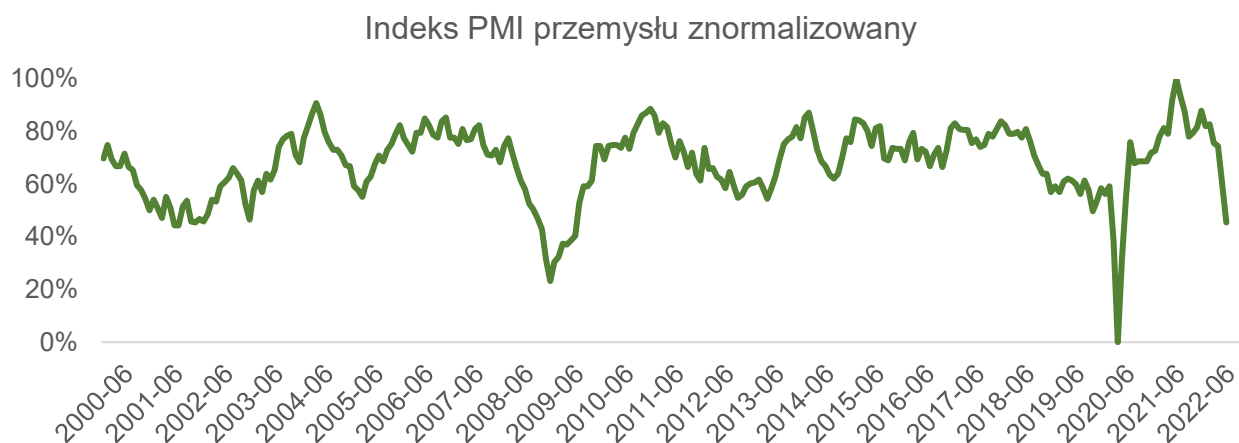
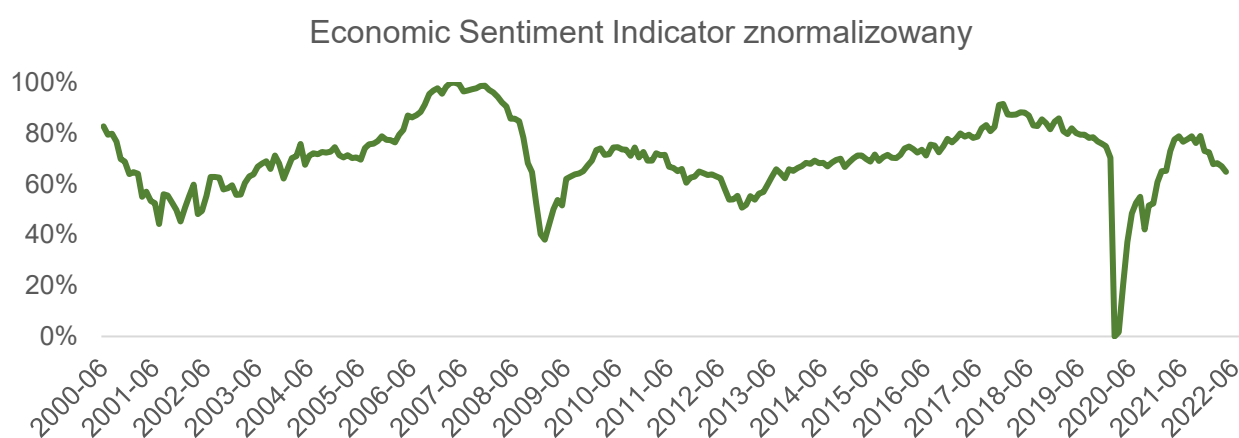
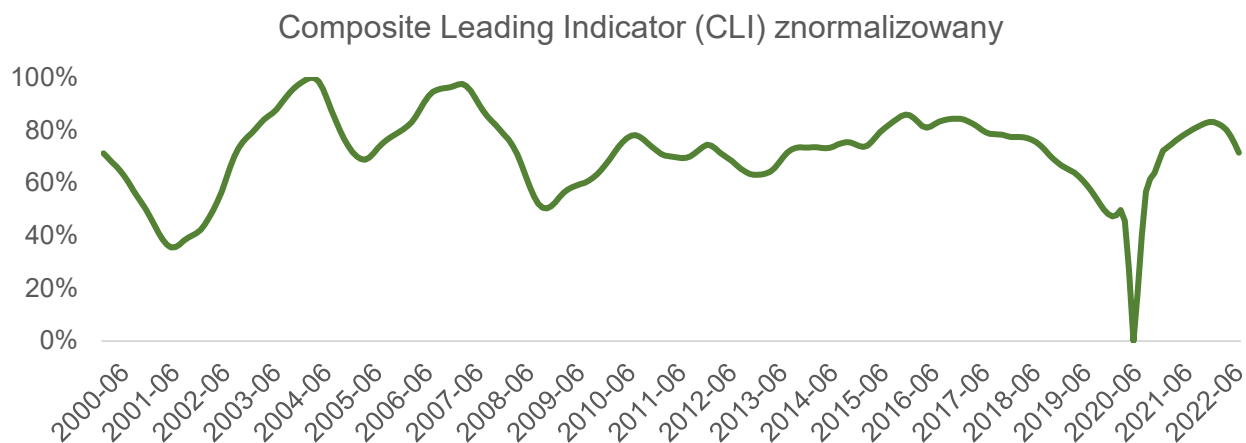


Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych GUS.

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

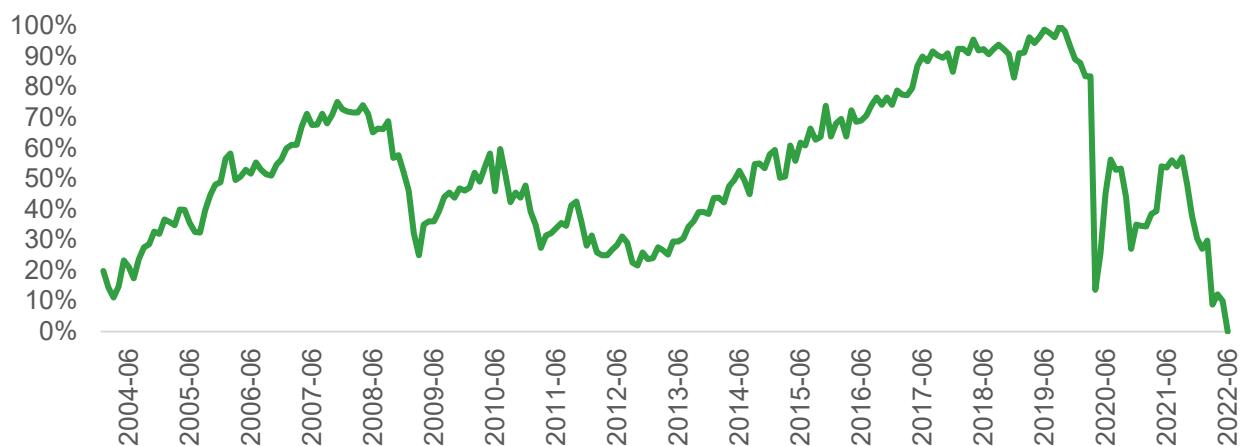
Wykres. Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie TPA)





Źródło: Opracowanie TPA.

Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej znormalizowany



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.

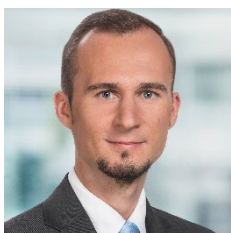
Baker Tilly TPA, TPA Poland oraz kancelaria Baker Tilly Legal są wyłącznymi reprezentantami sieci Baker Tilly International w Polsce.

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