



Bank Pekao

Bankowość Korporacyjna i Inwestycyjna

Nowe otwarcie

Wyzwania polskiego sektora
przedsiębiorstw motorem
rozwojowym rynku M&A





Spis treści

Wprowadzenie	4
Potencjał polskiego rynku fuzji i przejęć	5
Polska głównym ośrodkiem aktywności M&A w regionie Europy Środkowo-Wschodniej	8
Determinanty wysokiej aktywności na polskim rynku M&A	26
Korzystne perspektywy rozwojowe polskiego rynku fuzji i przejęć	34
W najbliższych latach rosnąć będzie również aktywność M&A polskich firm na zagranicznych rynkach	50

Wprowadzenie

Choć Polska już teraz stanowi centrum aktywności inwestorów w całym regionie, to naszym zdaniem potencjał krajowego rynku jest znacznie większy niż sugerowałyby to statystyki. To kluczowa teza naszego unikatowego raportu poświęconego rynkowi M&A w Polsce, w którym wskazujemy najważniejsze trendy kształtujące go na przestrzeni ostatnich lat oraz kluczowe czynniki, które będą stanowić o jego sile w najbliższej przyszłości.

Szacujemy, że zawierane w Polsce transakcje fuzji i przejęć mogłyby osiągać łączną wartość nawet ok. 15 mld euro rocznie (tj. ok. dwukrotnie większą niż średnio w latach 2016–2018).

Większa aktywność w zakresie fuzji i przejęć byłaby tymczasem zjawiskiem pożądanym i korzystnym dla polskiej gospodarki, stanowiąc częściową odpowiedź na stojące przed nią strukturalne wyzwania (niekorzystna demografia skutkująca presją na koszty pracy przy silnym rozdrobnieniu i niskiej innowacyjności wielu sektorów) oraz otaczające ją trendy globalne (postępująca digita-

lizacja). Z drugiej strony oczekiwana intensyfikacja tych zjawisk w kolejnych latach powinna być czynnikiem motywującym do szybszej konsolidacji polskiego rynku. Fuzje i przejęcia mogą stać się również skutecznym sposobem na ekspansję zagraniczną, na którą polskie firmy decydowały się w przeszłości rzadziej niż ich konkurenci w regionie.

W najbliższych latach analizowany rynek cechować będzie rosnąca aktywność, jak i coraz większa złożoność zawieranych transakcji. Będą one nie tylko większe, ale też coraz częściej zawierać będą elementy międzynarodowe, zawodowego inwestora w postaci funduszy Private Equity, czy bardziej skomplikowanego finansowania. W wielu przypadkach wiązać się one będą również ze złożonym problemem sukcesji w polskich firmach rodzinnych. **W takich warunkach jeszcze więcej znaczenia nabierać będą kompleksowość oferty oraz unikalne rozwiązania dostarczane przez profesjonalny i doświadczony zespół doradców. Grupa Pekao, będąca długoletnim liderem bankowości korporacyjnej i inwestycyjnej w Polsce, jest ich absolutnym gwarantem.**



Michał Krupiński

Prezes Zarządu,
Bank Pekao S.A.



Tomasz Styczyński

Wiceprezes Zarządu odpowiedzialny
za Pion Bankowości Korporacyjnej,
Rynków i Bankowości Inwestycyjnej,
Bank Pekao S.A.

Potencjał polskiego rynku fuzji i przejęć

Z raportu wyłania się dość **pozytywna wizja krajowego rynku fuzji i przejęć**:

1. **Polska pozostaje główną siłą napędową rynku M&A w Europie Środkowo-Wschodniej** – zawierana jest tu co trzecia transakcja w regionie, a spośród 30 największych fuzji i przejęć w ostatnich 3 latach niemal połowa dotyczyła polskich podmiotów. Co więcej, łączna wartość rynku wzrosła w tym czasie o ponad 20% w porównaniu z okresem 2013–2015, podczas gdy w innych krajach regionu odnotowała ona ok. 10% spadek.
2. **Wzrasta średnia wartość realizowanych fuzji i przejęć** (wzrost o ponad 30% w porównaniu z okresem 2013–15), choć polski rynek wciąż charakteryzuje dość silne przesunięcie w kierunku mniejszych transakcji (ponad połowa z nich ma wartość niższą niż 25 mln euro).
3. **Wyraźnie rośnie rola funduszy Private Equity**, które w latach 2016–18 odpowiadały już za ok. 30% łącznej wartości fuzji i przejęć. Dla wielu z nich Polska stanowi pierwszy przystanek w ich ekspansji w regionie. Utrzymanie tego kierunku wydaje się prawdopodobne tym bardziej, że fundusze PE świetnie nadają się do roli integrujących rozdrobnione rynki.

Jednocześnie polski rynek przedstawia ponadprzeciętny potencjał rozwojowy – relacja wartości rynku M&A do PKB w sąsiednich Czechach jest ponad dwukrotnie wyższa niż w naszym kraju, a na najlepiej rozwiniętych rynkach M&A Europy Zachodniej (np. Wielka Brytania) nawet 4-krotnie wyższa. Liczne zjawiska przemawiają na korzyść szybszego rozwoju krajowego rynku w przyszłości:

1. **Polska wciąż ustępuje krajom regionu, jeśli chodzi o udział transakcji transgranicznych** (48% ogólnej liczby w 2016–18 vs. średnio 60% w pozostałych krajach EŚW). Uważamy, że ich rola będzie wzrastać, co po części będzie pochodną wspomnianej rosnącej aktywności inwestorów finansowych, ale też np. korzyst-



Maciej Jacenko
Prezes Zarządu,
Pekao Investment Banking S.A.

Rynek fuzji i przejęć w Polsce, podobnie jak i w całym regionie, wkracza w nową erę, którą kształtować będzie dokonująca się na naszych oczach rewolucja przemysłowa 4.0. Polskie firmy nie stoją w niej na straconej pozycji, a co więcej – mogą z niej wyjść w gronie zdecydowanych zwycięzców.

By w pełni wykorzystać potencjał rozwojowy wynikający z cyfryzacji, firmy z naszej części Europy muszą jednak zacząć łączyć siły. Region, a zwłaszcza Polska, jest zasobny w wysokiej jakości kapitał intelektualny, na którego bazie możemy i powinniśmy budować gospodarczy sukces. Firmy w regionie wciąż nie wykorzystują efektów skali, która w większości ograniczona jest do lokalnych relatywnie małych rynków, a jest niezbędna do wykonania prawdziwego skoku w przyszłość.

Na tej podstawie uważam, iż w najbliższych latach rynek M&A w Polsce znajdzie się pod wpływem przełomowych zmian, które cechować będzie:

- dużo szybsza konsolidacja wielu branż, w tym rosnąca liczba fuzji i przejęć transregionalnych (z udziałem podmiotów z EŚW po obu stronach transakcji),
- zdecydowany wzrost aktywności polskich firm na zagranicznych rynkach M&A – nie tylko w regionie, ale też w Europie Zachodniej,
- wspierany aktywnością M&A gwałtowny rozwój polskich start-upów technologicznych – być może już za kilka lat doczekamy się pierwszego polskiego „jednorozca”.

niejszych wycen firm w obliczu globalnego spowolnienia czy zwiększonej podaży spółek wystawianych na sprzedaż. Spodziewamy się wzmożonego zainteresowania inwestorów zagranicznych zwłaszcza w niektórych obszarach polskiej gospodarki – przykładem mogą być branże technologiczne, gdzie Polska oferuje dostęp do dużego, wysokojakościowego i wciąż relatywnie taniego kapitału intelektualnego.

2. **Coraz więcej firm rodzinnych staje w obliczu sukcesji** – polski kapitalizm ma już 30 lat i nadchodząca zmiana pokoleniowa w polskich firmach rodzinnych wydaje się nieunikniona. Dla wielu właścicieli monetyzacja ich biznesów w drodze sprzedaży zewnętrznym inwestorom pozostaje zaś jedną z najważniejszych alternatyw.
3. **W najbliższych latach ważnym motorem rynku może stać się również szybszy rozwój dotąd nieco uśpionego segmentu średnich transakcji (tzw. mid-marketu).** Na przestrzeni ostatnich lat polskie średnie firmy znacząco rozwinęły swoje biznesy, stając się atrakcyjnym celem do przejęcia, ale też dojrzewając do roli aktywnego przejmującego na tymże rynku.

W kierunku szybszej konsolidacji rynku polskie firmy popychać będą także stojące przed nimi wyzwania strukturalne. Rynek pracy wkracza obecnie w fazę głębokiego niżu demograficznego – w najbliższych latach zniknie z niego łącznie

ponad 1,5 mln pracowników, z czym wiązać się będzie rosnąca presja na koszty działalności. Dokonująca się zaś na naszych oczach rewolucja cyfrowa prowadzić będzie do transformacji dotychczasowych modeli biznesowych, w których przewagi konkurencyjne w coraz większym stopniu opierać się będą na innowacyjności i zaawansowaniu technologicznym. By podołać tym wyzwaniom polskie firmy będą musiały zwiększać skalę działalności, podnosić swoją produktywność, a przede wszystkim dużo aktywniej inwestować w cyfryzację, automatyzację procesów oraz rozwój kapitału ludzkiego. Łączenie sił przez polskie przedsiębiorstwa wydaje się być jednym z lekarstw na te wyzwania.

Naszym zdaniem w najbliższych latach rosnąć będzie nie tylko znaczenie Polski na regionalnym rynku fuzji i przejęć, ale też i rola polskich firm jako podmiotów konsolidujących różne sektory w tej części Europy. Z punktu widzenia krajowych podmiotów ekspansja kapitałowa w regionie stanowi skuteczny sposób na przeskoczenie bariery rozwojowej w postaci rosnącego nasycenia krajowego popytu (szybkie zdobywanie udziałów w nowych rynkach) czy też zapóźnienia technologicznego (przejmowanie mniejszych innowacyjnych spółek). Wiele polskich firm urosło do skali umożliwiającej im odgrywanie roli regionalnych gwiazd, wyznaczających trendy w wielu dziedzinach gospodarki.



POLSKI RYNEK M&A W LICZBACH (2016-2018)

>400

transakcji M&A zawarto na polskim rynku na przestrzeni 3 ostatnich lat

22 mld euro

wyniosła ich łączna wartość, co stanowiło...

...37%

łącznej wartości rynku fuzji i przejęć w regionie EŚW

121 mln euro

wyniosła średnia wartość transakcji na polskim rynku (+31% vs 2013-2015)

13

z 30 największych transakcji w regionie dotyczyło polskich spółek

21%

ogółu transakcji zawarto w przemyśle i powiązanych usługach (kluczowy sektor)

48%

przejęć na polskim rynku zrealizowały podmioty zagraniczne

21%

transakcji M&A zawartych zostało z udziałem Private Equity

72

zagraniczne przejęcia zrealizowały polskie firmy

KLUCZOWE MOTORY WZROSTU W PRZYSZŁOŚCI

Korzystne otoczenie makroekonomiczne

(solidny wzrost gospodarczy, niskie stopy)

PKB +4,1%

rocznie w latach 2019-2020

Rosnąca presja kosztowa na polskie firmy

(demografia i jej wpływ na rynek pracy)

-1,7 mln

liczba osób w wieku produkcyjnym do 2025

Silne rozdrobnienie polskiego sektora przedsiębiorstw

(duży potencjał konsolidacji)

x7 niższe średnie obroty vs. firmy niemieckie

Wyzwania związane

z sukcesją w polskich firmach rodzinnych

57%

firm rodzinnych założonych przed 2000 r.

Polska głównym ośrodkiem aktywności M&A w regionie Europy Środkowo-Wschodniej

Pomimo przejściowego spowolnienia na rynku fuzji i przejęć w całej Europie Środkowo-Wschodniej w minionym roku, nasz kraj pozostaje w centrum uwagi inwestorów obecnych w regionie. W ostatnich trzech latach aż 1/3 wszystkich transakcji M&A zawartych w naszej części Europy dotyczyła właśnie polskich spółek, a ich łączna wartość sięgnęła w tym czasie 22 mld euro. W miarę wzrostu dojrzałości struktura polskiego rynku przesunęła się w stronę większych transakcji. Rośnie na nim także aktywność inwestorów

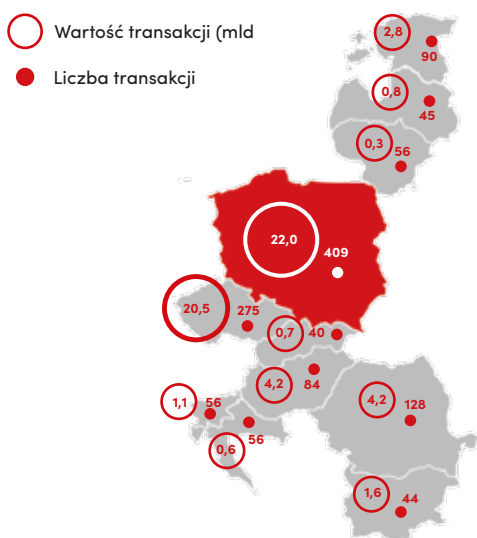
zagranicznych, a szczególnie istotną rolę w jego rozwoju odgrywają fundusze Private Equity.

Na polskim rynku M&A utrzymują się pozytywne trendy. To głównie na nim koncentruje się uwaga inwestorów aktywnych w naszym regionie Europy

Polski rynek fuzji i przejęć niezmiennie przyciąga największą uwagę inwestorów w naszym regionie. **Na przestrzeni ostatnich 3 lat (2016–2018) zawarto na nim ponad 400 transakcji**, co było liczbą bardzo zbliżoną do tej z lat 2013–2015. **Skumulowana wartość transakcji¹ wzrosła jednak w porównaniu z poprzednim 3-letnim okresem aż o 22% i ukształtowała się na poziomie ok. 22 mld euro.**

Rynek M&A w Polsce na tle innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej

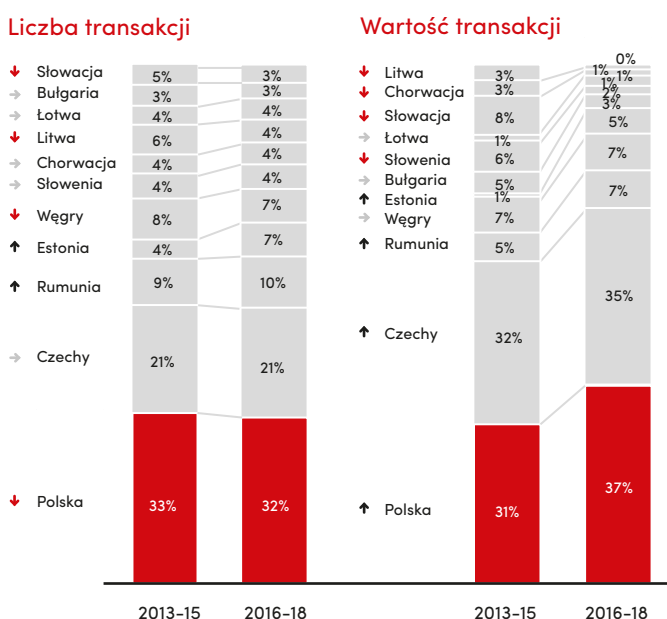
Wartość i liczba transakcji M&A, 2016–2018



Źródło: Mergermarket

Polska przoduje w regionie pod względem aktywności inwestorów mierzonej zarówno liczbą zawieranych transakcji M&A, jak również ich skumulowanej wartości (odpowiednio 32% i 37% udział). Choć przewaga naszego kraju nad drugimi w zestawieniu Czechami jest stosunkowo niewielka (zwłaszcza pod względem wartości rynku, która w latach 2016–18 wyniosła u naszych południowych sąsiadów łącznie nieco ponad 20 mld euro), to jednak pozostałe państwa regionu dzieli od Polski już prawdziwa przepaść. Wystarczy

% udział poszczególnych krajów



wspomnieć, iż na Polskę i Czechy przypadło w omawianym okresie 53% łącznej liczby transakcji ogłoszonych w regionie i aż 72% ich wartości.

Co ważne, Polskę na tle regionu wyróżniało w ostatnich latach także wysokie tempo rozwoju – w porównaniu z okresem 2013–2015 udział w skumulowanej wartości transakcji wzrósł o 6 pkt proc. (wzrost o 22% vs. spadek o 10% w pozostałych krajach EŚW), a silniejsze od Polski dynamiki wzrostu odnotowały jedynie dwa rynki (Rumunia, Estonia).

¹ Jako wartość transakcji w całym raporcie rozumie się wartość ujawnioną, tj. podaną do wiadomości publicznej (nie uwzględnia transakcji, których wartości nie ujawniono). Średnia wartość transakcji liczona jest wyłącznie dla transakcji z ujawnioną wartością.

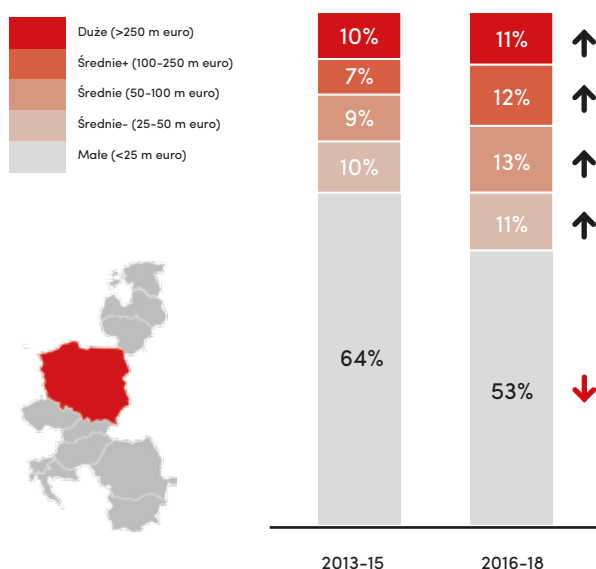
Wzrost krajowego rynku wspiera rosnąca liczba większych transakcji

Charakterystyczne dla polskiego rynku M&A jest dość wyraźne przesunięcie środka ciężkości w kierunku transakcji o niskiej wartości (aż 53% transakcji ogłoszonych i zakończonych w latach 2016–2018 stanowiły przejęcia najmniejszych podmiotów, o jednostkowej wartości do 25 mln euro). Proporcje te ulegają jednak widocznej poprawie. Choć wciąż za nieproporcjonalnie niski

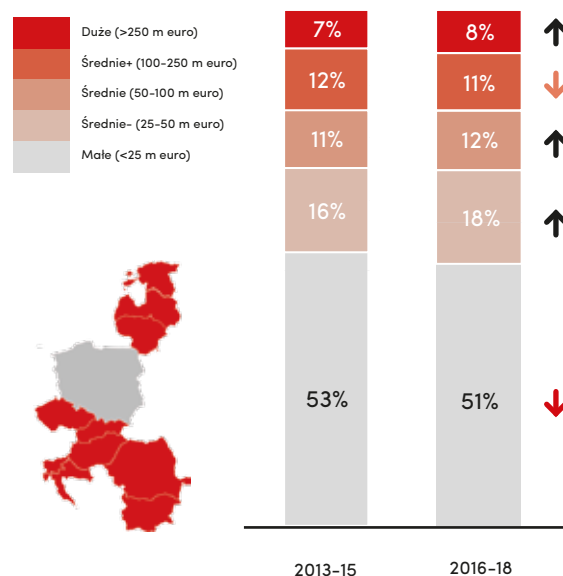
należy uznać udział średnich transakcji (zwłaszcza tych w przedziale 25–100 mln euro), to jednocześnie obserwuje się szczególnie szybki wzrost znaczenia tego segmentu – w porównaniu z okresem 2013–2015 wzrósł przede wszystkim udział transakcji w przedziale 100–250 mln euro (+5 pkt proc.) oraz 50–100 mln euro (+4 pkt proc.). Fakt ten może być odczytywany jako przejaw stopniowego wkraczania polskiego rynku fuzji i przejęć w nowy etap rozwoju, w którym do głosu dochodzi mocno „uśpiony” do tej pory segment tzw. mid-marketu.

Struktura polskiego rynku M&A wg wielkości zawieranych transakcji*, 2016–2018 vs. 2013–2015

Polska



Kraje EŚW (Bez Polski)

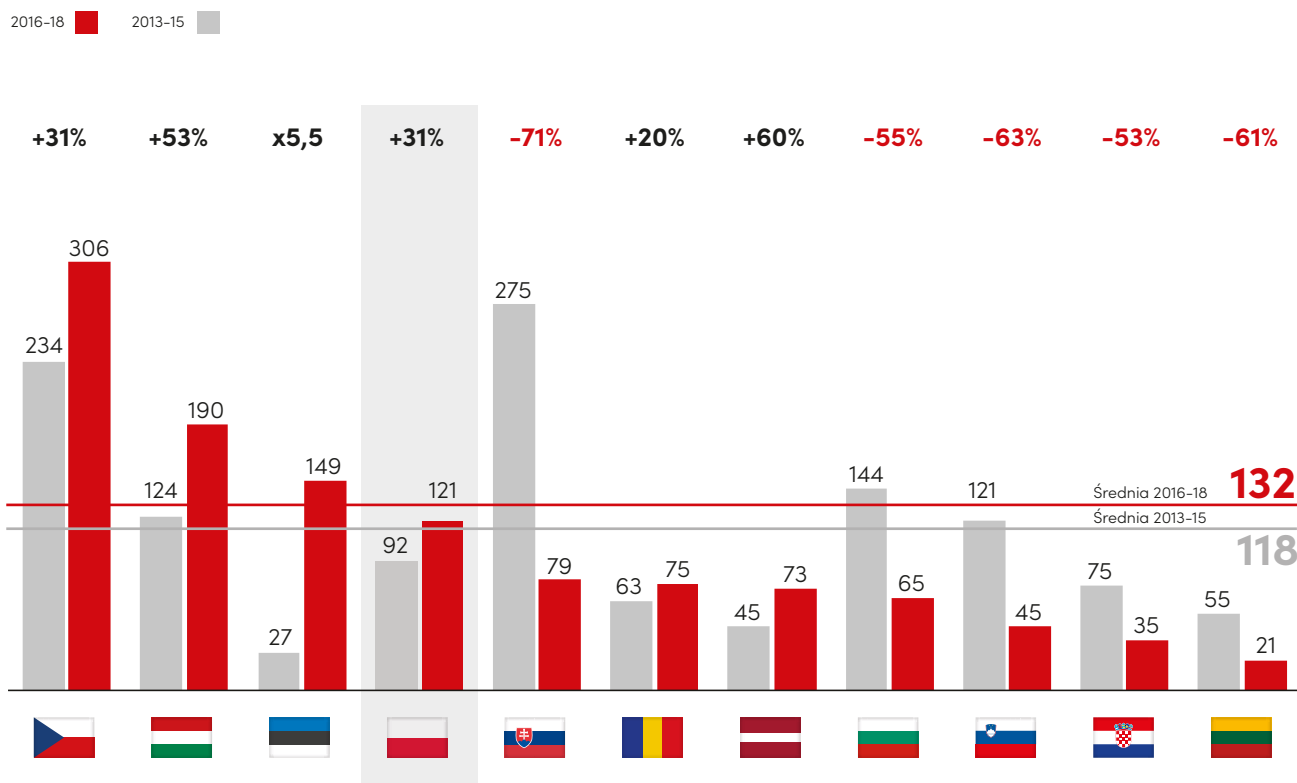


* Udziały w łącznej liczbie transakcji z ujawnioną wartością
Źródło: Mergermarket

W miarę rozwoju polskich przedsiębiorstw oraz wzrostu dojrzałości polskiego rynku **rośnie tym samym średnia wartość zawieranych na nim pojedynczych transakcji** (wzrost o ponad 30% w porównaniu z okresem 2013–2015). **Pomimo to, nasz kraj wypada pod tym względem wciąż dość przeciętnie na tle regionu** – wynik 121 mln euro osiągnięty w latach 2016–2018 plasuje Polskę dopiero na 4-tej pozycji (za Czechami, Węgrami i Estonią). Co więcej, w przypadku Czech średnia wartość pojedynczej transakcji w każdym kolejnym

roku okresu 2013–2018 była wyższa aniżeli w Polsce. Nie jest to zatem efekt przypadkowej kumulacji pojedynczych dużych transakcji, a raczej stałe zjawisko, związane z większą dojrzałością rynku czeskiego, a co za tym idzie silniejszym przesunięciem środka jego ciężkości w kierunku większych firm. W tym kontekście **rynek fuzji i przejęć w Polsce wydaje się przedstawiać spory potencjał rozwojowy, wynikający z samego wzrostu liczby większych transakcji w przyszłości.**

Średnia wartość transakcji M&A w Polsce na tle innych krajów EŚW (mln euro), 2016-2018 vs. 2013-2015



Źródło: Mergermarket

Na łączną wartość polskiego rynku fuzji i przejęć (zwłaszcza w pojedynczych latach) istotny wpływ wywierają wciąż dość okazjonalnie pojawiające się bardzo duże transakcje. Jest to zjawisko typowe w zasadzie dla wszystkich krajów regionu. Te największe (o wartości powyżej 1 mld euro) zdarzają się jednak w Europie Środkowo-Wschodniej stosunkowo rzadko – w latach 2016-2018 ogłoszono i sfinalizowano jedynie 11 takich transakcji. Największą z nich było przejęcie regionalnych aktywów Anheuser-Busch InBev przez japońską grupę Asahi, którego wartość wyniosła 7,3 mld euro². Na nasz kraj przypadły w omawianym okresie 4 bardzo duże transakcje (przejęcia Grupy Allegro, pakietu akcji Banku Pekao S.A., Żabki oraz polskich aktywów EdF).

Polska przyciąga nie tylko największą liczbę transakcji M&A w naszym regionie Europy, ale też na lokalnym rynku ma miejsce wyraźna koncentracja przejęć z udziałem największych podmiotów i inwestorów. Spośród 30 transakcji o najwyższej wartości jednostkowej (z których ostatnia wyniosła nieco ponad 300 mln euro) w aż 13 celem była właśnie polska spółka, a dodatkowo w jednej transakcji polska spółka dokonała przejęcia w innym kraju regionu (wykup akcji Unipetrolu przez PKN Orlen). Ich udział w łącznej wartości wszystkich 30 transakcji uwzględnionych na wspomnianej liście wyniósł 36%.

² Transakcja ta jest przypisywana w całości do rynku czeskiego, ze względu na siedzibę dominującego podmiotu przejmowanego. W rzeczywistości, obejmowała ona wchodzące w skład grupy firmy zlokalizowane w różnych państwach regionu, w tym polską Kompanię Piwowarską. Nie ma jednak możliwości rozdzielenia wartości tej transakcji naskładowe i przyporządkowania ich do poszczególnych krajów.

TOP 30 największych transakcji M&A w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2016-2018

Rok	Przejmowana firma	Kraj	Sektor	Sprzedający	Wartość (mln euro)	Kupujący	Kraj
2016	Anheuser-Busch InBev (aktywa w regionie CEE)	Czechy		Anheuser-Busch InBev	7 300	Asahi Group Holdings	Japonia
2016	Allegro Group	Polska		Naspers Limited	2 949	Cinven Partners; Permira Advisers; Mid Europa Partners	W. Brytania
2018	Telenor Hungary	Węgry		Telenor	2 800	PPF Group	Holandia
2016	PointPark Properties	Czechy		TGP Capital LP; Ivanhoé Cambridge	2 400	GIC Private Limited	Singapur
2016	Bank Pekao SA (32.8%)	Polska		UniCredit Group	2 382	PZU; PFR	Polska
2018	Zentiva Group, a.s.	Czechy		Sanofi	1 900	Advent Inc. Corp.	USA
2016	Energeticky a Prumyslovy Holding (35%)*	Czechy		Milees Limited	1 862	EP Investment; EP Investment 2	Czechy
2016	Energeticky a Prumyslovy Holding (30%)*	Czechy		Biques Limited; EP Investment; Milees Limited	1 500	Energeticky a Prumyslovy Holding	Czechy
2016	EP Infrastructure (30%)*	Czechy		Energeticky a Prumyslovy Holding	1 500	Konsorcjum (lider Macquarie European Infrastructure Fund 5)	Australia
2017	Żabka Polska	Polska		Ardian; Mid Europa Partners	1 296	CVC Capital Partners	W. Brytania
2017	EdF Polska	Polska		Electricite de France	1 015	PGE	Polska
2017	Unipetrol AS (37%)	Czechy		n/d	997	PKN Orlen	Polska
2018	Raiffeisen Bank Polska	Polska		Raiffeisen Bank Int.	775	Bank BGŻ BNP Paribas	Francja
2016	United Bulgarian Bank	Bułgaria		Nat. Bank of Greece	610	KBC Groe	Belgia
2016	Amrest Holdings (30.14%)	Polska		n/d	599	FCapital Lux	Meksyk
2016	KMG INTERNATIONAL (51%)	Rumunia		NC KazMunaiGaz	596	CEFC China Energy Co	Chiny
2017	Synthos (37.54%)	Polska		n/d	582	FTF Galleon	Polska
2016	Polska Grupa Górnicza	Polska		n/d	550	PGNiG; Węgłokoks; TF Silesia; PGE; Energa Kogeneracja; FIPP FIZAN	Polska
2016	S.C. Profi Rom Food	Rumunia		Enterprise Investors	533	Mid Europa Partners	W. Brytania
2018	Nelja Energia	Estonia		Vardar; Martin Kruus; Kalle Kiigske	493	Enefit Green	Estonia
2016	Midas	Polska		Ortholuck Limited	452	Polkomtel	Polska
2017	Pegas Nonwovens (77.66%)	Czechy		n/d	433	R2G Rohan Czech	Czechy
2017	Globalworth Poland Real Estate (67.9%)	Polska		Oaktree Capital Management	415	Globalworth Real Estate Investments	W. Brytania
2017	A&D Pharma Holdings	Rumunia		Roger Akoury; Walid Abboud	400	Dr. Max Lekarna	Czechy
2017	Robyg	Polska		n/d	376	Centerbridge Partners; Goldman Sachs Intl.	W. Brytania
2017	Netia (66%)	Polska		Mennica Polska; FIP 11 FIZAN	371	Cyfrowy Polsat	Polska
2017	Alpha Medical	Słowacja		Mid Europa Partners	370	Unilabs	Szwajcaria
2016	Bank BPH	Polska		GE Capital	360	Alior Bank	Polska
2018	SIA RUDA; SIA Bergvik Skog	Łotwa		Bergvik Skog	324	Sodra	Szwecja
2018	Utilitas Energy Group	Estonia		n/d	320	First State Investments	W. Brytania

* 3 powiązane ze sobą transakcje, których celem było przejęcie kontroli nad Energeticky a Prumyslovy Holding, a.s.(EPH) przez inwestora prywatnego. Źródło: Mergermarket

Miniony rok przyniósł dość zaskakujący, choć raczej przejściowy spadek aktywności w całym regionie. Brexit, złożona geopolityka oraz widmo globalnego spowolnienia wśród głównych źródeł niepewności.

W samym 2018 roku w Polsce ogłoszono **125 transakcji fuzji i przejęć**, co oznaczało ok. 15% spadek w porównaniu z rokiem poprzednim. Transakcje, których wartość podano do wiadomo-

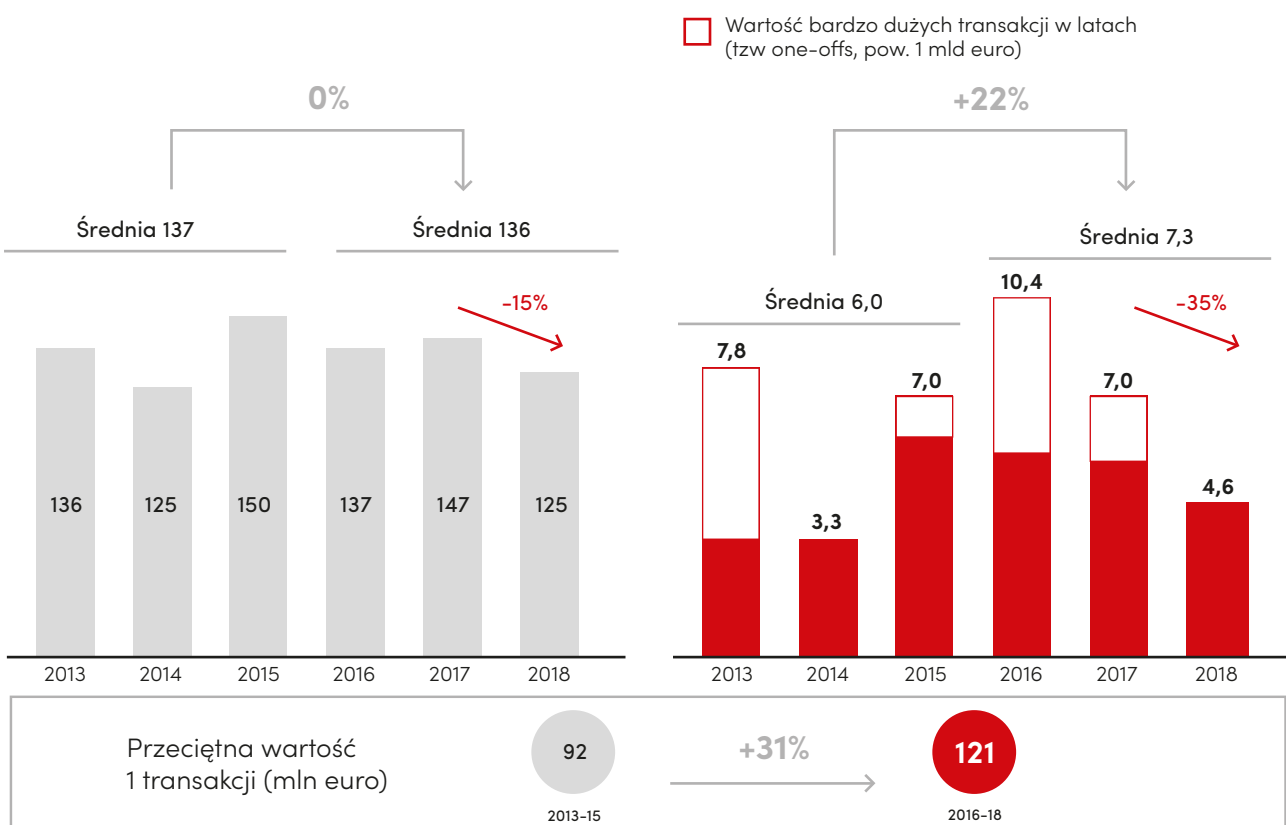
ści publicznej, złożyły się z kolei na **łącną kwotę ok. 4,6 mld euro**, aż o 35% niższą aniżeli rok wcześniej. Jest to o tyle zaskakujące, że ostatnie lata były okresem bardzo dobrej koniunktury gospodarczej w naszym kraju, przekładającej się na rekordowe wyniki i mocną sytuację finansową polskich firm. **Na to przejściowe, naszym zdaniem, ochłodzenie koniunktury na krajowym rynku M&A kluczowy wpływ mogły mieć 3 kwestie:**

A splot niekorzystnych, a niezależnych od lokalnych fundamentów gospodarczych, czynników globalnych – argumentem przytaczanym przez inwestorów obecnych w regionie jako bariera zniechęcająca do silniejszej aktywności była np. **niepewność geopolityczna związana z Brexitem** i jego przełożeniem na lokalne gospodarki, czy też szerzej – na przyszły kształt całej Unii Europejskiej. Obawy te potęgowała rosnąca **niepewność globalna** związana m.in. z narastającymi tendencjami protekcjonistycznymi w handlu międzynarodowym (widmo wojny handlowej pomiędzy USA i Chinami) czy też oczekiwanym wejściem gospodarki światowej w fazę spowolnienia. W efekcie **spadek liczby i wartości transakcji nie wyróżniał Polski negatywnie na tle całej Europy Środkowo-Wschodniej**. Przykładowo jeszcze silniejsze spadki liczby ogłoszonych transakcji odnotowano w minionym roku na innych dużych rynkach regionu: w Czechach sięgnął on 23% r/r, w Rumunii zaś aż 39% r/r. Z kolei łączna wartość transakcji ogłoszonych we wszystkich państwach naszego regionu w 2018 roku stanowiła jedynie ok. połowę tej z roku 2016.

Liczba i wartość transakcji M&A w Polsce w latach 2013-2018

Liczba (#)

Wartość (mld euro)



B relatywnie wysokie wyceny polskich przedsiębiorstw – choć wysokie dynamiki przychodów, rekordowe zyski i solidne poziomy kluczowych wskaźników finansowych na pierwszy rzut oka wydają się atrakcyjne, to jednocześnie windują one ceny, których oczekują potencjalni sprzedawcy. W rezultacie, z punktu widzenia kupujących, relacja ceny do faktycznej wartości firm mogłaby być w wielu przypadkach zbyt wysoka, zwłaszcza biorąc pod uwagę prognozowane na najbliższe lata ochłodzenie koniunktury gospodarczej;

C naturalna dla krajów regionu wysoka zmienność w poszczególnych latach (zwłaszcza pod względem wartości transakcji) – dobrym przykładem jest zestawienie danych z ostatnich 3 lat. W wyróżniającym się pod tym względem 2016 roku, aż 51% wartości rynku przypadło na zaledwie 2 transakcje: przejęcie Grupy Allegro oraz pakietu 33% akcji Banku Pekao (łącznie 5,3 mld euro). Z kolei w 2017 roku 2 największe transakcje (przejęcie Żabki oraz aktywów EDF) odpowiadały za ok. 1/3 całego rynku, podczas gdy miniony rok nie przyniósł w naszym kraju ani jednej transakcji, której wartość przekraczałaby kwotę 1 mld euro. Podobne jednorazowe transakcje o dużym przełożeniu na łączną wartość rynku miały miejsce również w poprzednim 3-letnim okresie.

Bank Pekao i Pekao IB liderami bankowości inwestycyjnej w Polsce

Kompleksowe podejście do transakcji Pekao Investment Banking S.A. to jedna z najstarszych i najbardziej doświadczonych firm z branży bankowości inwestycyjnej w Polsce.

Dzięki wyjątkowo doświadczonemu zespołowi oraz obecności w strukturze jednego z największych banków w Europie Środkowej i Wschodniej może ona zaoferować swoim klientom pełen pakiet wsparcia transakcyjnego od doradztwa, po aktywny udział w sfinansowaniu i przeprowadzeniu transakcji. Gwarancją szerokiego spektrum najwyższej jakości usług zapewnia aktywna współpraca Pekao Investment Banking z dedykowanym zespołem ds. bankowości inwestycyjnej w Banku Pekao S.A.

M&A: doradztwo szyte na miarę Pekao Investment Banking w latach 2007-2018 przeprowadził dla swoich klientów 56 transakcji o łącznej wartości ponad 14 mld euro. Były to transakcje o bardzo zróżnicowanej skali, co wyróżnia Pekao IB na tle największych firm bankowości inwestycyjnej w Polsce, skupiających się w przeważającej mierze na obsłudze największych przedsiębiorców. Do każdego klienta staramy się podchodzić indywidualnie, tworząc ofertę odpowiednią do jego charakterystyki oraz profilu działalności. Siłą naszego zespołu jest również znakomita ekspertyza sektorowa.

Na przestrzeni ostatnich lat doradzaliśmy przy dużej liczbie transakcji, których przedmiotem były zwłaszcza spółki z branży przemysłowej oraz handlu detalicznego.

Lider doradztwa M&A w Polsce Transakcje M&A, 2007-2018

Doradca	Wartość (mld EUR)	% udział	#transakcji
Pekao IB	14,2	7,8%	56
Deutsche Bank	14,2	7,8%	14
Trigon Group	11,5	6,3%	42
Morgan Stanley	10,9	6,0%	12
Santander	9,7	5,3%	29
Rothschild&Co	9,3	5,1%	39
JP Morgan	9,0	4,9%	17
Goldman Sachs	8,6	4,7%	14
BoA Merrill Lynch	7,2	4,0%	9
UBS Investment Bank	6,7	3,7%	14

Źródło: Mergermarket

Nasz sposób pracy z klientem zakłada kompleksowe działanie – od analizy samego przedsiębiorstwa, poprzez wyselekcjonowanie potencjalnej drugiej strony transakcji, stworzenie jej struktury, po jej finalizację. **Pomagamy naszym klientom na każdym etapie, poszukując dla nich optymalnego rozwiązania.**

ECM: lider rynku giełdowego

Pekao Investment Banking to także lider rynku ECM, który brał udział, prowadząc księgę popytu, w ponad 14 proc. ogółu transakcji giełdowych w latach 2007–2018, najbliższego rywala dystansując aż o ponad 5 pkt procentowych.

Pekao Investment Banking potrafi perfekcyjnie realizować pełną paletę zleceń związanych z giełdą, od wprowadzenia spółki na giełdę (IPO), przez podwyższenie kapitału (SPO), po wykup akcjonariuszy mniejszościowych czy wezwania. Prowadzimy także księgi przyspieszonego popytu (ABB) oraz projekty opcji menedżerskich opartych o akcje notowane na giełdzie.

DCM: wysoka jakość obligacji

W pierwszych 3 kwartałach 2018 roku Bank Pekao miał 19 proc. udział w rynku emisji nieskarbowych papierów dłużnych (Dane Fitch Polska). Naszymi klientami są podmioty komercyjne (firmy, banki) oraz jednostki samorządu terytorialnego. W 2018 roku

przeprowadziliśmy także wartość 2,5 mld złotych emisję obligacji 3-letnich dla Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Do realizowanych transakcji podchodzimy selektywnie, mając na uwadze bezpieczeństwo kupujących oferowane przez nas obligacje – reputacja jest naszym priorytetem.

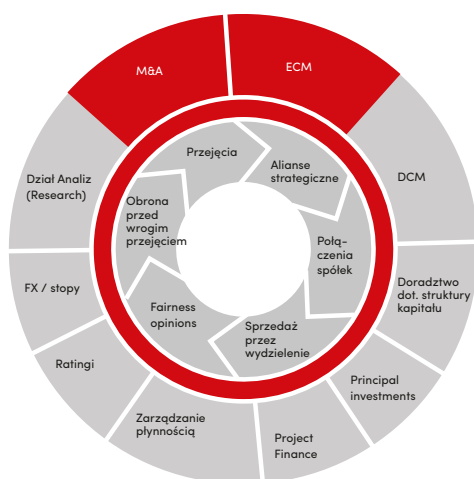
Structured Finance: dedykowany zespół dla Private Equity

Od 10 lat posiadamy wyspecjalizowany zespół odpowiedzialny za transakcje lewarowane, który skupia się na finansowaniu projektów inwestycyjnych i wykupie lewarowanym.

W tym czasie zrealizowaliśmy ponad 50 transakcji, w które bank zaangażował ponad 4 mld euro.

W ramach structured finance finansujemy większość projektów inwestycyjnych, co wyróżnia nas na tle konkurentów, skupiających się głównie na doradztwie, finansowanie pozostawiając podmiotom zewnętrznym. Jedną ze specjalności zespołu jest obsługa funduszy Private Equity. Posiadamy z nimi wyjątkowe relacje oraz zrozumienie ich potrzeb i sposobu działania. Jesteśmy także w stanie wesprzeć w organizacji finansowania większości transakcji kupna aktywów w Polsce i za granicą. Od 2018 roku jednym z celów strategicznych zespołu jest realizacja projektów finansowania poza granicami Polski.

Pekao Investment Banking – najbardziej uniwersalna oferta na rynku



Doradztwo Corporate Finance

Doradztwo strategiczne dla akcjonariuszy i zarządu

- Opracowywanie strategii w transakcjach fuzji i przejęć.
- Identyfikacja i ocena potencjalnych celów przejęcia.

Usługi doradztwa przy realizacji transakcji

- Doradztwo przy przejęciach (buy-side): analiza potencjalnych celów przejęć, nawiązanie dialogu z właścicielami, wycena, koordynacja procesu due diligence, wsparcie w negocjacjach SPA.
- Przygotowanie i zarządzanie procesem sprzedaży spółki (sell-side): analiza spółki, przygotowanie materiałów marketingowych, identyfikacja potencjalnych inwestorów, strukturyzowanie procesu, koordynacja procesu due diligence, wsparcie w negocjacjach SPA.
- Przygotowanie i zarządzanie procesami połączeń: strukturyzacja transakcji, koordynacja procesu due diligence, wycena, wsparcie przy negocjacjach z akcjonariuszami.

Doradztwo Equity Capital Markets

Doradztwo w transakcjach ECM

- Debiuty giełdowe (IPO) i podwyższenia kapitału (SPO) – transakcje prospektowe.
- Przejęcia spółek publicznych – wezwania oraz wykup akcjonariuszy mniejszościowych (squeeze-out).
- Transakcje ABB.
- Opcje menedżerskie dla kluczowych pracowników.

Wealth Management: poszukiwanie sprawdzonych inwestycji

Kompleksowa obsługa przedsiębiorców oznacza również włączenie w nią specjalistów od zarządzania nadwyżkami kapitału i oszczędnościami właścicieli oraz topowych menedżerów. Private Banking Pekao S.A. od wielu lat zdobywa najwyższe laury w zestawieniach konsumenckich dla usług typu Wealth Management.

Specjaliści od zarządzania majątkiem osobistym naszych Klientów angażowani są w projekty, w których istotne jest zabezpieczenie oszczędności

i inwestycji naszych partnerów (np. transakcje związane z sukcesją).

Lazard: potencjał międzynarodowy Pekao

Współpraca z globalnym liderem rynku M&A firmą Lazard umożliwia Grupie Pekao **unikalną ekspozycję na rynki globalne, zwłaszcza w zakresie współpracy z inwestorami z najwyższej półki, zainteresowanymi środkowoeuropejskim rynkiem.** Wspólnie oba podmioty są w stanie dotrzeć do każdego przedsiębiorcy w regionie i każdego inwestora z największych rynków świata.

Dane za ostatnie lata wskazują również na inne ciekawe zjawiska występujące na krajowym rynku

Bliższe przyjrzenie się polskiemu rynkowi M&A i zawieranych transakcjom pozwala na identyfikację kilku innych ciekawych zjawisk i trendów, które ten rynek kształtują i mogą wyznaczać kierunek dalszych zmian w kolejnych latach. Zaliczyć do nich należy w szczególności:

- A rosnącą aktywność inwestorów i sprzedających w wybranych obszarach polskiej gospodarki** (w tym zwłaszcza w przemyśle, sektorze rolno-spożywczym oraz branży finansowej – łącznie 38% wszystkich transakcji);
- B relatywnie silne uzależnienie rynku od inwestorów krajowych** (52% wszystkich transakcji w okresie 2016-18 vs. ok. 40% w innych krajach EŚW) przy zauważalnym jednak wzroście aktywności inwestorów zagranicznych;
- C wyraźny wzrost znaczenia funduszy Private Equity** (30% wartości wszystkich transakcji w okresie 2016-18) w stymulowaniu aktywności na krajowym rynku M&A (głównie po stronie kupujących).

Aktywność inwestorów koncentruje się w obszarach polskiej specjalizacji branżowej i w sektorach rozwojowych

W latach 2016–2018 najwięcej transakcji ogłoszono w Polsce w branżach dóbr i usług przemysłowych, TMT³, produkcji i dystrybucji żywności oraz w sektorze finansowym – łącznie przypadło na nie 51% wszystkich transakcji.

Za wyjątkiem branży TMT, znaczenie wspomnianych sektorów dość wyraźnie przy tym wzrosło w porównaniu z poprzednim 3-letnim okresem (najmocniej w przypadku sektora dóbr i usług przemysłowych – aż o 5 pkt proc.). Jednocześnie zmalała w ostatnich latach rola transakcji zawieranych w innych sektorach – zwłaszcza w branży medycznej, gdzie liczba transakcji zmniejszyła się o ponad 1/3.

Aktywność w sektorze finansowym, który w Polsce – jak na specyfikę tej branży – cechuje wciąż relatywnie silne rozdrobnienie (np. w samym sektorze bankowym udział TOP 5 graczy w Polsce wynosi niecałe 50%, podczas gdy w porównywalnej pod względem wielkości populacji Hiszpanii o ponad 15 pkt proc. więcej), związana była głównie z:

- **zachodzącym procesem repolonizacji** (w tym przejściem udziałów Banku Pekao i Alior Banku przez PZU);
- **szeregiem wyzwań strukturalnych (w dużej mierze związanych z czynnikami regulacyjnymi i technologicznymi)**, skutkujących pogarszającą się rentownością biznesu i wymuszających dalszy wzrost koncentracji sektora.

Nie powinien natomiast dziwić wysoki udział sektora przemysłowego i żywnościowego. Są to bowiem obszary silnej polskiej specjalizacji, przyciągające coraz liczniejsze grono inwestorów zainteresowanych potencjalnymi fuzjami i przejęciami.

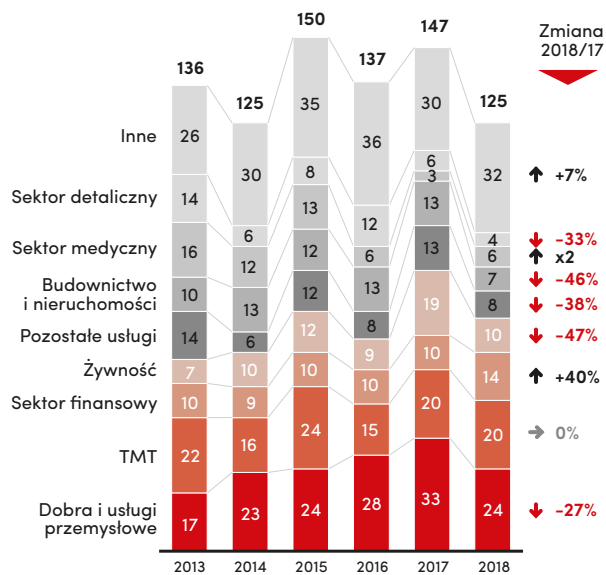
³ Technology Media and Telecom

Polska charakteryzuje się jednym z najwyższych poziomów uprzemysłowienia w Unii Europejskiej (22% udział w PKB przy średnim 17% udziale na poziomie całej Wspólnoty), co wynika z zależności historycznych, ale też i szeregu czynników strukturalnych (m.in. konkurencyjne w skali UE koszty pracy, wpisanie w unijne łańcuchy dostaw, duży rynek krajowy pełniący stabilizującą rolę).

Jednocześnie nasz kraj jest jednym z najważniejszych producentów żywności w Europie (5% udział w produkcji unijnej wobec 3% udziału w łącznej produkcji wszystkich branż). Z drugiej zaś strony wspomniane sektory charakteryzują się wciąż znacznym rozdrobnieniem, sprzyjającym konsolidacji.

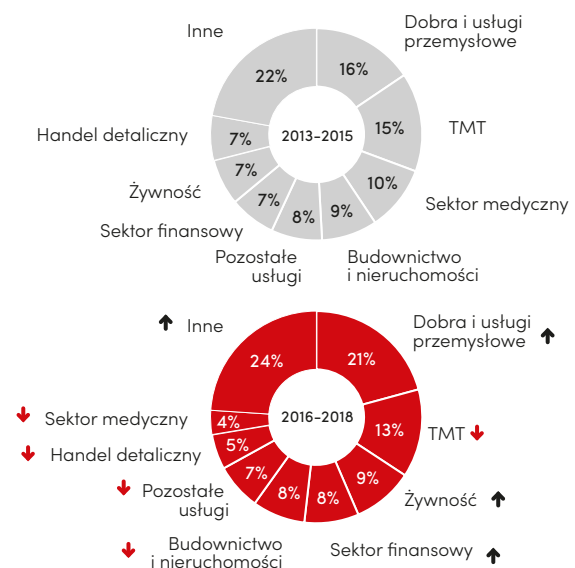
Rynek M&A w Polsce - ujęcie sektorowe, 2013-2018

Liczba transakcji wg sektorów



*Udziały w łącznej liczbie transakcji
Źródło: Mergermarket

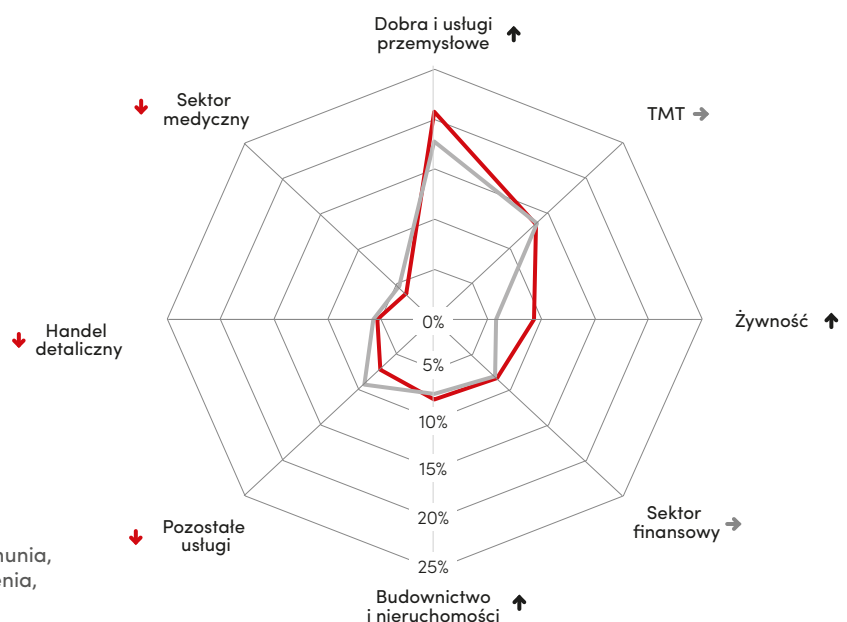
% udziały poszczególnych sektorów*



Struktura transakcji M&A wg sektorów* – Polska vs. inne kraje EŚW, 2016-2018

— Polska — Pozostałe kraje EŚW**

- ↑ udział wyższy niż w EŚW
- udział analogiczny jak w EŚW
- ↓ udział niższy niż w EŚW



*Struktura wg liczby transakcji **Czechy, Rumunia, Węgry, Bułgaria, Słowacja, Chorwacja, Słowenia, Estonia, Litwa, Łotwa
Źródło: Opracowanie na bazie danych Mergermarket

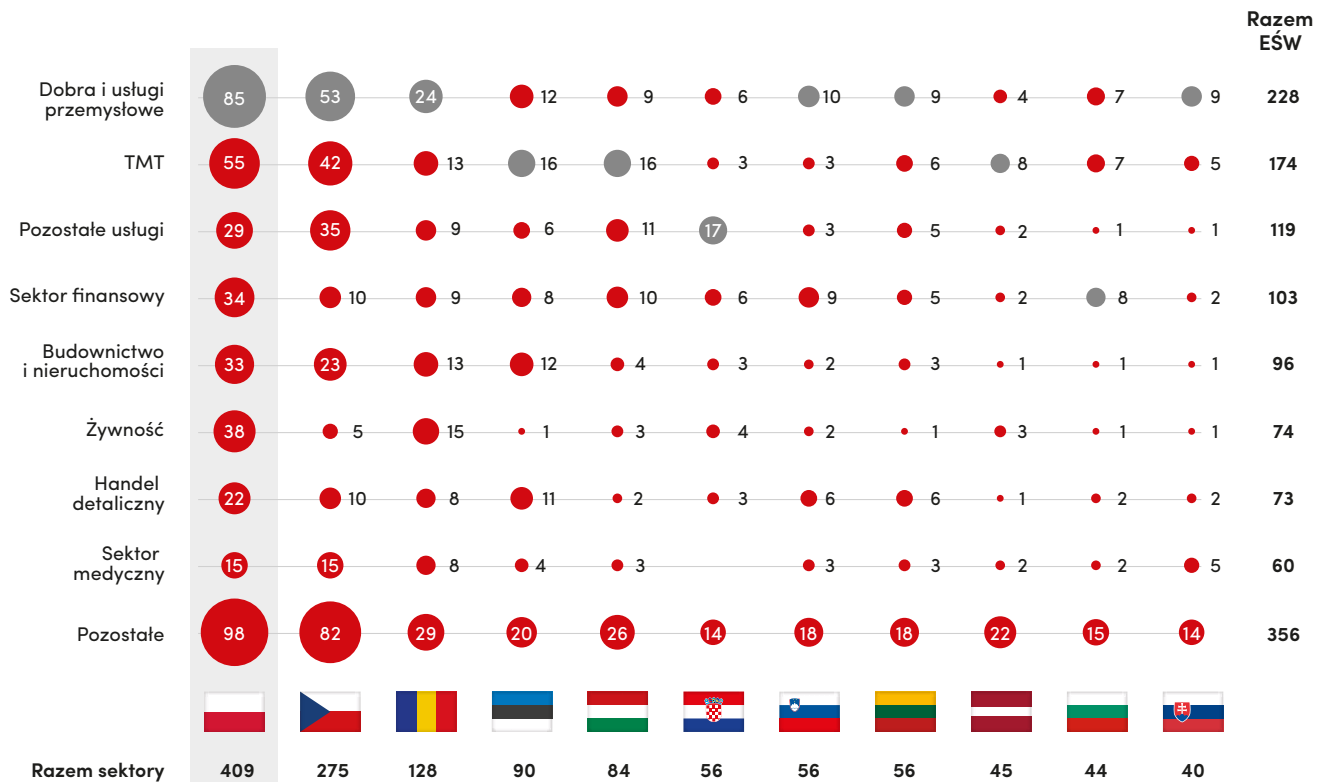
Z kolei branża TMT (w której aktywność M&A w ostatnich latach wprawdzie nieco osłabła, ale wciąż jest relatywnie wysoka) **to sektor innowacyjnych, dynamicznie rozwijających się start-upów technologicznych przyciągających inwestorów dużym potencjałem wzrostu**, dodatkowo wspieranym przez trendy konsolidacyjne w jego bardziej tradycyjnych obszarach (np. inwestycje firm telekomunikacyjnych w media w celu rozbudowy portfeli usług). Na atrakcyjność tego sektora w naszym kraju wpływa również dostępność pokaźnych rozmiarów kapitału ludzkiego charakteryzującego się wysoką jakością.

Struktura branżowa polskiego rynku fuzji i przejęć jedynie w ograniczonym stopniu odbiegała od średniej dla pozostałych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Podstawowe różnice to **wyższy w porównaniu z regionem udział branży przemy-**

słowej i spożywczej, co można wiązać ze wspomnianą już specjalizacją naszego kraju w tych obszarach. **Z kolei niższe udziały odnotowano m.in. w niektórych rodzajach usług**, np. transportowych czy związanych z hotelarstwem i gastronomią.

W efekcie niemal w każdej dziedzinie (za wyjątkiem wspomnianego sektora usługowego, gdzie regionalnym liderem są Czechy) Polska przyciąga zdecydowanie największą liczbę transakcji fuzji i przejęć w regionie. **Relatywnie duży rozmiar krajowej gospodarki sprawia, iż kusi ona potencjalnych inwestorów bardzo szerokim wachlarzem możliwości**, w przeciwieństwie do wielu mniejszych krajów regionu, które siłą rzeczy oferują liczne okazje inwestycyjne jedynie w wybranych obszarach specjalizacji.

Liczba transakcji M&A wg sektorów w poszczególnych krajach EŚW, 2016–2018



Warto podkreślić, iż struktura branżowa rynku M&A w Polsce byłaby zgoła odmienna, jeśli by w jego ramach uwzględnić również przejęcia spółek celowych na rynku nieruchomości komercyjnych. Nasz kraj jest bowiem areną dużej aktywności inwestorów w tym obszarze – zwłaszcza w ostatnich latach, kiedy to dokonywano średnio ok. 70 tego rodzaju transakcji rocznie. Wiele z nich to relatywnie duże transakcje, które wartością zawarłyby się w kategoriach dużych (>250 mln euro) czy średnio dużych (100–250 mln euro). Przy uwzględnieniu takich specyficznych transakcji sektor budownictwa / real estate zaliczałby się do najważniejszych obszarów aktywności M&A w naszym kraju.

Krajowy rynek M&A wciąż w stosunkowo małym stopniu polega na inwestorach zagranicznych. Ich aktywność stopniowo jednak wzrasta, zwłaszcza pod względem liczby zawieranych transakcji

Stronę kupującą na polskim rynku fuzji i przejęć w niemal równym stopniu tworzą inwestorzy krajowi i zagraniczni, odpowiadający za zbliżoną liczbę i wartość zawieranych rokrocznie transakcji (z niewielkim wskazaniem na tych pierwszych). Sytuacja w tym zakresie jest od lat dość stabilna – na inwestorów zagranicznych przypadło w latach 2016–2018 48% wszystkich transakcji, co oznaczało wzrost w porównaniu z okresem 2013–2015 o 4 pkt proc. Z kolei dokładnie odwrotne tendencje wystąpiły w przypadku skumulowanej wartości transakcji – tutaj udział zagranicznych inwestorów zmniejszył się bowiem w porównywalnych okresach z 48 do 44%³. **Wzrost udziału krajowych inwestorów w wartości transakcji można wiązać m.in. z rosnącą aktywnością państwa i spółek przez nie kontrolowanych na poziomie dużych transakcji** (np. przejęcie akcji Banku Pekao przez Grupę PZU i PFR czy zakup aktywów EDF przez PGE).

Największe transakcje na polskim rynku CRE M&A w latach 2016–2018

Rok	Cel przejęcia	Kupujący	Kraj	Wartość transakcji (mln euro)
2017	Portfel 28 nieruchomości handlowych należących do AXA, Ares Management oraz Apollo-Rida	Chariot Top Group	Holandia	1 000
2017	Portfel 12 nieruchomości handlowych należących do Chariot Top Group	Echo Polska Properties	Holandia	692
2017	Centrum Handlowe Magnolia Park	Union Investment Real Estate	Niemcy	380
2016	Bonarka City Center	Rockcastle Global Real Estate	Mauritius	361
2018	Centrum Handlowe Wars Sawa Junior	Atrium European Real Estate	Austria	302
2017	Galeria Katowicka	Employess Provident Fund	Malezja	300
2017	Centrum Handlowe Krokus i Serenada	NEPI Rockcastle	RPA	294
2016	Biurowiec Q22	Invesco Real Estate	USA	273
2016	Portfel 7 biurowców	Echo Polska Properties	Holandia	264
2018	Gdański Business Centre (budynki C i D)	Savills Investment Management	W.Brytania	200
2018	Portfel 9 parków logistycznych	Redefine Properties	RPA	200

Źródło: CMS/ EMIS

³Trzeba jednak zaznaczyć, że faktyczny udział zagranicznych inwestorów w wartości transakcji może być nieco wyższy. Wynika to z faktu, że jedynie dla 30% transakcji, w których zagraniczni inwestorzy występują po stronie kupującej, ujawniono wartość transakcji



Dieter Lobnig
Dyrektor
Departamentu
Bankowości
Inwestycyjnej
i Finansowania
Nieruchomości,
Bank Pekao S.A.

Trendy na rynku CRE M&A: coraz więcej nowych inwestorów

W najbliższych latach na rynku nieruchomości komercyjnych rosnąć będzie liczba działających na nim graczy. Mam na myśli zarówno międzynarodowe instytucje, jak i polskich inwestorów, poszukujących możliwości inwestycyjnych w Polsce i angażujących się w różne klasy nieruchomości, a którzy dotychczas nie byli aktywni na tym rynku.

Zauważalny będzie wzrost zainteresowania nieruchomościami wielofunkcyjnymi, tzn. łączącymi np. przestrzenie biurowe z mieszkaniowymi lub handlowymi. Przyczyniają się one do zrównoważonego rozwoju miast, tworząc nowe, często ogólnodostępne miejsca.

Zauważamy rosnącą liczbę takich inwestycji i naszym zdaniem ten trend ulegnie w najbliższych latach dalszemu wzmocnieniu (np. EC Powiśle, Centrum Praskie Koneser, Art. Norblin, Zajezdnia Poznańska czy Metropolis Łódź).

W przypadku nieruchomości handlowych widzimy bardzo duże zainteresowanie najlepszymi lokalizacjami w obrębie miast lub poszczególnych dzielnic. Inwestorzy interesują się także lokalizacjami typu convenience. Dużo mniejszą **aktywnością charakteryzuje się natomiast tradycyjny mid-market, co może mieć związek z rosnącym udziałem e-commerce,** który „zabiera” Klientów tradycyjnym sklepom.

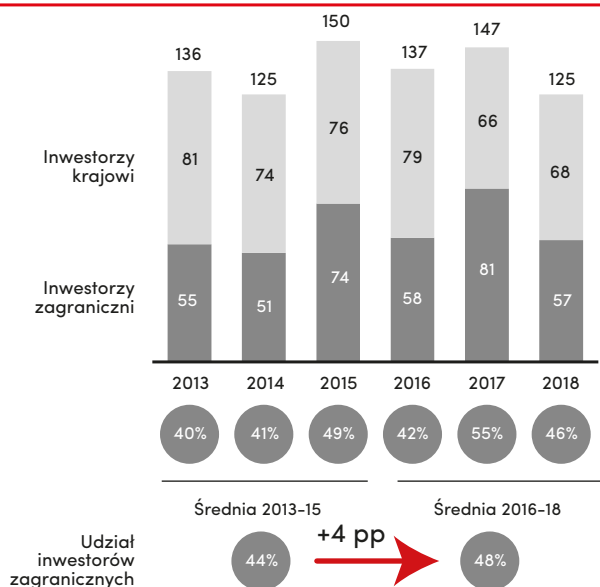
Z drugiej strony rozwój e-commerce jest motorem niesłabnącego zainteresowania centrami logistycznymi. Są one coraz bardziej potrzebne do tego, aby rosnący ruch e-commerce’owy obsłużyć. Co ciekawe na Polskę wpływ ma także rozwój zapotrzebowania na usługi logistyczne w innych krajach Europy (zwłaszcza w Niemczech). Nasz kraj korzysta bowiem ze swojego centralnego położenia na Starym Kontynencie. W każdym segmencie rynku nieruchomości obserwowany jest ponadto **wzrost rozwiązań proekologicznych.**

Budynki wznoszone są przy użyciu technologii przyjaznych środowisku, dzięki którym obniżane są koszty ich późniejszej eksploatacji. Przykładami takich nowoczesnych obiektów wzniesionych w ostatnich latach są Biurowiec Q22, Galeria Północna i Galeria Młociny w Warszawie czy też Angel Park i Wrocław City Center we Wrocławiu.

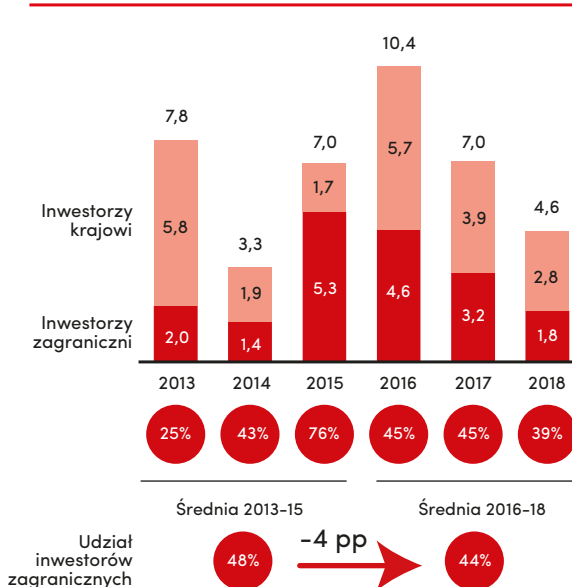
W najbliższych latach spodziewam się utrzymania wysokiej liczby transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych, w tym z udziałem wielu nowych inwestorów. Pod tym względem najbliższe lata będą z pewnością należały do szczególnie ciekawych i zaskakujących.

Liczba i wartość transakcji M&A w Polsce w podziale na inwestorów zagranicznych i krajowych, 2013–2018

Liczba transakcji



Wartość transakcji (mld euro)

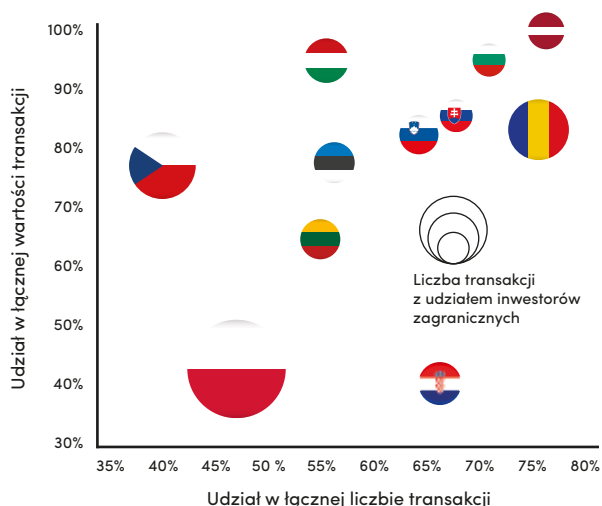


Źródło: Mergermarket

Na tle regionu polski rynek M&A w dużo większym stopniu opiera się właśnie na aktywności krajowych podmiotów. Dla porównania, w pozostałych krajach Europy Środkowo-Wschodniej inwestorzy zagraniczni odpowiadali w ostatnich 3 latach za blisko 60% łącznej liczby i aż 80% wartości transakcji. Jedyny wyjątek od tej reguły stanowią Czechy, gdzie tylko w ok. 40% zawartych w tym czasie transakcji kupującym była firma zagraniczna⁵. Fakt ten sugeruje, że **polskie przedsiębiorstwa osiągnęły**

już masę krytyczną umożliwiającą im znacznie większą aktywność na polu konsolidacji krajowego rynku aniżeli ich regionalni odpowiednicy. Kolejnym, naturalnym krokiem w ich rozwoju powinno być zaś wyjście z taką aktywnością na rynki zagraniczne – zwłaszcza Europy Środkowej, gdzie są one naturalnym pretendencem do roli regionalnych liderów. Poza tym nominalnie wciąż zdecydowanie największa liczba transgranicznych transakcji M&A zawierana jest właśnie na polskim rynku.

Rola inwestorów zagranicznych na rynkach M&A w Europie Środkowo-Wschodniej, 2016–2018



Wśród inwestorów zagranicznych aktywnych na polskim rynku fuzji i przejęć **największy udział w liczbie transgranicznych transakcji mają spółki amerykańskie** (14% ogólnej liczby w latach 2016–2018). Dopiero na kolejnych miejscach plasują się duże kraje unijne – Wielka Brytania (11%), Niemcy oraz Francja (oba po 9%), pomimo iż odpowiadają one za zdecydowanie większą część łącznych bezpośrednich inwestycji zagranicznych w naszym kraju. Może to wynikać z faktu, iż inwestorzy z zachodniej Europy dużo chętniej decydują się w Polsce na inwestycje greenfield (sprzyja temu m.in. lepsza znajomość lokalnych realiów), podczas gdy **inwestycje z udziałem kapitału amerykańskiego znacznie częściej przybierają postać właśnie fuzji i przejęć.**

Źródło: Mergermarket

⁵ Udział wartościowy transakcji inwestorów zagranicznych był już jednak zdecydowanie wyższy niż w Polsce i wyniósł blisko 80%

Charakterystycznym dla ostatnich lat zjawiskiem był ponadto **wyraźny wzrost znaczenia inwestycji z udziałem kapitału holenderskiego** (9% udział vs. zaledwie 1% w latach 2013-15).

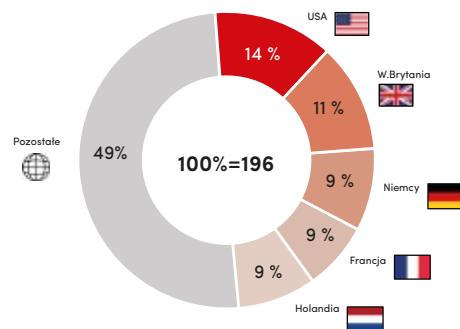
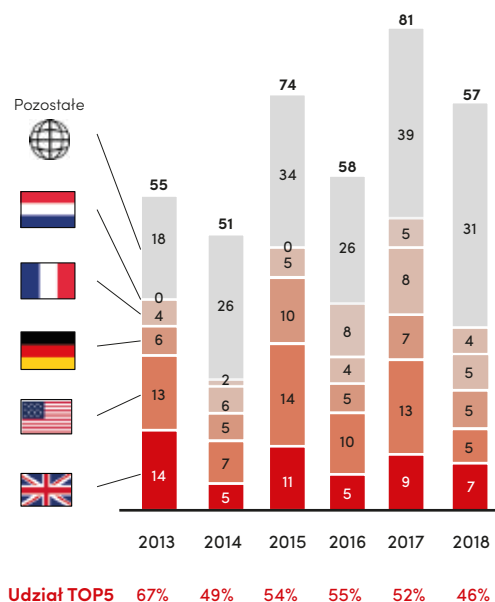
Choć **inwestorzy zagraniczni** są, jak wspomniano, nieco mniej aktywną grupą na polskim rynku fuzji i przejęć aniżeli inwestorzy krajowi, to jednak **w niektórych sektorach polskiej gospodarki stanowią oni jego główną siłę napędową**. Dotyczy to zwłaszcza sektorów produkcji żywności oraz dóbr i usług przemysłowych, gdzie odpowiadali

oni w ostatnich latach za blisko 60% wszystkich transakcji M&A. Trzecim obszarem dużej aktywności inwestorów spoza Polski jest **branża real estate** – zwłaszcza jeśli uwzględnimy liczne przejęcia spółek celowych zarządzających dużymi nieruchomościami komercyjnymi (centra handlowe, biurowce). Z kolei obszarami najsilniejszej dominacji inwestorów znaną z Wisły były w ostatnim czasie handel detaliczny i branża medyczna (ok. 2/3 wszystkich transakcji), a także sektor finansowy (co miało związek ze wspomnianym procesem repolonizacji).

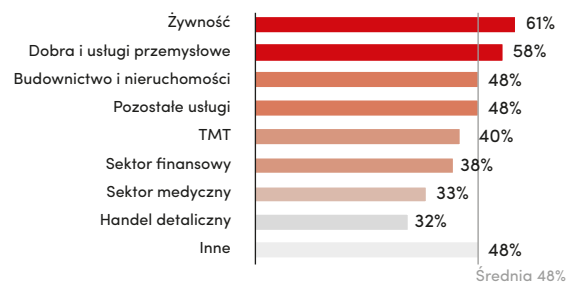
Transakcje M&A z udziałem inwestorów zagranicznych – podstawowe fakty

Rozbicie wg kraju pochodzenia inwestora (#transakcji)

% udział poszczególnych krajów*, 2016-2018



% udział inwestorów zagranicznych* wg sektorów, 2016-18

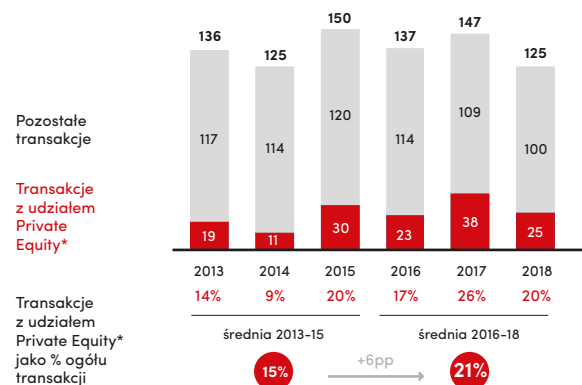


* Udział w liczbie transakcji. Źródło: Mergermarket

Jedną z głównych sił napędowych polskiego rynku fuzji i przejęć w ostatnich latach była rosnąca aktywność funduszy Private Equity

Wysoka atrakcyjność polskiego rynku M&A znajduje odzwierciedlenie także we wzmożonej aktywności inwestorów finansowych, w tym **funduszy Private Equity**, z których udziałem (po stronie kupującego lub / i sprzedającego) **zawierana była w ostatnich latach co piąta transakcja**.

Liczba transakcji z udziałem funduszy Private Equity na tle całego rynku M&A w Polsce, 2013-2018



* Po stronie kupującego lub / i sprzedającego. Źródło: Mergermarket

W porównaniu z poprzednim 3-letnim okresem ich udział w łącznej liczbie transakcji wzrósł o 6 pkt proc. Jeszcze wyraźniej rośnie znaczenie wspomnianej grupy inwestorów w ujęciu wartościowym. W ostatnich 3 latach odpowiadali oni za nieco ponad 30% łącznej wartości ujawnionej transakcji M&A na polskim rynku, co oznaczało ponad dwukrotnie wyższy udział w porównaniu z okresem 2013–2015. **W 2018 roku dodatkowym impulsem**, który przyciągał na polski rynek inwestorów niebranżowych poszukujących atrakcyjnych okazji zakupowych **były trendy na lokalnym rynku giełdowym**, w tym historycznie duża liczba przypadków wyjścia spółek z GPW (22) przy bardzo niskiej liczbie debiutów (7) na przestrzeni poprzednich 12 miesięcy.

Porównując okresy 2016–2018 i 2013–2015, odnotowano ponad 40% wzrost liczby transakcji, w których uczestniczyły fundusze Private Equity. O ich rosnącej obecności na polskim rynku świadczy jednak nie tylko sama liczba transakcji, lecz także ich struktura. **W ostatnich 3 latach fundusze te występowały w roli kupującego w 61 przypadkach, wobec 34 w poprzednim 3-letnim okresie (wzrost o blisko 80%).** Tymczasem liczba transakcji motywowanych chęcią wyjścia funduszy Private Equity z krajowych podmiotów utrzymała się na niemal analogicznym poziomie jak w latach 2013–2015. Biorąc pod uwagę cykl inwestycyjny charakterystyczny dla tego rodzaju inwestorów, można oczekiwać iż w niedalekiej przyszłości wygenerują oni spory ruch na krajowym rynku w odwrotnym kierunku (tj. w roli sprzedającego).

W ostatnich latach zdecydowanie najwięcej transakcji z udziałem funduszy Private Equity (blisko 40% ogółu) obserwowano w branżach przemysłowej oraz TMT (odpowiednio 20 i 13 transakcji w okresie 2016–2018). W wymienionych

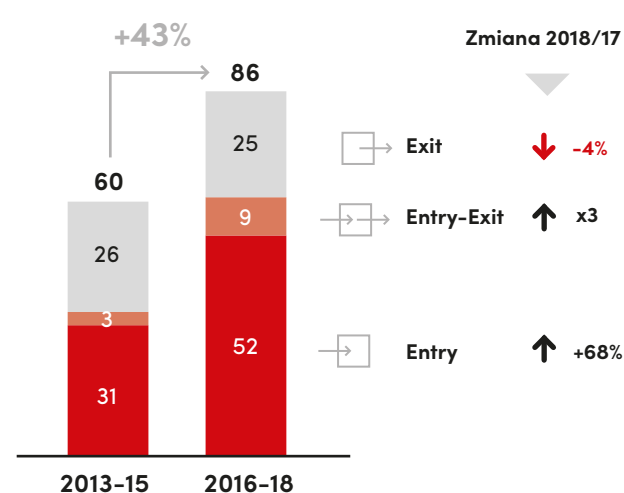
obszarach polskiej gospodarki, podobnie jak w sektorze handlu detalicznego, podmioty te były stroną w średnio co czwartej transakcji M&A. Z kolei do branż najściślej spenetrowanych przez tą grupę inwestorów należały usługi finansowe oraz sektor budowlany / real estate.

Liczba transakcji M&A z udziałem Private Equity rośnie, bo też coraz więcej tego rodzaju inwestorów aktywnie działa na polskim rynku.

W analizowanym okresie 2016–2018 po stronie kupujących występowało łącznie blisko 40 takich funduszy, z czego 8 uczestniczyło w tej roli w co najmniej 3 transakcjach.

Struktura transakcji z udziałem funduszy Private Equity w Polsce (wg typu), 2016–2018 vs. 2013–2015

Liczba transakcji



% Udział	2013-15	2016-18
Exit	43%	30%
Entry-Exit	5%	10%
Entry	52%	60%

Źródło: Mergermarket





Jarosław Wesółski

Dyrektor Biura
Finansowania
Projektów
Inwestycyjnych
i Finansowania
Lewarowanego,
Bank Pekao S.A.

Zamierzamy wzmocnić pozycję lidera finansowania LBO w Polsce oraz dołączyć do grona czołowych graczy w regionie

10 lat temu uznaliśmy w Pekao, iż Polska jest bardzo perspektywnym rynkiem dla funduszy Private Equity i liczba oraz rozmiar transakcji z ich udziałem powinna konsekwentnie wzrastać.

Podjęliśmy wtedy strategiczną decyzję o stworzeniu dedykowanego zespołu, znakomicie rozumiejącego dynamikę takich transakcji, a także oczekiwania bardzo wymagających inwestorów Private Equity.

Decyzja ta okazała się być strzałem w dziesiątkę. **Do dzisiaj kierowany przeze mnie zespół przeprowadził ponad 50 transakcji, w które bank zaangażował ponad 4 mld euro.**

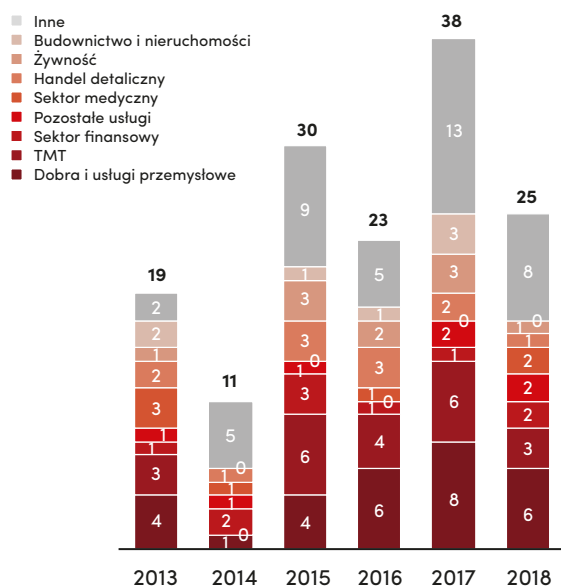
Co istotne, jesteśmy obecni w ok. 3/4 finansowań dla sponsorów finansowych, gdzie w zdecydowanej większości pełniliśmy wiodącą rolę.

Do największych transakcji z udziałem Private Equity, które współfinansowaliśmy w ostatnim czasie należały: Intive (MEP) w 2019 roku, Hortex (MEP) oraz Inea (Macquire) w roku 2018, a także Żabka Polska (CVC), Smyk (Bridgepoint), Allegro (Cinven, Permira i MEP) i Danwood (Enterprise Investors) w roku 2017. Dla wielu funduszy Private Equity jesteśmy sprawdzonym partnerem, do którego chętnie wracają przy okazji kolejnych transakcji, a czego dowodem jest wielokrotny udział w finansowaniu przejęć tych samych podmiotów (np. wspomniane Żabka Polska, Hortex czy Intive).

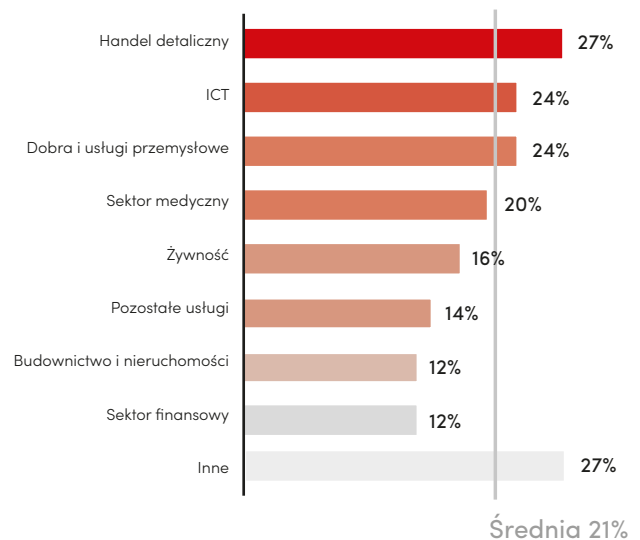
W najbliższych latach rynek będzie bardzo aktywny, a my zamierzamy utrzymać pozycję lidera w Polsce. Co więcej – mamy ambicję istotnie zwiększyć naszą rolę także w innych krajach regionu.

Transakcje z udziałem Private Equity w Polsce – charakterystyka wg sektorów

Rozbicie sektorowe (liczba transakcji), 2013-2018



% udział transakcji z Private Equity* wg sektorów, 2016-2018



* Udział w łącznej liczbie transakcji. Źródło: Mergermarket

Z oczywistych względów (rozmiar gospodarki) **nasz kraj przykuwa największą uwagę funduszy Private Equity w całym regionie.** Wystarczy wspomnieć, że w okresie 2016–2018 w Polsce koncentrowało się **35% wszystkich transakcji zawartych z ich udziałem w tej części Europy.** Poza tym ich aktywność na krajowym rynku skupiała się w ostatnim czasie na relatywnie dużych (w skali regionu) fuzjach i przejęciach –

świadczy o tym fakt, iż udział Polski w ujawnionej wartości transakcji PE w krajach EŚW wzrósł w porównaniu z okresem 2013–2015 z 32% do aż 43%. O tym, że ich pozycja na polskim rynku jest silna świadczy natomiast fakt, że jedynie w nielicznych krajach inwestorzy ci odpowiadali w ostatnich latach za większą część rynku mierzoną liczbą transakcji M&A (Estonia, Węgry) lub ich łączną wartością (Estonia, Rumunia i Słowenia).



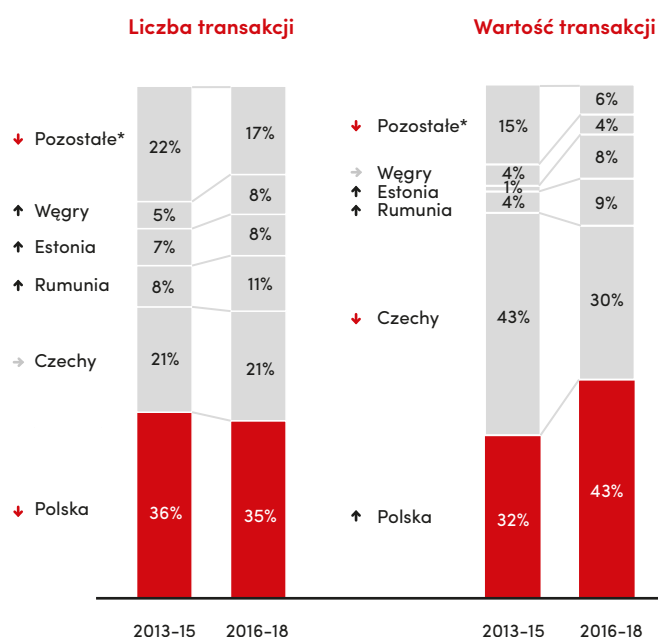
Dieter Lobnig
Dyrektor
Departamentu
Bankowości
Inwestycyjnej
i Finansowania
Nieruchomości,
Bank Pekao S.A.

Przedstawicielstwo w Londynie – jeszcze bardziej otwieramy się na inwestorów zagranicznych

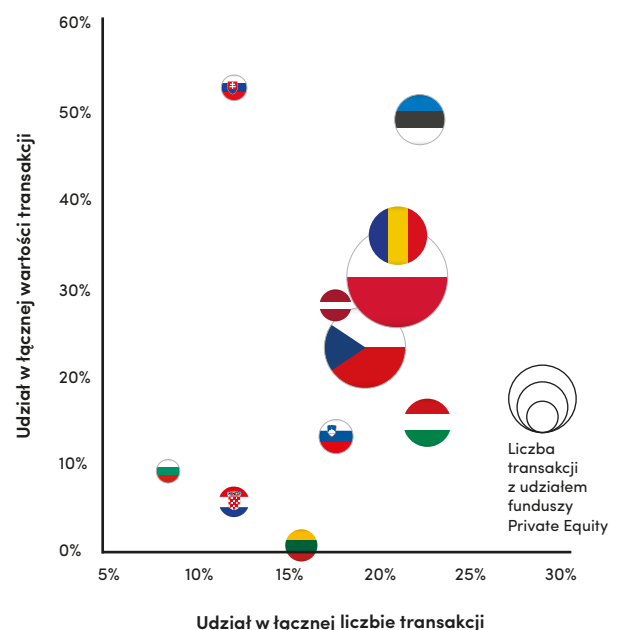
We wrześniu 2018 roku Bank Pekao otworzył swoje pierwsze, zagraniczne Przedstawicielstwo, które m.in. wspiera budowanie relacji z międzynarodowym środowiskiem finansowym, w tym Private Equity. Nie bez powodu na siedzibę placówki wybraliśmy Londyn, który jest jednym z najważniejszych centrów biznesowych świata. Zaznaczenie swojej obecności na rynku globalnych inwestorów sprzyja prowadzeniu rozmów na temat potencjału transakcyjnego w naszym kraju. Polska jest nieustannie atrakcyjnym rynkiem dla inwestorów Private Equity zainteresowanych inwestycjami w regionie CEE. Bank Pekao chce aktywnie pośredniczyć w budowaniu międzynarodowej współpracy biznesowej by kompleksowo wspierać swoich klientów i partnerów.

Transakcje z udziałem funduszy Private Equity na rynkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Struktura wg krajów



Rola funduszy Private Equity na rynkach poszczególnych krajów CEE



* Słowacja, Bułgaria, Słowenia, Chorwacja, Litwa i Łotwa
Źródło: Mergermarket

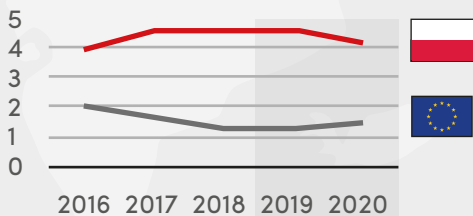
Prognozy makroekonomiczne - co przyniesie końcówka dekady?

Pomimo spowolnienia, Polska pozostaje jedną z najszybciej rosnących gospodarek UE

Średnioroczny wzrost PKB, 2019-20



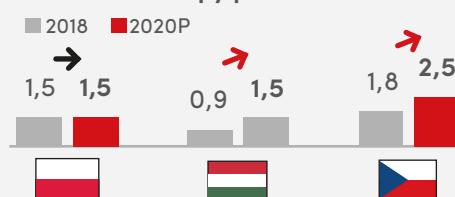
Konsumpcja prywatna (% r/r)



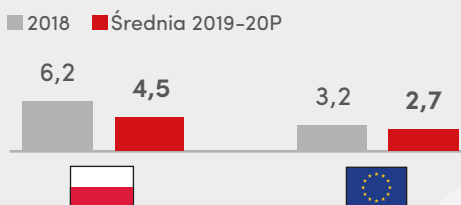
Boom konsumpcyjny utrzyma się zasilany sytuacją na rynku pracy

Stopy procentowe pozostaną rekordowo niskie, wspierając inwestycje

Główne stopy procentowe



Wzrost eksportu (% r/r)

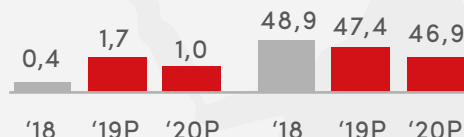


Eksport może nieznacznie spowolnić, ale jego tempo wciąż będzie relatywnie wysokie

Nawet przy ekspansywnej polityce socjalnej deficyt i dług pozostaną pod kontrolą

Deficyt budżetu (% PKB)

Dług publiczny (% PKB)



	Wskaźnik	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wzrost	PKB (% r/r)	3,1%	4,9%	5,1%	4,5%	3,7%	3,0%
	Spożycie prywatne	3,9%	4,5%	4,5%	4,4%	4,2%	3,0%
	Inwestycje	-8,2%	4,0%	8,7%	7,2%	5,0%	2,5%
Stabilność	Inflacja CPI (% r/r, eop)	0,8%	2,2%	1,1%	2,5%	2,7%	2,5%
	Saldo budżetu (% PKB)	-2,2%	-1,5%	-0,4%	-1,7%	-1,0%	-2,8%
	Dług publiczny (% PKB)	54,2%	50,6%	48,9%	47,4%	46,9%	47,5%
	Saldo obrotów bież. (% PKB)	-0,5%	0,2%	-0,7%	-1,0%	-1,4%	-1,4%
Rynek pracy	Zatrudnienie* (mln osób, eop)	5,799	6,064	6,233	6,414	6,502	6,522
	Śr. wynagrodzenie* (tys. PLN, eop)	4,636	4,974	5,275	5,681	6,012	6,331
	Stopa bezrobocia** (% eop)	8,2%	6,6%	5,8%	5,4%	5,4%	5,5%

* Dane dla sektora przedsiębiorstw. **bezrobocia rejestrowanego. Źródło: Bank Pekao, Komisja Europejska, Bloomberg

Determinanty wysokiej aktywności na polskim rynku M&A

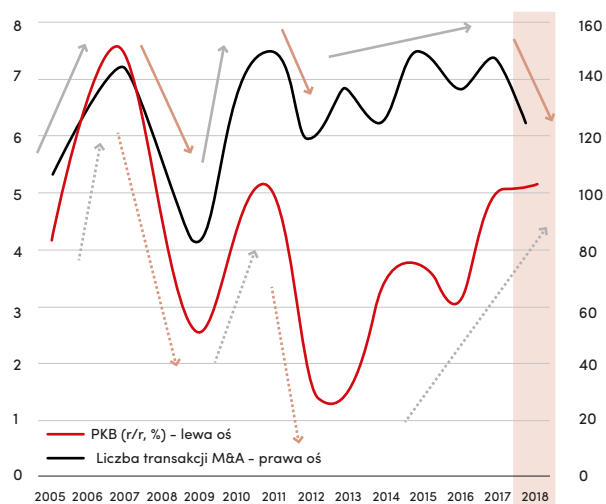
Utrzymująca się na polskim rynku M&A wysoka aktywność to efekt nie tylko dużej skali polskiej gospodarki, ale też atrakcyjnych warunków, jakie od lat stwarza ona obecnym, jak i potencjalnym inwestorom. Dynamiczny wzrost gospodarczy, konsekwentny rozwój i dobra kondycja polskich firm, a także korzystny klimat biznesowy, sprzyjały dużej liczbie transakcji M&A o coraz większej wartości.

Polska to relatywnie duża gospodarka z jedną z najszybszych dynamik wzrostu w Europie

Na wysoką atrakcyjność inwestycyjną Polski na tle regionu istotny wpływ ma duża skala gospodarki naszego kraju. Biorąc pod uwagę 11 unijnych państw z Europy Środkowo-Wschodniej, na Polskę przypada aż 36% ich łącznego nominalnego PKB i 26% całkowitej liczby firm⁶. Plasujące się bezpośrednio za Polską gospodarki Czech i Rumunii są o ponad połowę mniejsze pod względem nominalnego PKB, a liczba firm jest w nich niższa odpowiednio o ponad 45% i blisko 30%. Przy tak dużej bazie, wysoka aktywność inwestorów na polskim rynku fuzji i przejęć wydaje się zatem dość zrozumiała.

W rzeczywistości jednak sama wielkość gospodarki i związany z nią potencjał nie są gwarantem dostatecznej atrakcyjności danego rynku fuzji i przejęć. Oprócz dużych rozmiarów

Dynamika wzrostu gospodarczego a aktywność na rynku M&A w Polsce w latach 2005–2018



Źródło: GUS, Mergermarket

musi ona bowiem oferować potencjalnym nabywcom dynamiczny wzrost i stabilne warunki inwestycyjne.

O znaczeniu wzrostu gospodarczego dla aktywności na rynku fuzji i przejęć przekonują długoletnie trendy. Zestawiając liczbę transakcji M&A w Polsce z tempem wzrostu PKB na przestrzeni kilkunastu lat naszego członkostwa w Unii Europejskiej, można dostrzec dość wyraźną korelację zwłaszcza w okresie 2005–2011, kiedy to kierunek zmian w gospodarce oraz na lokalnym rynku fuzji i przejęć był bardzo podobny. **W ostatnich 5–6 latach wspomniana zależność uległa jednak pewnemu osłabieniu** (zmniejszyły się wahania liczby transakcji w poszczególnych latach), **co świadczy o tym, że do głosu mogły dojść również inne czynniki wpływające na analizowany rynek** (np. trendy w otoczeniu globalnym, sytuacja popytowo-podażowa na krajowym rynku wpływająca na poziom wycen przedsiębiorstw, mniejsza liczba transakcji prywatyzacyjnych). Szczególnie wyjątkowy był pod tym względem rok ubiegły, w którym bardzo silnemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszył spadek liczby transakcji M&A

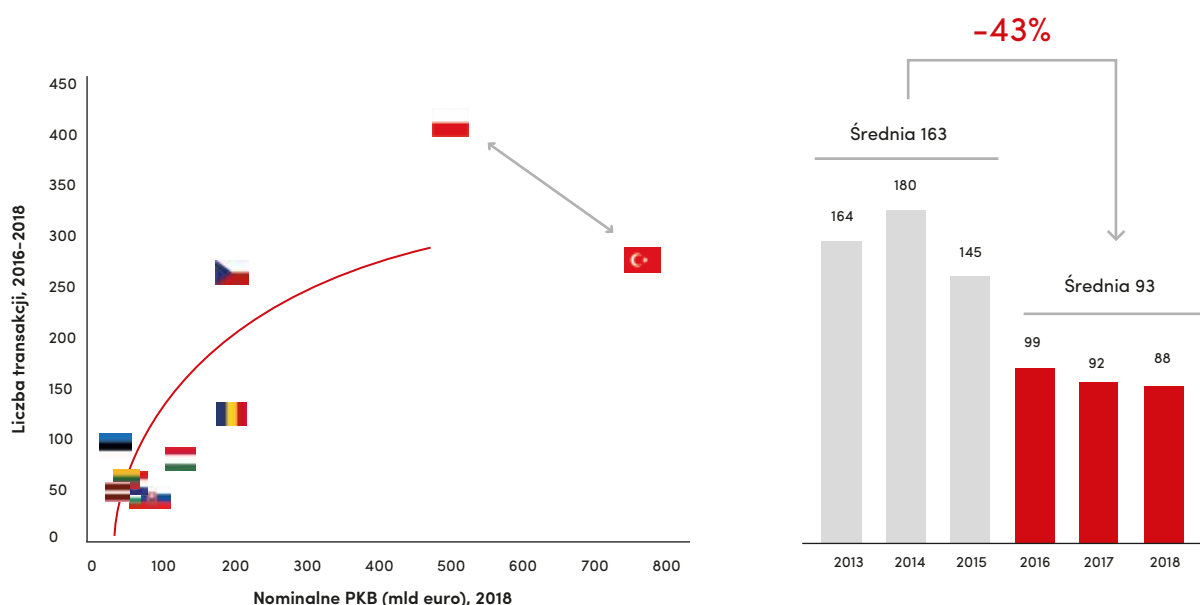
O ile wzrost gospodarczy jest ważnym sprzymierzeńcem rynku fuzji i przejęć, to jego największym wrogiem jest niepewność towarzyszącego mu otoczenia. Najlepszym tego potwierdzeniem są trendy zachodzące w ostatnich latach na rynku tureckim. Nominalne PKB Turcji jest o 60% wyższe niż Polski, a przez szereg lat kraj ten był postrzegany jako atrakcyjna gospodarka, dynamicznie rozwijająca się w kierunku standardów wysoko rozwiniętych gospodarek zachodnich. W ostatnim czasie percepcja ta uległa jednak diametralnej zmianie, a negatywny wpływ czynników politycznych oraz wystąpienie problemów natury ekonomicznej wpłynęły na znaczące ochłodzenie koniunktury na tamtejszym rynku fuzji i przejęć. W rezultacie w latach 2016–2018 liczba transakcji była tam aż o ponad 30% niższa aniżeli w naszym kraju. W porównaniu z okresem 2013–2015 oznaczało to spadek liczby fuzji i przejęć aż o ponad 40%, podczas gdy w Polsce utrzymała się ona praktycznie na niezmiennym poziomie.

⁶ Zatrudniających powyżej 9 pracowników (źródło: Eurostat)

Skala gospodarki a wielkość rynku M&A na przykładzie krajów EŚW i Turcji

Wielkość gospodarki a liczba transakcji M&A w wybranych krajach regionu

Aktywność na rynku M&A w Turcji, 2013-2018 (liczba transakcji)



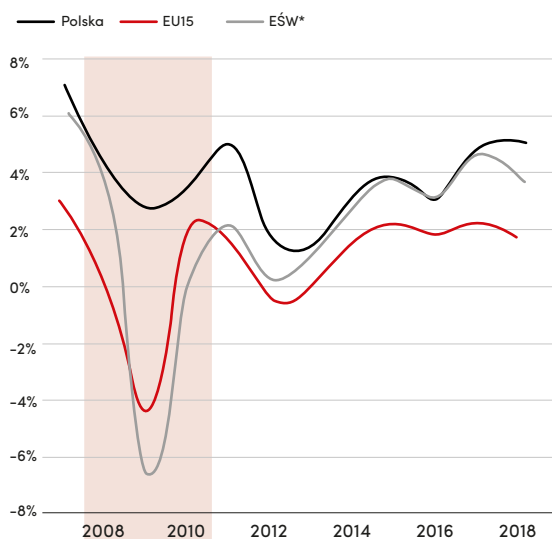
Źródło: Opracowanie na bazie danych Mergermarket, Eurostat

Polska zalicza się do najbardziej stabilnych gospodarek nie tylko naszej części Starego Kontynentu, ale też i w skali globalnej. Nasz kraj ma za sobą historię długoletniego sukcesu gospodarczego, popartego najdłuższym w krajach OECD (obok Australii) niezakłóconym wzrostem PKB, którego nie stłumił nawet kryzys finansowy lat 2008-2009. Udana transformacja gospodarcza, zapoczątkowana przemianami politycznymi 1989 roku, jak i umiejętne wykorzystanie korzyści płynących z członkostwa w Unii Europejskiej (w tym fakt bycia największym beneficjentem funduszy unijnych) pozwoliły na dokonanie cywilizacyjnego skoku, dzięki któremu Polska pod względem jakości infrastruktury czy poziomu życia mieszkańców znacząco przybliżyła się do standardów zachodnioeuropejskich.

Także w ostatnich latach Polska wyróżniała się pozytywnie nie tylko na tle innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, ale też całej Unii Europejskiej. Licząc od 2015 roku, realny PKB naszego kraju wzrósł o blisko 14%, podczas gdy łączny PKB całej Unii Europejskiej zwiększył się w tym samym czasie jedynie o 6,5% (w tym większości dużych krajów wysoko rozwiniętych, jak Niemcy, Francja, Wlk. Brytania czy Włochy o nie więcej niż 6%). Spośród liczących się państw unijnych silniejszy wzrost odnotowały w tym czasie jedynie Irlandia (20%) oraz Rumunia (17%). Co prawda cały region Europy Środkowo-Wschodniej osiągał w ostatnich 3 latach bardzo dobre wyniki gospodarcze, lecz także na jego tle Polskę cechowała nieco wyższa dynamika wzrostu (łączny realny PKB pozostałych 10 unijnych państw regionu wzrósł w latach 2016-2018 o 12%).

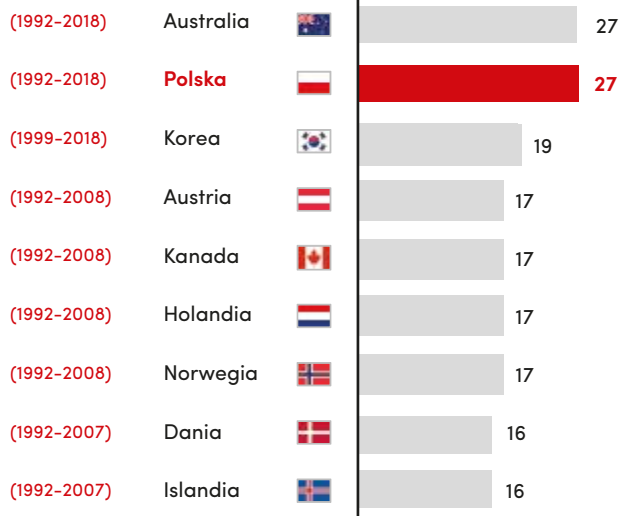
Długoletni wzrost gospodarki Polski na tle innych krajów / regionów Europy i świata

Dynamika PKB Polski na tle UE w latach 2007-2018
(%, r/r)



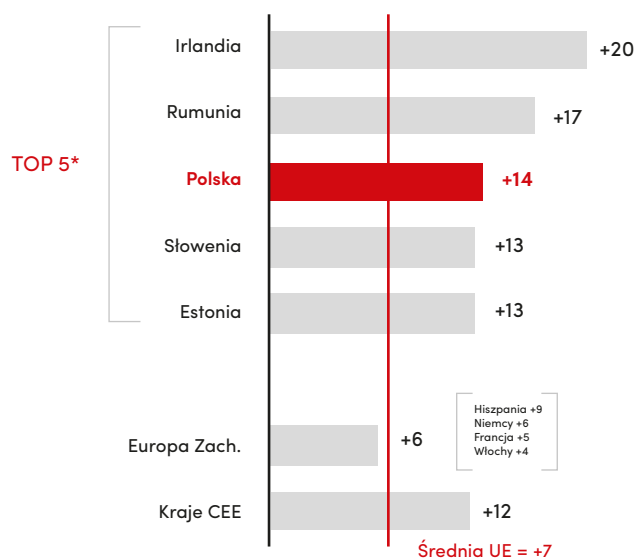
* Nowe kraje członkowskie (bez Polski). Źródło: Eurostat, IMF

Liczba lat nieprzerwanego wzrostu gospodarczego krajów OECD po 1989 roku



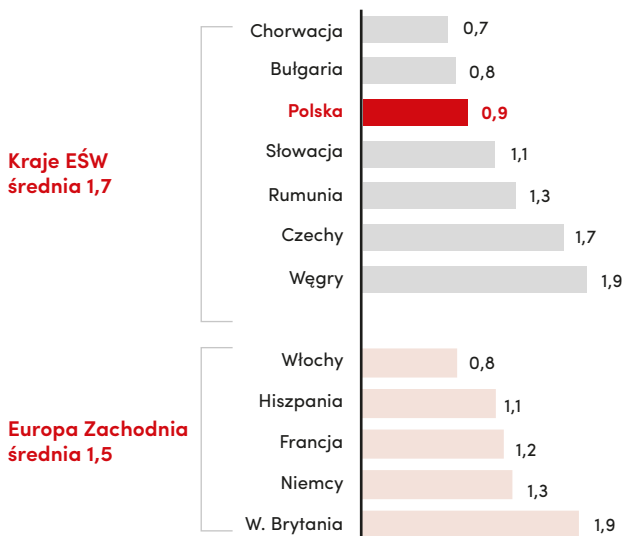
Wzrost PKB i inflacja w Polsce w latach 2016-2018 na tle innych krajów UE

Realna zmiana PKB w krajach UE (%), 2018 vs. 2015



* Kraje o liczbie ludności pow. 1 mln osób. Źródło: Eurostat

Średnioroczna inflacja (%), 2016-2018



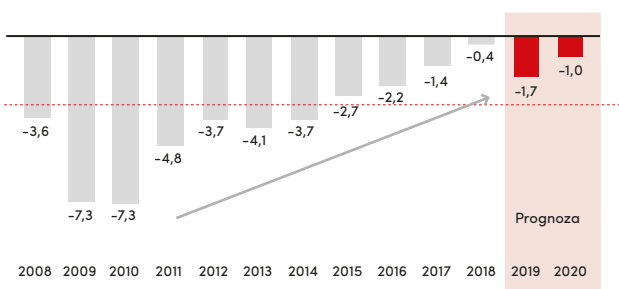
Szybki wzrost gospodarczy w Polsce udało się przy tym osiągnąć w warunkach niskiej presji inflacyjnej. W latach 2016-2018, średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych⁷ w naszym kraju wyniósł tylko 0,9%. Spośród państw naszego regionu niższe tempo inflacji odnotowano jedynie w Chorwacji i Bułgarii. O stabilności polskiej gospodarki świadczą również inne pozy-

tywne zjawiska, takie jak dobrze zbilansowany rachunek obrotów bieżących (od 2015 roku saldo utrzymujące się w przedziale +/- 1% PKB), utrzymywany pod kontrolą deficyt budżetowy i dług publiczny, stabilne historycznie niskie stopy procentowe, czy też relatywnie bezpieczny poziom rezerw walutowych.

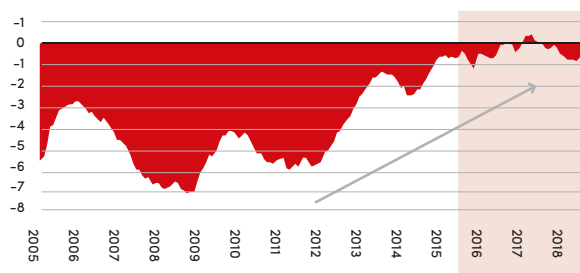
⁷ Mierzony zharmonizowanym wskaźnikiem HICP, stosowanym przez Eurostat

Wybrane miary stabilności polskiej gospodarki

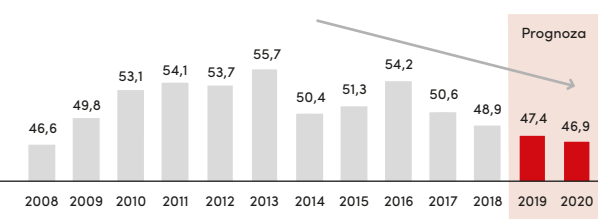
Deficyt budżetowy jako % PKB



Saldo obrotów bieżących jako % PKB



Dług publiczny jako % PKB



Rezerwy walutowe w miesiącach importu



Źródło: GUS, Bank Pekao

Atutem Polski jest również korzystny klimat biznesowy, czego odzwierciedleniem jest wysoka pozycja w globalnych rankingach atrakcyjności inwestycyjnej

Czynnikiem przyciągającym inwestorów jest również korzystny klimat dla prowadzenia działalności gospodarczej. W obszarze tym Polska odnotowała na przestrzeni ostatniej dekady spory progres, o czym świadczy wysokie na tle regionu Europy Środkowo-Wschodniej miejsce naszego kraju w najbardziej prestiżowych rankingach porównujących atrakcyjność inwestycyjną poszczególnych państw.

W popularnym rankingu „Doing Business” Banku Światowego Polska zaliczyła awans łącznie o blisko 40 pozycji w porównaniu z 2010 rokiem. Wprawdzie w ostatnich latach globalna pozycja Polski pogorszyła się o 8 miejsc⁸, lecz nasz kraj niezmiennie zajmował wiodącą pozycję w regionie pod względem oceny łatwości zakładania i prowadzenia biznesu, ustępując jedynie krajom bałtyckim. W innym rankingu mierzącym globalną pozycję konkurencyjną krajów – **Global Competitiveness Report** opracowywanym przez World Economic Forum, **pozycja Polski także poprawiła się o kilkanaście pozycji w porównaniu z okresem pierwszych lat członkostwa w UE**. W edycji z 2018 roku uplasowała się na 37. miejscu, w regionie ustępując tylko 3 państwom (Czechy, Estonia i Słowenia).

⁸ Ocena naszego kraju wzrosła jednak w tym czasie o 0,5 punktu, a jednym z głównych czynników ograniczających wzrost ogólnego wskaźnika było – według komentarzy samego Banku Światowego – zacieśnienie otoczenia podatkowego firm, co z kolei w dużej mierze wiązało się z uszczelnianiem systemu VAT. Poza tym na tle państw UE pogorszenie był minimalne (spadek z 12 pozycji w UE 28 na 13)



Marcin Mrowiec
Główny
Ekonomista
Banku Pekao S.A.

W kraju panują korzystne warunki dla rozwoju rynku fuzji i przejęć

Czynniki stricte makroekonomiczne, takie jak np. wielkość naszej gospodarki, determinują mocną pozycję Polski na mapie aktywności fuzji i przejęć w naszej części Europy. Co ciekawe, aktywność na tym polu była dość wyraźnie skorelowana z dynamiką wzrostu gospodarczego do lat 2010–2011, natomiast w późniejszym okresie liczba transakcji ustabilizowała się „w stanach górnych” (120–150 transakcji rocznie), w nieco większym oderwaniu od bieżących odczytów dynamiki PKB. Fakt ten odzwierciedla stopniowe dojrzewanie rynku. **Warto przy tym zwrócić uwagę na czynniki strukturalne, które sprzyjają – i sprzyjać będą – coraz większej liczbie tego rodzaju transakcji w przyszłości:**

- **po pierwsze, od początku lat 90-tych dwudziestego wieku nasza gospodarka notuje nieprzerwany wzrost**, co stwarzało dogodne środowisko dla wzrostu przedsiębiorstw, z których wiele osiągnęło rozmiary na tyle duże, że albo same zainteresowane są przejęciem innych firm, albo też stały się atrakcyjnym celem do przejęcia;
- **po drugie, wielu spośród założycieli firm, prowadzących działalność od prawie trzech dekad, zaczyna coraz poważniej rozważać kwestie sukcesji**. W związku z tym znaczny odsetek firm będzie szukać nowych zarządzających – również w formule fuzji i przejęć;

- **po trzecie, krajowe firmy stają przed wyzwaniem systematycznie rosnących kosztów pracy, wynikających z demografii** – opuszczające rynek pracy roczniki są znacznie liczniejsze niż te, które na rynek pracy wchodzi. Ten czynnik dopingować będzie przedsiębiorstwa do jeszcze silniejszego zadbania o efekty skali, z oczywistym przełożeniem na intensyfikację procesów konsolidacyjnych.

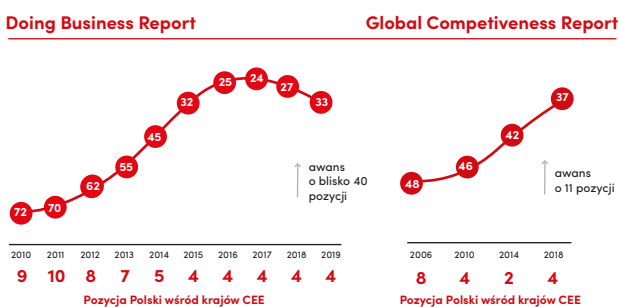
Warto odnotować, że o ile presja płacowa w gospodarce będzie rozkładać się w miarę równomiernie, o tyle różnej wielkości firmy mają różną zdolność odpowiedzi na rosnące wyzwania. Nasze badania pokazały, że w firmach dużych średnia wartość dodana kreowana przez pracującego jest dwa razy większa niż w firmach małych i mikro. To z kolei determinuje możliwości płacowe poszczególnych grup przedsiębiorstw – firmy duże „stać na to”, aby płacić więcej niż firmy małe czy średnie, co potwierdzają „twarde” dane statystyczne. Czynniki ten będzie dodatkowo wzmacniać procesy konsolidacyjne w firmach średniej wielkości, które – aby móc konkurować z firmami dużymi – będą musiały zwiększać skalę działania.

Na powyższe nakładać się będzie mega-trend digitalizacji. Globalna gospodarka przechodzi intensywny proces adaptacji technologii cyfrowych w celu modyfikacji modeli biznesowych. Nasze przedsiębiorstwa, aby przetrwać i odnosić sukcesy w świecie Przemysłu 4.0 będą musiały zainwestować znaczne środki i rozwinąć kompetencje niezbędne w nowym otoczeniu technologicznym. **To kolejny czynnik, który faworyzować będzie podmioty o odpowiednim „ciężarze gatunkowym”, a więc o dostatecznie dużej skali działania i mających zdolność zainwestowania znacznych środków finansowych.**

Ogół wspomnianych czynników sprawia, iż intensywność procesów konsolidacyjnych – w tym na drodze fuzji i przejęć – powinna być w kolejnych latach coraz mocniejsza.

Również ranking atrakcyjności inwestycyjnej państw europejskich przygotowywany przez **EY wymienia Polskę na wysokiej, 8. pozycji pod względem liczby realizowanych projektów BIZ⁹, najwyższej spośród wszystkich unijnych państw z Europy Środkowo-Wschodniej**. Świadczy to o utrzymującym się wysokim zainteresowaniu inwestorów zagranicznych naszym krajem, co potwierdza także **przygotowywany przez Polsko-Niemiecką Izbę Przemysłowo-Handlową ranking atrakcyjności inwestycyjnej, w którego tegorocznej edycji Polska uplasowała się na 3. pozycji w regionie, ustępując jedynie Czechom i Estonii¹⁰**. Badane w tym rankingu firmy zagraniczne działające w naszym kraju szczególnie wysoko oceniały wysokie kwalifikacje personelu i dużą dostępność lokalnych podwykonawców.

Pozycja Polski w wybranych rankingach atrakcyjności inwestycyjnej



Ranking	Najbardziej atrakcyjne kraje do inwestycji
CEOWORLD	1. Malezja
	2. Polska (Najwyższa pozycja wśród krajów europejskich)
	3. Filipiny
	4. Indonezja
	5. Australia
	6. Singapur
	7. Indie
	8. Czechy
	9. Hiszpania
	10. Tajlandia
U.S. NEWS	1. Urugwaj
	2. Arabia Saudyjska
	3. Kostaryka
	4. Luksemburg
	5. Indie
	6. Polska (Druga pozycja w Europie za Luksemburgiem)
	7. Katar
	8. Wietnam
	9. Słowenia
	10. Chile
AHK	1. Estonia
	2. Czechy
	3. Polska
	4. Słowacja
	5. Słowenia
	6. Łotwa
	7. Litwa
	8. Chorwacja
	9. Węgry
	10. Rumunia

Źródło: Bank Światowy, World Economic Forum, CEOWORLD Magazine, US News, AHK

Atrakcyjność inwestycyjna Polski jest dostrzegana również za oceanem, czego potwierdzeniem są wysokie pozycje naszego kraju w rankingach opracowywanych przez niektóre prestiżowe czasopisma ekonomiczne. W najnowszym zestawieniu magazynu **CEOWORLD** Polska wymienia-na jest jako drugi najbardziej atrakcyjny kraj do

inwestycji na świecie (po Malezji), a w podobnym rankingu przygotowywanym przez **U.S.News** zajmuje 2. miejsce w Europie (za Luksemburgiem, docenianym za szczególnie liberalne przepisy podatkowe), a 6. na świecie.

Ukoronowaniem długoletniej drogi konsekwentnego rozwoju, dobrych wyników gospodarczych i poprawiającej się percepcji naszego kraju w oczach zagranicznych inwestorów był awans do grona rynków rozwiniętych, ogłoszony przez globalną agencję indeksową FTSE Russell we wrześniu 2018 roku. Był to pierwszy awans do tej grupy krajów od niemal dekady. Jednocześnie, Polska stała się pierwszym państwem z regionu Europy Środkowo-Wschodniej zaliczonym przez tę agencję do 25 najlepiej rozwiniętych rynków na świecie. Z punktu widzenia stymulowania aktywności inwestycyjnej w naszym kraju, awans ten ma istotne znaczenie z dwóch względów. Po pierwsze, wzmacnia przekonanie inwestorów o silnych i stabilnych fundamentach polskiej gospodarki, po drugie zaś może przyciągać zainteresowanie ze strony tych inwestorów, którzy w swoich strategiach koncentrują się na krajach wysoko rozwiniętych ze względu na ich lepszy profil ryzyka.

Polskie przedsiębiorstwa postrzegane są jako atrakcyjne cele – wyróżnia je dynamiczny wzrost, silna kondycja finansowa i ponadprzeciętny zwrot z kapitału

W opisanych korzystnych warunkach biznesowych polskie firmy cieszyły się dobrą kondycją finansową, a wiele z nich znalazło się na ścieżce ekspansji, co dodatkowo przykuwało uwagę inwestorów. Dobra koniunktura gospodarcza znalazła przede wszystkim odzwierciedlenie w konsekwentnej poprawie wyników przedsiębiorstw:

- **zagregowane przychody ze sprzedaży firm¹¹ rosły w 3 ostatnich latach średnio o ok. 6% rocznie**, w roku ubiegłym osiągając rekordowy poziom ponad 3,5 bln złotych;

⁹ Bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Dane na podstawie raportu „Game Changers. EY’s Attractiveness Survey Europe”, czerwiec 2018. Dane przedstawione w tym raporcie odnoszą się do 2017 roku

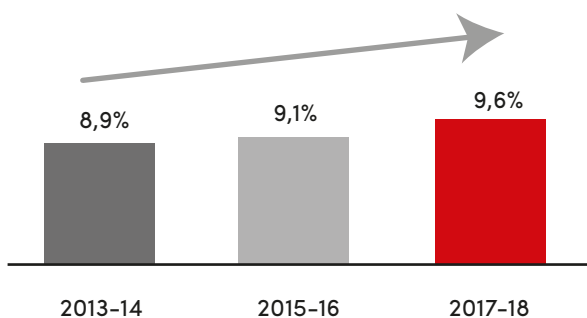
¹⁰ W latach 2016 – 2018 Polska zajmowała w tym rankingu 2. pozycję (za Czechami). W 2019 roku ustąpiła dodatkowo Estonii, która awansowała od razu na 1-szą pozycję

¹¹ Zatrudniających powyżej 9 pracowników

- wynik ze sprzedaży zwyżkował w tym okresie o 6,5% średniorocznie;
- w okresie 2015–2017 przez trzy kolejne lata ustanawiane były rekordy pod względem zagregowanego wyniku netto. W 2018 roku trend ten uległ wprawdzie odwróceniu (spadek o 7% r/r), lecz było to efektem przede wszystkim pogorszenia wyników na działalności innej niż podstawowa (i to jedynie w wybranych sektorach gospodarki – w szczególności wyniku z tytułu wyceny aktywów finansowych w sektorze energetycznym). Poza tym średnioroczne tempo wzrostu zysku netto pomiędzy 2015 a 2018 rokiem wyniosło i tak solidne +6%.

Rentowność polskich przedsiębiorstw – trendy rozwojowe, porównanie z UE

Przeciętny zwrot z kapitału (ROE) sektora przedsiębiorstw*



ROE polskich firm jako % średniej unijnej

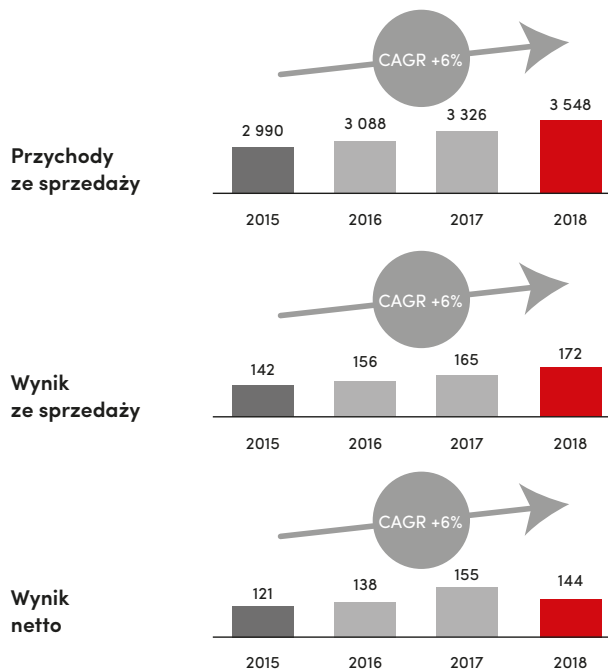


* Firmy o liczbie pracujących powyżej 9 osób.
Źródło: GUS, Eurostat

Co szczególnie istotne – z punktu widzenia inwestorów – polskie firmy notują od dłuższego czasu stopniową poprawę rentowności mierzonej zwrotem z kapitałów własnych (ROE).

Wskaźnik ten, biorąc pod uwagę średnie 2-letnie, wzrósł z 8,9% w okresie 2013-14 do 9,6%

Przychody i zyski polskich firm* (mld złotych), 2015–2018



*Firmy o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Źródło: GUS

w 2 ostatnich latach. Trendy w tym zakresie obserwowane w sektorze polskich przedsiębiorstw przez wiele lat kontrastowały z negatywnymi zmianami, jakie zachodziły w firmach zachodnioeuropejskich, które przez dłuższy czas ponosiły dotkliwe konsekwencje strukturalnego spowolnienia gospodarczego w strefie euro. W efekcie **od początku dekady polskie przedsiębiorstwa notują wskaźniki ROE lepsze od średniej unijnej**, przy czym relacja ta ulegała konsekwentnej poprawie aż do 2015 roku. W ostatnich latach, wskutek poprawy kluczowych parametrów biznesowych firm unijnych, przewaga polskich przedsiębiorstw nie była już tak wyraźna, choć i tak osiągały one rentowność o ok. 1/5 wyższą niż ich europejscy konkurenci¹².

Dobre wyniki polskich firm stanowią z pewnością ważny czynnik zwiększający zainteresowanie inwestorów zagranicznych przejęciami na polskim rynku. Z drugiej strony zaś coraz wyższe zyski osiągnane przez polskie firmy umożliwiają im samym akumulację kapitału niezbędną do realizowania akwizycji.

¹² Na dalsze zacieranie się różnic pomiędzy polskimi i europejskimi firmami w kolejnych latach wpływ może mieć jednak rosnąca presja na koszty wywołana m.in. sytuacją na polskim rynku pracy (kolejny rozdział)

Perspektywy rozwojowe rynku M&A w Polsce (synteza)

Otoczenie makro

- ✓ **Silny wzrost gospodarczy** - (średnio +4,1% w latach 2019-2020, Polska liderem w UE), przyciągający inwestorów zainteresowanych rynkami oferującymi ponadprzeciętny wzrost na tle innych krajów Europy
- ✓ **Silne fundamenty polskiej gospodarki** (niska inflacja, deficyt budżetowy i dług publiczny pod kontrolą mimo ekspansywnej polityki socjalnej, zbilansowane obroty z zagranicą, duże rezerwy walutowe)

Geopolityka

- ✗ **Ryzyko niekontrolowanego Brexitu i jego wpływu na kraje regionu** - wobec nowej formalnej daty opuszczenia Wspólnoty przez W. Brytanię (31 października 2019) niepewność może utrzymać się niemal do końca bieżącego roku
- ✗ **Ryzyko wojen handlowych** (na linii USA-Chiny oraz USA-UE) i ich wpływu na światową wymianę handlową oraz dotychczasowe łańcuchy dostaw

Strukturalne wyzwania polskich firm

- ✓ **Konsolidacja jednym z lekarstw na rosnącą presję kosztową** - wynikającą z napiętej sytuacji na rynku pracy - zwłaszcza w obliczu:
 - **silnego rozdrobnienia polskiego sektora przedsiębiorstw** (trudności z rekompensowaniem rosnących kosztów wyższymi przychodami)
 - **małego zaawansowania technologicznego** (niska produktywność, potrzeba inwestycji wymagających odpowiedniego kapitału)
- ✓ **Problem zmiany pokoleniowej w polskich firmach rodzinnych** - dotyczy ponad połowy polskich przedsiębiorstw; trudności ze znalezieniem sukcesora mogą generować większą liczbę deali M&A

Trendy na rynku M&A

- ✓ **Szybszy wzrost tzw. midmarketu** jako naturalna konsekwencja rozwoju średnich firm - wiele z nich dojrzało do roli przejmujących, a jednocześnie same stały się atrakcyjnym celem
- ✓ Delikatne ochłodzenie koniunktury gospodarczej oraz wzrost strony podażowej (liczby właścicieli zainteresowanych sprzedażą swoich biznesów) może wywierać **odgórną presję na wyceny firm - ich spadek może zaś stymulować stronę popytową**

Aktywność Private Equity

- ✓ **Duża aktywność funduszy PE po stronie kupujących w ostatnich latach** (znacznie silniejszy wzrost niż w innych krajach ESW, dużo więcej transakcji „entry” aniżeli „exit”) - biorąc pod uwagę ich cykl inwestycyjny w niedalekiej przyszłości należy oczekiwać wzmożonej aktywności w przeciwnym kierunku

Branże o ponadprzeciętnym potencjale M&A

- ✓ **Przemysł i produkcja żywności** - obszar silnej specjalizacji Polski, wysoka (ale znajdująca się pod presją kosztów pracy) konkurencyjność, silne rozdrobnienie, duże zainteresowanie inwestorów zagranicznych (w tym funduszy Private Equity)
- ✓ **Branże technologiczne** - dostępność wysokiej jakości kapitału ludzkiego
- ✓ **Sektor finansowy** - presja regulacyjna i transformacja cyfrowa przy wciąż relatywnie silnym rozdrobnieniu branży

Korzystne perspektywy rozwojowe polskiego rynku fuzji i przejęć

Pomimo przejściowych trudności, krajowy rynek M&A przedstawia duży potencjał rozwojowy, który do tej pory nie był w pełni wykorzystany. Z jednej strony korzystne prognozy makroekonomiczne, z drugiej strony zaś silne rozdrobnienie krajowego sektora przedsiębiorstw oraz wyzwania takie jak niekorzystna demografia czy problem sukcesji, powinny sprzyjać większej aktywności w zakresie fuzji i przejęć w kolejnych latach.

Niewykorzystany potencjał – przykłady niektórych mniejszych krajów regionu pokazują, że liczba i wartość transakcji M&A na polskim rynku mogłaby być zdecydowanie wyższa

Choć Polska od lat utrzymuje wiodącą pozycję na rynku fuzji i przejęć w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, to jednak trudno oprzeć się wrażeniu, że potencjał naszego kraju nie jest w pełni wykorzystywany. Sugeruje to choćby proste zestawienie wartości transakcji fuzji i przejęć zawieranych na 11 rynkach krajowych naszego regionu w relacji do PKB poszczególnych państw, w którym Polska wypada dość przeciętnie, plasując się dopiero na 6. pozycji. Relacja ta (1,7% w latach 2016-18) jest np. o ponad połowę niższa niż w sąsiednich Czechach¹³. Do podobnych wniosków prowadzi

może analiza historycznych danych dla samego polskiego rynku. Porównując ostatnie lata dobrej koniunktury z podobnym korzystnym okresem poprzedzającym światowy kryzys (2005-2007), zauważymy że omawiana relacja uległa znacznemu obniżeniu (niemal o połowę).

Jej poziom z lat 2005-2007 (3,1%), jak również analogiczny wskaźnik dla rynku czeskiego (3,9%) wyznaczają pewien przedział wartości krajowego rynku M&A odzwierciedlający jego realny potencjał, który – zakładając optymalne warunki – wynosi nawet 14-17 mld euro rocznie (wobec średnio 7,3 mld wartości ujawnionej rynku w latach 2016-2018).

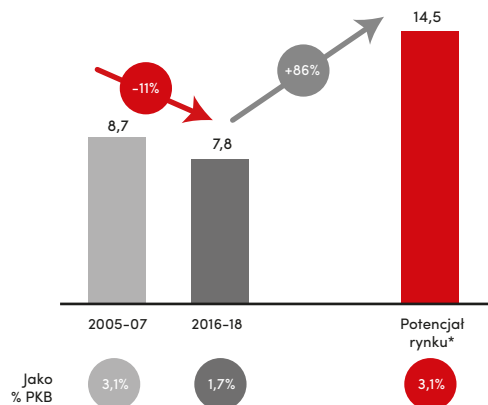
Do podobnych wniosków prowadzi analiza wspomnianej relacji na rozwiniętych rynkach Europy Zachodniej. Przykładowo w Wielkiej Brytanii jest ona nawet 4-krotnie wyższa niż w naszym kraju.

Zwłaszcza w ostatnich latach szybkie tempo wzrostu gospodarczego Polski i dynamiczny rozwój rodzimych firm nie do końca korespondowały jednak z wartością transakcji zawieranych na polskim rynku fuzji i przejęć.

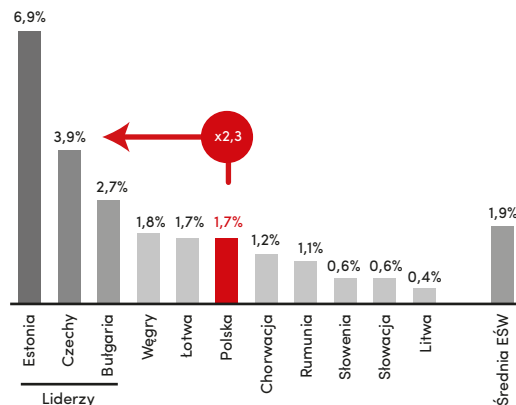
Rzecz jasna, zdefiniowanie pojedynczej przyczyny odpowiadającej za słabo wykorzystywany potencjał polskiego rynku nie jest możliwe. Odpowiedzialnych jest za to szereg zróżnicowanych czynników, na dodatek zmieniających się w czasie. Można jednak pokusić się o próbę omówienia najpoważniejszych barier i wyzwań wskazywanych przez inwestorów i – na tej podstawie – sformułowania wniosków na przyszłość.

Potencjał rozwojowy polskiego rynku fuzji i przejęć

Wartość polskiego rynku M&A (mld euro) na tle PKB, 2016-2018 vs. 2005-2007



Wartość rynku M&A w relacji do PKB – kraje EŚW, 2016-2018



* Hipotetyczna średnioroczna wartość polskiego rynku M&A przy założeniu relacji do PKB jak średnio w latach 2005-2007.

Źródło: Obliczenia na bazie Mergermarket i Eurostat.

¹³ Źródłem sukcesu Czech w zakresie wysokiej aktywności M&A upatrywać można m.in. w: stabilnym otoczeniu politycznym i gospodarczym, a także dużej aktywności rodzimych inwestorów finansowych. Z kolei Estonia – liderująca w regionie pod względem relacji wartości fuzji i przejęć do PKB – przyciąga do siebie liczne grono inwestorów taki czynnikami jak m.in. niskie opodatkowanie firm, wysoki poziom innowacyjności gospodarki, dostępność wykwalifikowanych zasobów pracy (dobra znajomość języków obcych, wysoki poziom edukacji), jak również skuteczny system ochrony praw własności.

Wśród najpoważniejszych barier rozwojowych rynku w ostatnim czasie najczęściej wymienia się złożoną sytuację geopolityczną oraz wysokie wyceny polskich przedsiębiorstw

W 2018 roku inwestorzy aktywni w Europie Środkowo-Wschodniej jako główne bariery i wyzwania dla rozwoju działalności w tym regionie najczęściej wskazywali:

- **niepewność odnośnie rozwoju sytuacji w Unii Europejskiej i strefie euro** (w szczególności pod kątem Brexitu, ale też np. napięć związanych z polityką gospodarczą USA);
- **rozdźwięk na samym rynku fuzji i przejęć pomiędzy cenami oczekiwanymi przez sprzedających i kupujących** (przy czym Polska znalazła się w czołówce unijnych państw regionu, w przypadku których wskazywano na zbyt wysoki poziom wycen w stosunku do realnej wartości przedsiębiorstw);

Niepewność geopolityczna może okazać się czynnikiem przejściowym

Pierwszy z wymienionych czynników jest w zasadzie niezależny od sytuacji w Polsce. Potencjalny wpływ Brexitu na kraje regionu (wobec ich silnego uzależnienia od eksportu) może być jednak duży, co w naturalny sposób przekłada się na niepokój inwestorów¹⁴, który potęguje niepewność co do ostatecznej formy wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

Sytuacja powinna się jednak wyjaśnić do końca roku – nowy termin Brexitu został ustalony na koniec października 2019 roku i tym razem ma on być definitywny. Tym samym jeden z krótkookresowych czynników niepewności powinien zostać wkrótce wyeliminowany.

Zniechęcająco na aktywność inwestorów (w szczególności zagranicznych) mogą jednak oddziaływać także inne czynniki geopolityczne, takie jak:

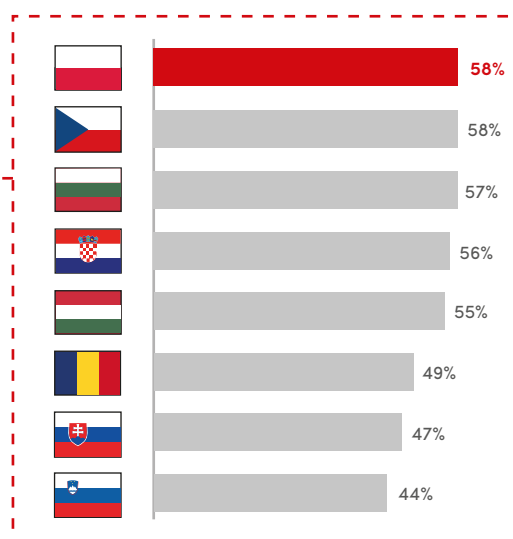
Główne bariery rynku M&A wskazywane przez inwestorów

Najważniejsze wyzwania na rynkach M&A w regionie EŚW

Odsetek ankietowanych



Odsetek inwestorów oceniających poziomy wycen na rynku M&A jako zbyt wysokie w stosunku do wartości firm



Źródło: Wolf Theiss, Mergermarket

¹⁴ Wielka Brytania to obecnie trzeci najważniejszy kierunek polskiego eksportu (z ponad 6% udziałem w jego łącznej wartości w 2018 roku)

- narastające w niektórych państwach unijnych (w szczególności na południu Europy) **nastroje eurosceptyczne i związane z nimi potencjalne tendencje odśrodkowe** czy wciąż pojawiająca się w spekulacjach koncepcja „Europy dwóch prędkości”,
- **rosnące napięcia w światowym handlu międzynarodowym** (w szczególności zaostarzająca się wojna celna pomiędzy USA i Chinami).

W takich warunkach podwyższona ostrożność inwestorów nie może budzić zdziwienia. Pozostaje jedynie żywić nadzieję, że coraz bardziej złożona geopolityka stanowi czynnik podwyższający niepewność jedynie przejściowo, a przynajmniej że jej negatywne oddziaływanie nie ulegnie w najbliższym czasie dalszemu nasileniu.

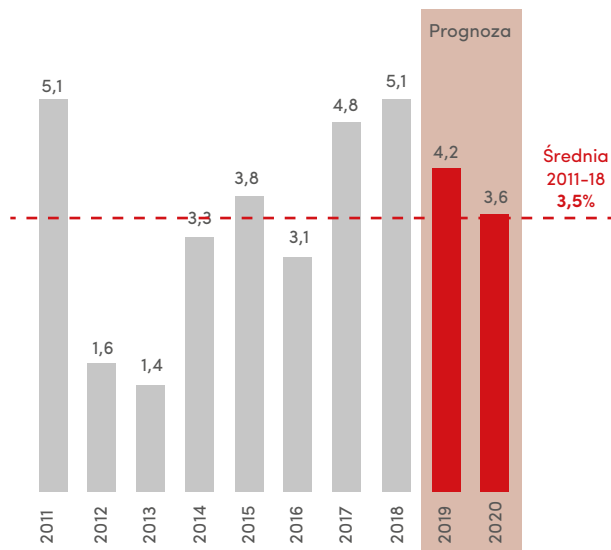
Zmiana cyklu koniunkturalnego powinna oddziaływać korzystnie na wyceny, przy czym bariery ekonomiczne powinny być w Polsce niższe aniżeli w innych krajach regionu

W kwestii wycen firm, dominujące znaczenie mają z kolei kwestie krajowe, a te wbrew pozorom powinny w najbliższych latach oddziaływać korzystnie na lokalny rynek fuzji i przejęć. Sygnalizowany przez wielu inwestorów zbyt wysoki poziom cen oczekiwanych przez potencjalnych sprzedających w stosunku do realnej wartości ich firm może mieć związek z fazą cyklu koniunkturalnego, w której znajduje się obecnie polska gospodarka (nasz kraj znalazł się w ostatnich kwartałach u jego szczytu). **Szybki wzrost przychodów i dobre wyniki firm zachęcały ich właścicieli do dyktowania wysokich oczekiwań finansowych, co z kolei zniechęcało potencjalnych kupujących. Paradoksalnie, oczekiwane schłodzenie koniunktury gospodarczej może mieć w tym przypadku pozytywny wpływ na poziom wycen, stymulując – przy wciąż relatywnie korzystnych perspektywach średnioterminowych – stronę popytową.** W szczególności, wzrosnąć może zainteresowanie zagrożonym długiem (distressed debt) firm wpadających w przejściowe problemy finansowe.



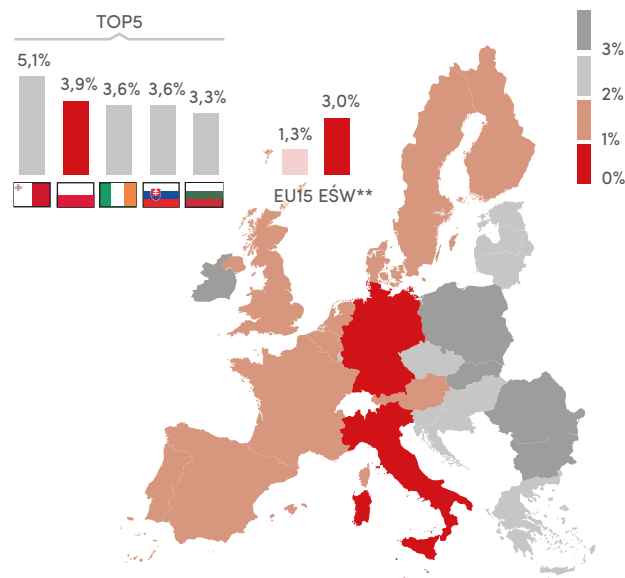
Prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce na tle krajów UE*

Historyczny i prognozowany wzrost PKB Polski (r/r), 2011-2020



*Prognoza Komisji Europejskiej z maja 2019; ** Nowe kraje członkowskie (bez Polski)
Źródło: GUS, Komisja Europejska

Prognozowany średnioroczny wzrost PKB w latach 2019-2020 - kraje UE

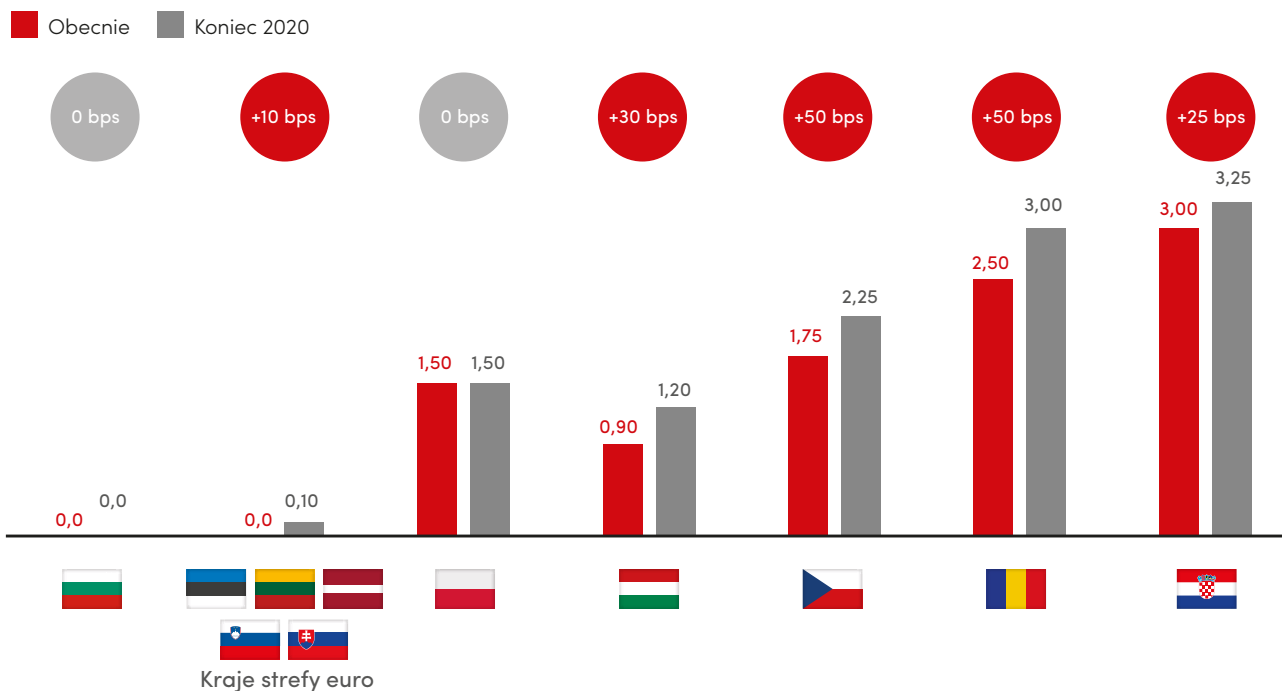


Z drugiej strony trudne otoczenie ekonomiczne, którego tak bardzo obawiali się inwestorzy w regionie już w minionym roku, powinno być w polskich warunkach i tak mniejszym problemem niż w wielu innych krajach europejskich.

Najnowsze prognozy Komisji Europejskiej są bowiem całkiem optymistyczne, wskazując na jedynie nieznaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce, który w latach 2019-2020 powinien utrzymać się na poziomie wyższym od średniej dla bieżącej dekady, a także szacowanego przez NBP tempa wzrostu produktu potencjalnego. Wg nich Polska utrzymałaby najwyższą dynamikę PKB nie tylko w regionie, ale i całej Unii Europejskiej (pomijając niewielką Malte).

Pomimo ogólnego pogorszenia koniunktury gospodarczej, Polska ma zatem duże szanse utrzymania przyzwoitego tempa wzrostu, a tym samym statusu „zielonej wyspy” na mapie spowalniającej Europy. Z punktu widzenia atrakcyjności dla inwestorów nasz kraj może jedynie zyskać na takim rozwoju wydarzeń. W Polsce nie jest przy tym przewidywane znaczące przyspieszenie inflacji, co w połączeniu z „gołębimi” komentarzami członków Rady Polityki Pieniężnej, sugeruje **możliwość utrzymania historycznie niskiego poziomu stóp procentowych co najmniej do końca 2020 roku.** To z kolei powinno oznaczać niskie koszty finansowania transakcji fuzji i przejęć dla krajowych podmiotów. Jest to również czynnik, który może pozytywnie wyróżniać nasz kraj w stosunku do innych czołowych państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie w związku z rosnącą presją inflacyjną spodziewane jest mniej lub bardziej wyraźne zacieśnienie polityki pieniężnej.

Obecny i prognozowany poziom stóp procentowych w poszczególnych krajach EŚW



Źródło: Bloomberg, Bank Pekao S.A.

Czynniki strukturalne sektora firm przez lata ograniczały podaż i popyt na rynku fuzji...

Wspomniana już kwestia nieadekwatnego poziomu wycen na polskim rynku nie wiąże się wyłącznie z fazą cyklu koniunkturalnego, a ma najprawdopodobniej znacznie głębsze, strukturalne podłoże. Zgodnie z teorią ekonomii brak równowagi cenowej świadczy o nierównowadze pomiędzy popytem a podażą, którą w warunkach polskiego rynku M&A wywoływać mogą trzy główne czynniki:

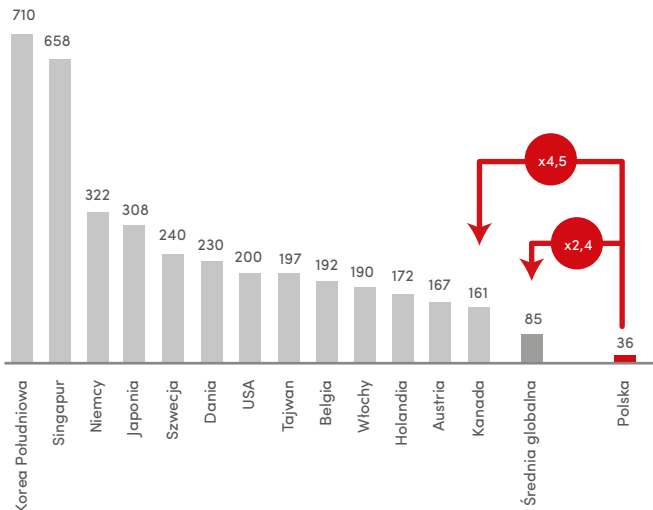
- **ograniczona skłonność właścicieli firm do sprzedaży swoich biznesów**, co przekłada się na ich stosunkowo niską podaż;
- **niska świadomość korzyści** płynących z konsolidacji i przejmowania innych firm wśród polskich przedsiębiorców (zwłaszcza na poziomie małych i średnich firm);
- **ograniczone możliwości kapitałowe polskich przedsiębiorstw** (nie tylko firm małych i średnich, lecz także dużych), utrudniające realizację akwizycji – zwłaszcza w otoczeniu wysokich cen.

Niska skłonność krajowych właścicieli – z jednej strony do sprzedawania, a z drugiej do kupowania biznesów – ma w dużej mierze związek z faktem, że przez długie lata biznesy te spisywały się dobrze (tzn. generowały satysfakcjonujący poziom zysków) **bez potrzeby daleko idących zmian strukturalnych**, opierając się na wzroście organicznym i względnie prostych modelach funkcjonowania. Było to możliwe dzięki pewnym uwarunkowaniom charakteryzującym polską gospodarkę w okresie ponad dwudziestu lat po jej systemowej transformacji. Najważniejszym z tych uwarunkowań były niskie koszty pracy, umożliwiające budowę zyskowej i konkurencyjnej na działalności w oparciu o mało skomplikowane procesy, bazujące na taniej sile roboczej.

Model taki pozostaje zresztą charakterystyczną cechą znacznej części polskich przedsiębiorstw po dzień dzisiejszy i skutkuje relatywnie niskim nasyceniem nowoczesnymi technologiami (widocznym w postaci niskiego stopnia automatyzacji procesów produkcyjnych czy bardzo ograniczonego wykorzystania robotów przemysłowych).

Poziom robotyzacji polskiego przemysłu na tle globalnych liderów i wybranych krajów regionu

Gęstość robotyzacji* - Polska na tle globalnych liderów, 2017

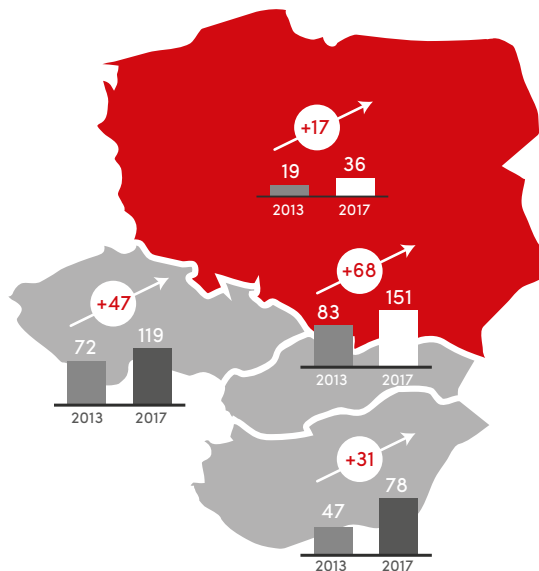


*Liczba robotów przemysłowych na 10 tys. zatrudnionych w przemyśle
Źródło: International Federation of Robotics

„jednak demografia i koszty pracy będą „game changer’em” stymulującym konsolidację

Uwarunkowania, w których przychodzi działać polskim przedsiębiorstwom, ulegają jednak coraz dalej idącym zmianom. **Czynnikiem zmieniającym reguły gry może okazać się przede wszystkim niekorzystna demografia i jej wpływ na polski rynek pracy.** Już w ostatnich kilku latach dynamika wynagrodzeń w Polsce utrzymywała się na wysokim poziomie, negatywnie wpływając na koszty działalności i rentowność firm opartych na pracochłonnych procesach. Przedsiębiorstwa

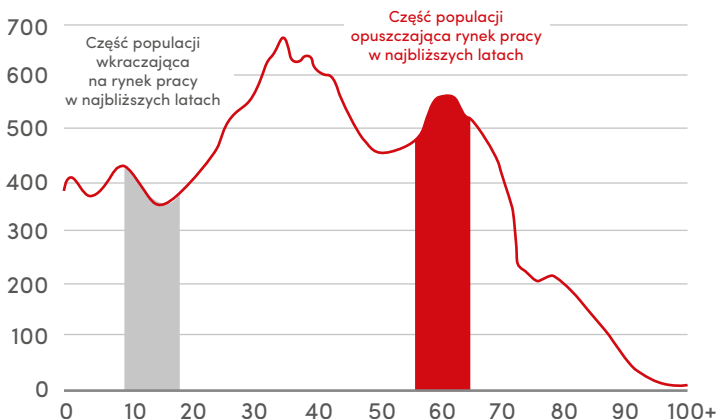
Gęstość robotyzacji* - Polska na tle krajów Grupy Wyszehradzkiej



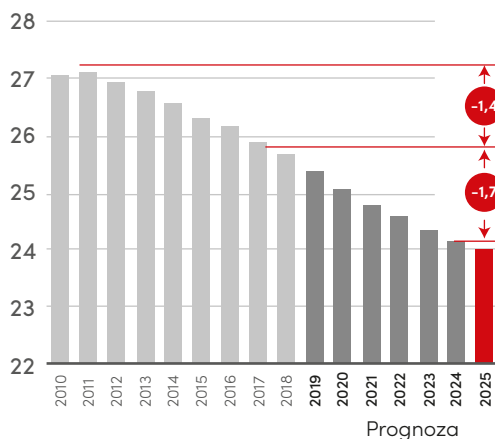
zgłaszają przy tym coraz większe problemy nie tylko z poziomem płac, lecz nawet ze znalezieniem pracowników (zwłaszcza doświadczonych i wykwalifikowanych). I choć obecnie jest to w dużej mierze pochodną panującej w ostatnich latach dobrej koniunktury gospodarczej, to ze względu na niski przyrost naturalny, projekcje demograficzne dla Polski przewidują dość szybki spadek liczebności i starzenie się populacji naszego kraju, a tym samym – strukturalne zmniejszenie dostępnych zasobów pracy.

Demografia i związana z nią presja na polskim rynku pracy

Struktura ludności wg wieku (tys. osób)



Ludność w wieku produkcyjnym* (mln osób)



* 15-64 lat; Źródło: Eurostat

W efekcie, odczuwane obecnie sżytyności na rynku pracy nie będą jedynie cyklicznym czynnikiem przejściowym, lecz trwałym uwarunkowaniem, oddziałującym w kierunku systematycznego wzrostu kosztów operacyjnych przedsiębiorstw. Przy obecnym modelu operacyjnym większości krajowych firm skutkuje to coraz silniejszą presją na rentowność, wymagając od polskich przedsiębiorców odpowiednich działań dostosowawczych.

Dostosowania, jakie w tych niesprzyjających warunkach mogą podjąć polskie firmy, podążać będą zasadniczo w dwóch kierunkach:

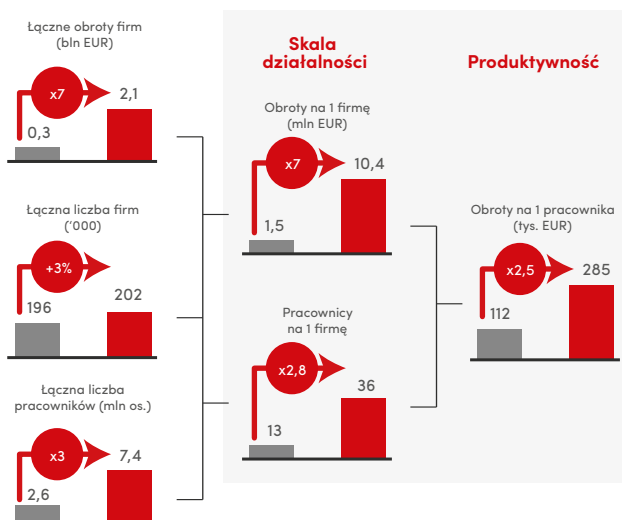
- **zwiększenia skali działalności** – ekspansja przychodowa może bowiem rekompensować firmom negatywne efekty rosnących kosztów działalności;
- **optymalizacji strony kosztowej** – poprzez działania zmierzające do wzrostu wydajności. Służyć temu powinno ograniczenie czynnika wykorzystywanej pracy ludzkiej na rzecz wzrostu zaangażowania czynników technologicznych i kapitału intelektualnego, a towarzyszyć stopniowe odejście od produkcji prostych wyrobów i półproduktów na rzecz bardziej innowacyjnych dóbr i usług o wyższej wartości dodanej. To jednak wymaga inwestycji, do realizacji których niezbędny jest kapitał.

Zwłaszcza, że polski sektor przedsiębiorstw charakteryzuje silne rozdrobnienie i relatywnie niska produktywność

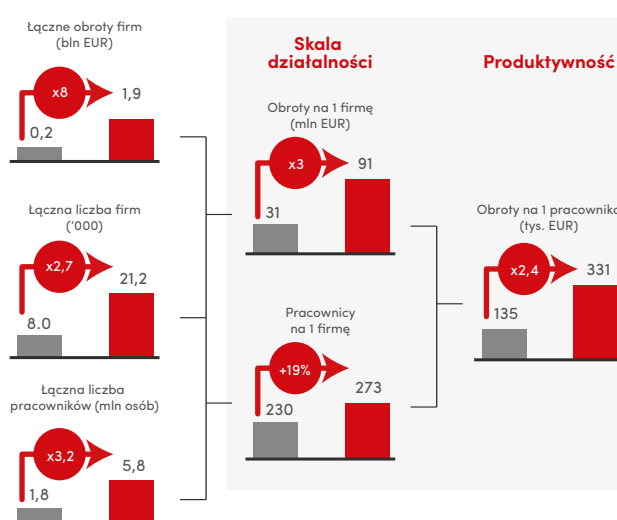
Tymczasem w obu aspektach (skala działalności oraz produktywność) polskie firmy dzieli od ich europejskich konkurentów znaczny dystans. Sektor przedsiębiorstw jest przede wszystkim silnie rozdrobniony, czego dobrą ilustracją jest porównanie z wysokorozwiniętymi krajami Europy Zachodniej, np. Niemcami. Owo rozdrobnienie przejawia się w **znaczco niższej liczbie pracowników przypadających średnio na 1 podmiot (różnice często sięgają wielokrotności) oraz wyraźnie niższym średnim poziomem obrotów**. Mniejsza skala działalności oznacza też niższy poziom zysku przypadający średnio na przedsiębiorstwo, a tym samym **mniejszą zdolność do akumulacji kapitału niezbędnego do inwestowania w rozwój działalności** (ograniczone zasoby rodzimego kapitału stanowią kolejną strukturalną słabość polskiego sektora firm). Połączonym efektem relatywnie małej skali działalności oraz ograniczonych możliwości inwestycyjnych krajowych podmiotów jest zaś ich wspomniana niska produktywność, mierzona np. poziomem przychodów w przeliczeniu na 1 pracownika (które w Niemczech są średnio dwu-, a nawet trzykrotnie wyższe). Różnice pomiędzy polskimi i niemieckimi firmami są tym większe im mniejszych klas wielkości firm dotyczą, lecz generalnie są wyraźnie widoczne także w odniesieniu do średnich i największych podmiotów.

Skala działalności i produktywność polskich firm na tle niemieckich (na przykładzie przetwórstwa przemysłowego), 2016

Ogół przedsiębiorstw



Firmy duże i średnie (50+ pracowników)



● Polska
● Niemcy

Jednym z lekarstw na wspomniane strukturalne słabości polskich firm (mała skala, niska produktywność, ograniczone zdolności akumulacji kapitału) może być szybsza konsolidacja krajowego sektora przedsiębiorstw. Ponieważ związane z nimi wyzwania będą w najbliższych latach wyłącznie wzrastać, powinny one oddziaływać stymulująco na polski rynek fuzji i przejęć. Firmy dążące do dostosowania swoich procesów i modeli biznesowych do nowych warunków rynkowych poszukiwać będą inwestorów strategicznych skłonnych do sfinansowania niezbędnych inwestycji, a w sprzyjających okolicznościach mogą łączyć w tym celu siły pomiędzy sobą. Z kolei właściciele nie będący w stanie dostosować swoich biznesów do rosnących kosztów pracy i odczuwający z tego tytułu rosnącą presję na rentowność, mogą stać się bardziej skłonni do ich sprzedaży. Procesy te powinny zatem wspierać zarówno stronę popytową, jak i podażową.

Różnice w produktywności pomiędzy polskimi i zachodnimi firmami są przy tym mniej lub bardziej wyraźne w różnych sektorach gospodarki. Do tych, w których dystans pozostaje szczególnie duży zaliczać można m.in. właśnie wspomniane przetwórstwo przemysłowe, ale też np. niektóre sektory usługowe. Im jest on większy, tym wyższa może być tymczasem skłonność do łączenia się polskich firm w przyszłości.

Wyzwania związane z sukcesją jednym z motorów wzrostu polskiego rynku M&A w najbliższych latach?

Sukcesja to obecnie jedno z największych wyzwań, przed jakim stoją polskie przedsiębiorstwa. Prywatne firmy rodzinne – pełniące bardzo ważną rolę w polskiej gospodarce – właśnie teraz osiągają wiek, w którym konieczne jest przekazanie „pałeczki” młodszemu pokoleniu właścicieli.

Obroty na 1 pracownika w polskich firmach jako % obrotów firm niemieckich – wg sektorów



Źródło: Eurostat

Kluczowe jest przy tym nie tyle formalne przekazanie własności, ale przede wszystkim przygotowanie sukcesora do tej wymagającej roli, w tym transfer wiedzy, która niejednokrotnie stanowi dużą część wartości firmy.

Płynne i przemyślane przeprowadzenie tego procesu jest niezbędne, aby zapewnić dalszy wieloletni rozwój przedsiębiorstwa. Proces ten napotyka jednak na szereg wyzwań:

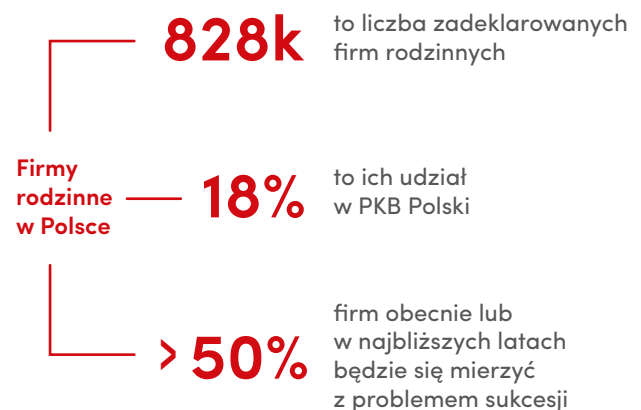
A problemem może być sama niechęć młodszego pokolenia do objęcia władzy w firmie rodzinnej, co może dotyczyć nawet dziewięciu na dziesięć przypadków. Ma to różne podłoże – od ambicji założenia własnego biznesu (a więc niepolegania na sukcesie rodziców, a także funkcjonowania w obrębie swoich zainteresowań) po diametralnie inne potrzeby życiowe (np. w zakresie balansu między życiem prywatnym i pracą);

obecni właściciele firm rodzinnych czują silną

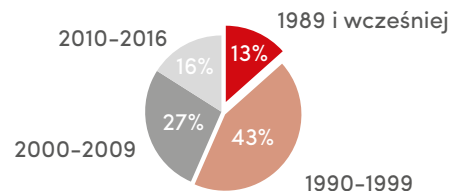
B więź emocjonalną z biznesem, który założyli, co utrudnia im podjęcie decyzji o przekazaniu sterów nawet bliskim członkom rodziny. Problem ten nawarstwia się już od wielu lat – właściciele zwlekają z ostateczną sukcesją, która de facto powinna być procesem rozłożonym na lata (co najmniej 5-7), a w wielu sytuacjach jest przez to adresowana zbyt późno i przeprowadzana zbyt chaotycznie;

C dla dominującej większości firm obecna sukcesja jest pierwszą, z którą muszą się zmierzyć. Brak doświadczenia – jakie posiadają już wielopokoleniowe firmy z państw wyżej rozwiniętych – będzie z pewnością dodatkowo utrudniał przeprowadzenie tego procesu.

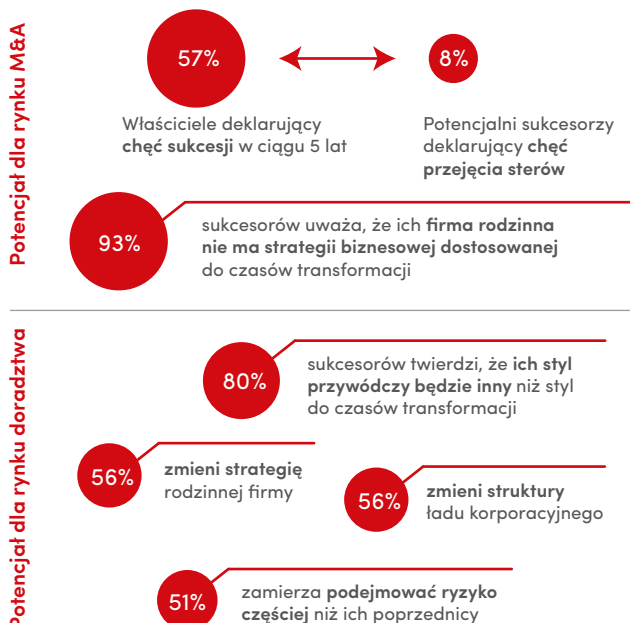
Sukcesja w polskich firmach rodzinnych – natura problemu, podstawowe fakty



Rok założenia firm rodzinnych



Sukcesja = zmiana



Źródło: Instytut Biznesu Rodzinnego, PwC, Deloitte

W tej sytuacji wiele firm może natrafiać na **trudną do przeskoczenia barierę, a jedną z opcji może być monetyzacja biznesów poprzez ich sprzedaż inwestorom zewnętrznym**. W kolejnych latach podaż tego typu potencjalnych celów na krajowym rynku M&A może sukcesywnie wzrastać.

Naturalnie, **w wielu przypadkach procesy sukcesji toczą się prawidłowym rytmem, a władzę w firmie przejmuje młode, dobrze wykształcone i ambitne pokolenie**, które rozumie wartość rodzinnego przedsiębiorstwa, ale też dostrzega potrzebę zmian w dotychczasowych modelach biznesowych ich rodziców i ma przynajmniej częściową wizję, jak te zmiany wprowadzić. Jak deklarują sami sukcesorzy, dotyczą one przede wszystkim:

- innowacyjności
- szerszego wykorzystania nowych technologii
- ekspansji na nowe rynki.

Tutaj także otwiera się znaczący potencjał rynkowy. Z jednej strony zmiany te będą wymagały zabezpieczenia kapitału (przede wszystkim zewnętrznego przy niedostatecznych własnych zasobach firm), z drugiej zaś procesy transformacji przedsiębiorstwa inicjowane przez sukcesorów mogą, ze względu na swoją złożoność, wymagać zaangażowania zewnętrznych doradców.



Sukcesja w polskich firmach rodzinnych oczami eksperta – wywiad z Maciejem Jacenko, Prezesem Pekao Investment Banking

Czy uważasz, że w Polsce zmienia się pokolenie właścicieli firm, których historia zaczęła się gdzieś w latach 90-tych?

Zdecydowanie tak, to dotyczy znaczącej grupy przedsiębiorstw, które odcisnęły wyraźne i pozytywne piętno na polskiej gospodarce ostatnich 30 lat. Ich twórcy przeszli często długą drogę budując swoje firmy czy wręcz holding firm. Dziś wielu z nich jest w okolicach wieku emerytalnego i myśli o potencjalnej sukcesji.

Ich firmy będą przejęte przez nowe pokolenie?

Myślę, że taka była intencja wielu z nich, ale już widzimy wyraźnie, w których firmach sukcesja nastąpi, a które będą musiały poszukać wraz z właścicielami innej drogi na przyszłość. Zasada, którą coraz częściej obserwujemy, jest prosta: jeśli już dziś we władzach spółki widzimy członka rodziny, który przejmie coraz ważniejsze role i odpowiedzialności od seniora to możemy z dużym prawdopodobieństwem zakładać, że będziemy mieli do czynienia z sukcesją lub przynajmniej próbą sukcesji.

A w innych wypadkach?

Możliwych rozwiązań jest kilka. Od kontrolowanej sprzedaży przez obecnego właściciela po np. założenie family office i kontynuację zarządzania majątkiem w imieniu rodziny przez wynajętych profesjonalistów. Jeszcze ciekawszym rozwiązaniem jest np. zaproszenie funduszu

inwestycyjnego do spółki, który wspólnie z przedsiębiorcą przygotowuje firmę do istnienia bez fizycznego zaangażowania założyciela czy to po sprzedaży czy w ramach jakiejś formy rodzinnej sukcesji. Rozwiązań jest przynajmniej kilka i prowadzimy teraz wiele konwersacji z przedsiębiorcami próbując wspólnie znaleźć idealne rozwiązanie.

Jaka jest rola doradcy takiego jak Pekao Investment Banking w takim procesie?

Po pierwsze nasi eksperci potrafią usiąść z dotychczasowym właścicielem i pokazać mu uczciwie opcje, które są przed nim na stole do wyboru. Potrafimy także pomóc mu podjąć świadomą decyzję, w którą stronę może i chce pójść. Ale chyba największą siłą Pekao Investment Banking jest to, że w takiej konwersacji z naszej strony uczestniczą także eksperci Banku Pekao, a więc specjaliści od kompleksowej obsługi transakcji przejęć spółek. Pekao Investment Banking potrafi nie tylko znaleźć dobrego partnera do transakcji, ale także pomóc ją sfinansować właśnie ze względu na przynależność do dużej grupy bankowej. Kolejną zaletą bycia częścią jednej z największych instytucji finansowych w Europie Środkowej i Wschodniej jest to, że potrafimy dotrzeć do najciekawszych i największych funduszy czy inwestorów strategicznych na całym świecie. To są bez wątpienia unikatowe elementy oferty Pekao Investment Banking odróżniające nas od mniejszych, butikowych konkurentów.

W najbliższych latach możemy oczekiwać utrzymania wysokiej aktywności na rynku M&A, a jego silnym bodźcem rozwojowym może okazać się wzrost aktywności w segmencie średnich transakcji

Reasumując, w najbliższych latach krajowy rynek fuzji i przejęć charakteryzować będą korzystne warunki otoczenia. Schłodzenie koniunktury gospodarczej i niepewność geopolityczna powinny być bowiem neutralizowane przez nasilenie tendencji konsolidacyjnych, wzrost podaży spółek wystawianych na sprzedaż oraz poprawę ich wycen.

Przewiduje się utrzymanie liczby transakcji na poziomie co najmniej zbliżonym do średniej z ostatnich lat (130 – 140 transakcji o wartości jednostkowej powyżej 5 mln dolarów). Wartość rynku może pozostawać silnie zmienna pod wpływem pojedynczych dużych transakcji realizowanych w poszczególnych latach, takich jak np. oczekiwana na ten lub przyszły rok fuzja Orlenu i Lotosu. **I choć centrum aktywności raczej pozostaną transakcje o stosunkowo niskiej wartości jednostkowej (do 25 mln euro), to jednak można oczekiwać dalszego rozwoju i wzrostu znaczenia tzw. midmarketu.**

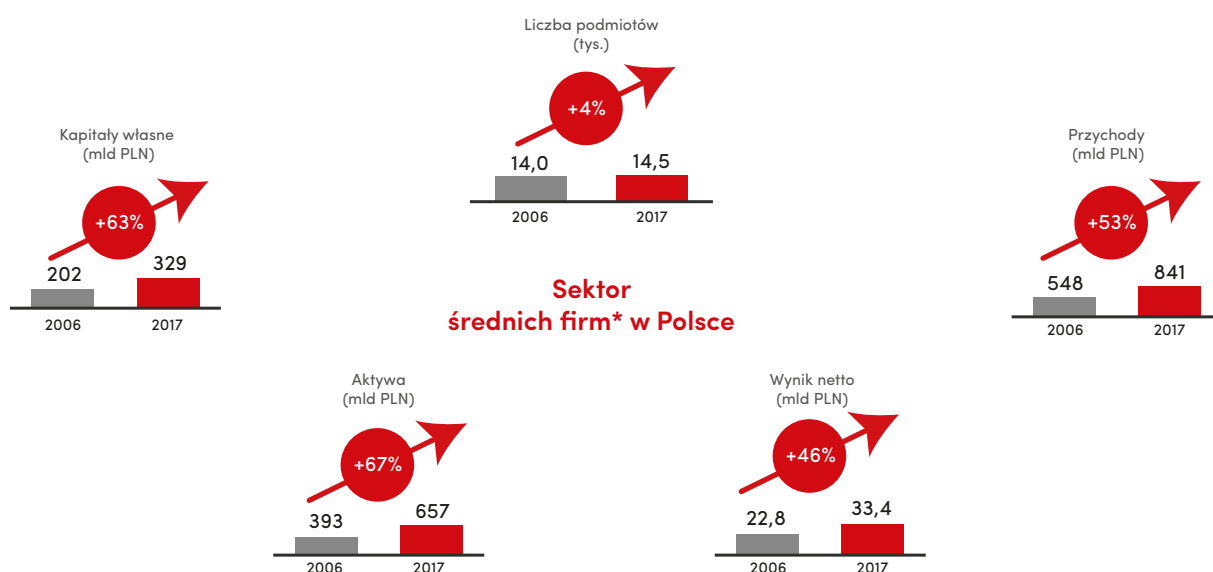
Na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat sektor średnich firm (zatrudniających od 50 do 249

pracowników) w Polsce rozwijał się bowiem w dynamicznym tempie. Choć liczba tego typu podmiotów nie wzrosła znacząco (o zaledwie 4% pomiędzy 2006 a 2017 rokiem), to jednak **dzisiejsze „mid-y” nie przypominają już tych z pierwszych lat po akcesji Polski do Unii Europejskiej:**

- od tego czasu ich przychody i zyski wzrosły o ok. połowę, podczas gdy
- zakumulowany majątek i posiadane kapitały zwiększyły się o blisko 2/3.

Stały się one przy tym dużo bardziej międzynarodowe (ich działalność otworzyła się w większym stopniu na eksport), a część z nich rozwinęła profesjonalne struktury zarządcze na wzór większych podmiotów. Tym samym **średnie firmy w Polsce stopniowo dorastają do aktywnej roli przejmującego na polskim rynku M&A, przede wszystkim zaś same stają się atrakcyjnym celem do przejęcia dla większych graczy.** W najbliższych latach to właśnie większa aktywność skupiona wokół średnich firm może dać polskiemu rynkowi fuzji i przejęć szczególnie silny impuls rozwojowy (zwłaszcza w ujęciu wartościowym). Proces ten wzmacniać będą dodatkowo czynniki związane ze wspomnianymi zmianami sukcesyjnymi w omawianej grupie podmiotów.

Rozwój sektora średnich firm w Polsce, 2017 vs. 2006



*Podmioty zatrudniające od 50 do 249 pracowników
Źródło: GUS „Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych”

Zwiększone zainteresowanie inwestorów generować mogą zwłaszcza polskie spółki technologiczne

W związku z oczekiwaną transformacją w kierunku innowacyjnych modeli biznesowych, szczególnie dużym powodzeniem powinny cieszyć się sektory technologiczne. Należy podkreślić, iż w Polsce istnieją dogodne warunki do rozwoju tych branż, o czym decydują bogate zasoby kapitału intelektualnego. W 2017 r. nasz kraj plasował się na 4-tej pozycji w UE pod względem liczby absolwentów studiów z kierunków STEM¹⁵ (m.in. przed Włochami i Hiszpanią), która w Polsce była zbliżona do tej dla wszystkich pozostałych unijnych krajów EŚW.

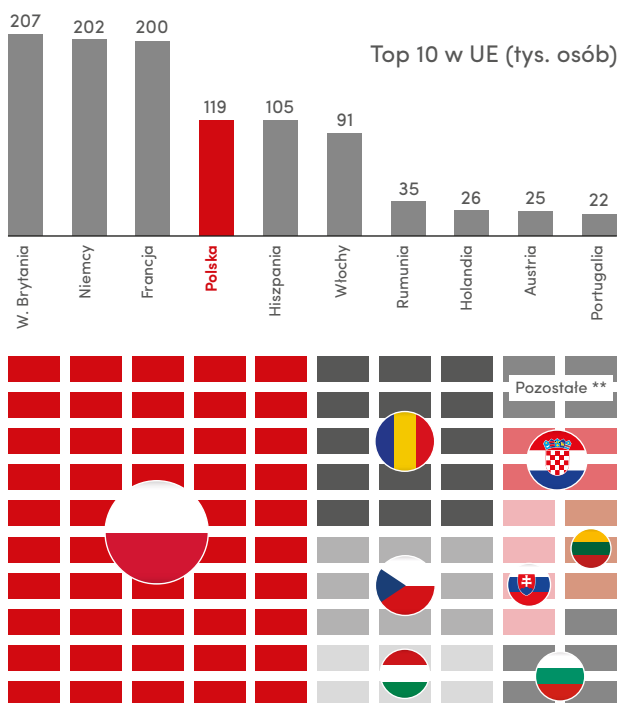
Polscy specjaliści z obszaru wysokich technologii cieszą się przy tym wysokim uznaniem na świecie,

co potwierdzają osiągnięte przez nich wyniki – przykładowo 2. miejsce pod względem medali zdobytych na Międzynarodowych Olimpiadach Informatycznych. Jednocześnie kapitał intelektualny w Polsce charakteryzuje się niskimi kosztami w porównaniu z wysoko rozwiniętymi państwami Europy Zachodniej. Przeciętne koszty pracy na 1 zatrudnionego w branży teleinformatycznej w Polsce w 2016 r. były niższe o 60% w porównaniu z Niemcami, 40% w porównaniu z Francją, a 30% w porównaniu z Wlk. Brytanią czy Włochami.

Konkurencyjność kosztowa i dostępność wykwalifikowanej kadry w branżach technologicznych będą czynnikami przyciągającymi do Polski zagraniczny kapitał, zarówno poprzez lokowanie w naszym kraju centrów outsourcingowych, jak i przejęcia lokalnych spółek informatycznych.

Zasoby Polski w obszarze kapitału intelektualnego na tle innych krajów regionu i świata

Liczba absolwentów z kierunków STEM*, 2017

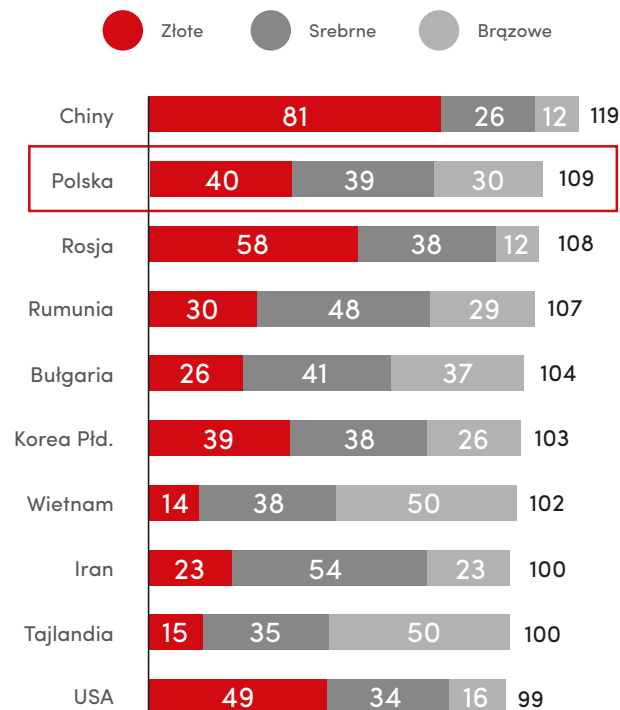


* Science, Technologies, Engineering, Mathematics

** Słowenia, Łotwa, Estonia

Źródło: Eurostat, International Olympiad in Informatics Statistic

Medale międzynarodowych olimpiad informatycznych (TOP 10)



¹⁵ Science, Technologies, Engineering, Mathematics.



Bozidar Djelic
Dyrektor Zarządzający
odpowiedzialny
za Europę Środkowo-
-Wschodnią, Lazard

Polska pozostanie centrum aktywności M&A w regionie. Lazard chce wzmacniać swoją obecność na tutejszym rynku wspólnie z Pekao

Rosnące zainteresowanie zachodnich inwestorów rynkami środkowoeuropejskimi, w tym Polską, skłoniło nas do decyzji o zwiększeniu naszej obecności w regionie i poszukiwania możliwie „najsilniejszego” partnera na tych rynkach. Nasz wybór w Polsce padł na Bank Pekao, jako że doceniamy jego nieprzeciętny potencjał doświadczenia, kompetencji oraz posiadanych relacji, jak również fakt, iż jest on instytucją rozpoznawaną na międzynarodowym rynku, częścią Grupy PZU.

Wysoka aktywność wynikająca z zachodzących procesów konsolidacyjnych powinna również charakteryzować zwłaszcza sektory o najsilniejszym rozproszeniu

Wyzwania strukturalne stojące przed polskimi firmami wymuszają będą procesy konsolidacyjne zwłaszcza w najsilniej rozproszonych sektorach polskiej gospodarki. Bazując na indeksie Herfindahla-Hirschmana¹⁶ jako silnie rozproszone sektory można wskazać m.in. produkcję dóbr przemysłowych i żywności, czy też niektóre sektory usługowe. Można oczekiwać,

Coraz większa liczba transakcji M&A w Europie Środkowo-Wschodniej, jak również fakt, iż region ten jest coraz mocniej obecny na radarach zarówno inwestorów branżowych, jak i funduszy inwestycyjnych, sprawia, iż będziemy na nim coraz aktywniej zaangażowani, służąc lokalnym Klientom naszym globalnym know-how oraz najwyższej jakości doradztwem.

Naszym zdaniem Polska pozostanie w najbliższych latach centrum aktywności M&A w tej części Europy, jako że oferuje najbardziej stabilne warunki inwestycyjne i szczególnie duży potencjał wzrostu. Uważam ponadto – a twierdzą tak na podstawie naszego unikatowego globalnego doświadczenia – że liczba transakcji transgranicznych firm z tego regionu będzie rosła, a w perspektywie kilku lat zobaczymy sporą liczbę przejęć, w których przejmującym będą firmy z tej części Europy, przejmowanymi zaś przedsiębiorstwa z Europy Zachodniej, USA czy Azji. Lazard pragnie być wiodącym doradcą przy takich transakcjach wspólnie z Pekao.

Lazard to jedna z największych firm bankowości inwestycyjnej na świecie. Ma ponad 170 lat historii i zatrudnia ponad 2900 osób w 43 biurach na całym świecie. Część zajmująca się zarządzaniem aktywami klientów posiada fundusze warte 240 mld dolarów. W 2018 roku Lazard doradzał w 5 z 10 największych transakcji M&A na świecie.

że w najbliższych latach w wymienionych branżach powinno utrzymywać się podwyższone zainteresowanie fuzjami i przejęciami zarówno ze strony potencjalnych kupujących (dążących do zwiększenia swoich udziałów rynkowych), jak i ze strony nie radzących sobie z wyzwaniami dotychczasowych właścicieli. W takich warunkach powinna rosnąć przestrzeń dla aktywności inwestorów finansowych i funduszy Private Equity, dla których w najbliższych latach nie będzie brakowało okazji do przejęć lub partnerstw strategicznych z lokalnymi firmami poszukującymi źródeł współfinansowania inwestycji.

¹⁶ Miara konkurencji na danym rynku, wyrażona jako suma kwadratów udziałów wszystkich działających na nim firm. Im wyższy poziom wskaźnika, tym silniejsza koncentracja rynku.



Jarosław Wesółowski
Dyrektor Biura
Finansowania
Projektów
Inwestycyjnych
i Finansowania
Lewarowanego,
Bank Pekao S.A.

Nowe fundusze dla Private Equity

W mojej ocenie liczba i średnia wartość transakcji realizowanych przez fundusze w Polsce pozostaną na dotychczasowej ścieżce wzrostu. W porównaniu do Europy Zachodniej jest jeszcze sporo do nadro-

biecia zarówno w proporcji takich inwestycji do PKB (średnio ok. 0,2% PKB w latach 2014–2018 vs. ok. 0,4% w całej Europie i aż ok. 1% w Wielkiej Brytanii), jak i liczby transakcji pomiędzy samymi funduszami.

Kolejne wspierające czynniki to świeża fala kapitału zebrana przez fundusze, często wyższa niż w poprzednich latach, sprzyjające otoczenie makro oraz dobry dostęp do finansowania dłużnego.

Ponadto, po stronie podaży celów inwestycyjnych będziemy obserwować wzrastające znaczenie problemu sukcesji w rodzimych firmach oraz rosnącą liczbę aktywów oferowanych przez fundusze specjalizujące się w mniejszych i średnich inwestycjach.



Perspektywy rynku M&A w poszczególnych sektorach polskiej gospodarki

	Charakterystyka sektora (makro)		Perspektywy rynku M&A	
	Rozmiar	Szanse i zagrożenia	Potencjał	Komentarz
Dobra i usługi przemysłowe		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Wysoka konkurencyjność (korzystna relacja jakości i kosztów) ✗ Niskie nakłady na R&D, potrzeba upgrade'u technologicznego ✗ Rosnące koszty pracy i energii elektrycznej (oraz niepewność co do ich dalszych zmian) 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dalszy napływ BIZ (nowe fabryki - stymulacja wzrostu sektora poddostawców) ✓ Silne rozdrobnienie sektora - duży potencjał konsolidacji w warunkach presji na marże ✓ Solidne oparcie w lokalnym rynku i eksporcie umożliwiające przejęcia zagraniczne (zwłaszcza w regionie) ✓ Duża aktywność PE w ostatnich latach
TMT		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ekspozycja na najbardziej przyszłościowe obszary gospodarki, wykorzystujące najnowsze zdobycze techniki (sztuczna inteligencja, uczenie maszynowe, big data) ✗ Silna konkurencja (big techy, liczne start-upy), szybko zmieniające się trendy (rewolucje) 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dynamiczny rozwój zaawansowanej analityki danych oraz AI / ML* (rosnący popyt na specjalistyczne spółki) ✓ Postępująca konsolidacja: <ul style="list-style-type: none"> • sektora usług outsourcingu programowania • rynku mediów RTV i wydawców • centrów przetwarzania danych • rynku płatnej telewizji CaTV i DTH** ✓ Duża aktywność PE w ostatnich latach ✗ Zacieśnienie regulacji w obszarze ochrony danych oraz koncentracji mediów (w tym poziom dominującej pozycji rynkowej)
Usługi		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dobrze wykształcona i tania siła robocza, rosnące dochody społeczeństwa 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Rosnące zainteresowanie (szczególnie zagranicznych podmiotów) konsolidacją polskiego rynku
Sektor finansowy		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Wysoka innowacyjność, niskie nasycenie krajowego rynku ✗ Otoczenie regulacyjne i wysokie koszty działalności / rozwoju 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dalsza konsolidacja segmentów tradycyjnych usług finansowych (dość silne rozdrobnienie) ✓ Transformacja cyfrowa i presja regulacyjna zmuszająca do poszukiwania dodatkowego kapitału / optymalizacji kosztów
Budownictwo Nieruchomości		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Duże potrzeby rynku (mieszkania, infrastruktura), wsparcie funduszy unijnych ✗ Cykliczność branży, ryzyka związane z kontraktami infrastrukturalnymi 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Zrównoważony rozwój rynku mieszkaniowego oraz budownictwa modułowego ✗ Niskie zainteresowanie konsolidacją rynku z uwagi na nieudane transakcje w przeszłości ✗ Rosnące problemy branży z płynnością
Żywność		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Długoletnie tradycje, dobre zaplecze surowcowe, duży potencjał wzrostu eksportu ✗ Rozdrobnienie i niska efektywność działalności 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dynamiczny rozwój nisz rynkowych (zdrowa żywność, diety, dania gotowe, suplementy) ✓ Konsolidacja tradycyjnych producentów a także rynku suplementów diety ✓ Duża aktywność PE w ostatnich latach
Handel detaliczny		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Wzrost zamożności i potrzeb społeczeństwa, dynamiczny rozwój e-commerce ✗ Presja na marże w kontekście oczekiwanego spowolnienia gosp. 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Postępująca konsolidacja rynku (w tym duża aktywność PE) ✓ Rozwój i transformacja obecnych formatów detalicznych ✓ Transformacja cyfrowa branży, dobra infrastruktura dla e-commerce ✗ Utrudnienia związane z kolejnymi etapami ograniczania handlu w niedziele
Sektor medyczny		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Starzenie się społeczeństwa, rosnąca świadomość i prywatne wydatki na leki / zdrowie ✗ Strukturalne problemy służby zdrowia (niedofinansowanie) 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Stopniowa konsolidacja rynku wokół dużych i wyspecjalizowanych operatorów prywatnych ✓ Konsolidacja producentów farmaceutyków generycznych ✓ Dobre warunki rozwojowe dla tworzenia i rejestracji leków biopochodnych ✗ Silna ekspozycja modeli biznesowych na NFZ

* Sztuczna inteligencja/ uczenie maszynowe.

** CaTV: telewizja kablowa, DTH: Direct-to-home.

W najbliższych latach rosnąć będzie również aktywność M&A polskich firm na zagranicznych rynkach

Ostatnie lata to okres spektakularnego wzrostu eksportu, dzięki któremu Polska stała się bardziej otwartą gospodarką niż kiedykolwiek, a rodzime firmy stopniowo przeistaczają się w międzynarodowych graczy. W ślad za rosnącą aktywnością eksportową nie idzie jednak dostateczna ekspansja kapitałowa polskich przedsiębiorstw.

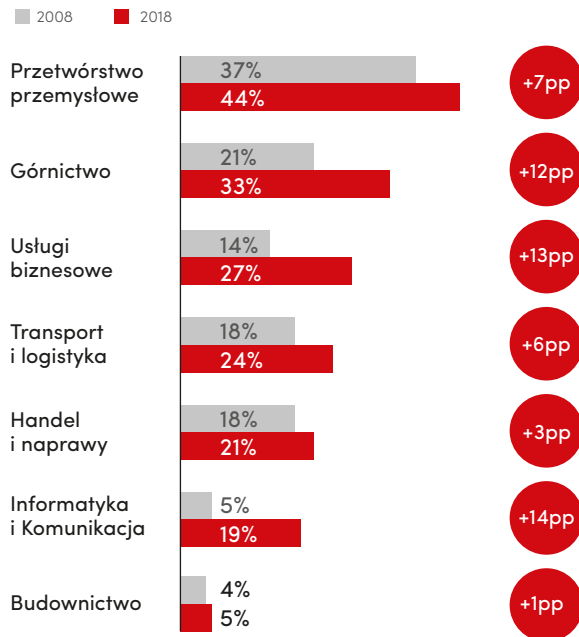
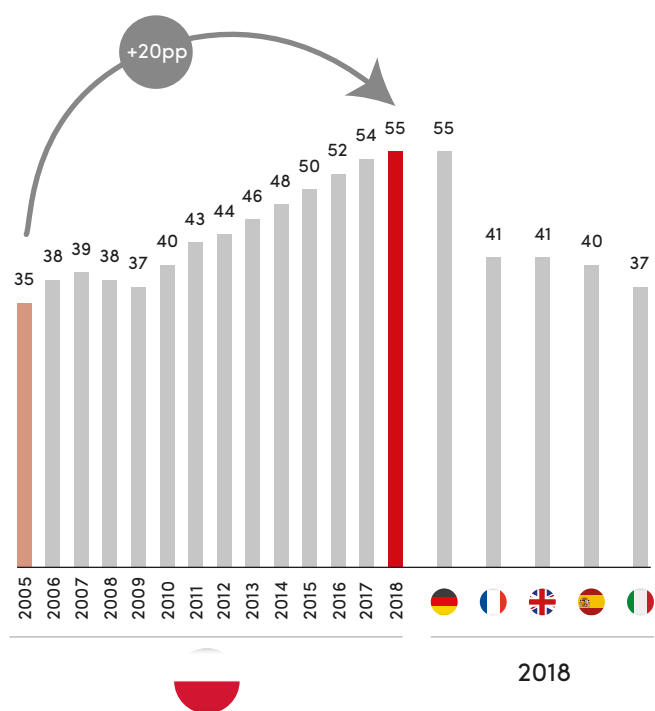
Polskie firmy stają się coraz bardziej międzynarodowe, a głównym kanałem internacjonalizacji jest dynamicznie rosnący eksport

Dla szeregu polskich firm o średnich rozmiarach bariery rozwojowe nie wiążą się wyłącznie z ich ograniczonymi możliwościami kapitałowymi. W wielu przypadkach rosnące nasycenie rodzimego rynku produktami i usługami przekłada się na stagnację sprzedaży krajowej. Jako przykłady takich rynków można wymienić produkcję szeregu artykułów spożywczych (np. mięsa drobiowego) czy odzieży i obuwia. **Oczywistym rozwiązaniem jest w takim przypadku ekspansja zagraniczna. Można ją realizować za pomocą prostego eksportu, co polskie firmy od lat z powodzeniem czynią.** Tylko na przestrzeni ostatnich 13 lat relacja eksportu (dóbr i usług) do PKB wzrosła aż o 20 pkt proc. do poziomu 55% w minionym roku, który jest analogiczny do tego wykazywanego przez uchodzącą za wzór dużego eksportera gospodarkę niemiecką. Z kolei analogiczny wskaźnik dla pozostałych dużych gospodarek UE kształtuje się na poziomie ok. 40%.

Postępująca internacjonalizacja polskich przedsiębiorstw

Eksport w relacji do PKB (%)

Eksport jako % przychodów firm wg branż, 2018 vs. 2008



Źródło: Eurostat, GUS

Co ciekawe, postępująca internacjonalizacja ma miejsce w większości sektorów gospodarki, a progres dokonany na tym polu w ostatnich latach miał miejsce nie tylko w przetwórstwie przemysłowym (udział eksportu w przychodach

firm wzrósł tu w ostatnich 10 latach łącznie o 7 pkt proc.), lecz w nawet większym stopniu w obszarze niektórych usług – zwłaszcza ICT (+14 pkt proc.) oraz usług biznesowych (+13 pkt proc.)¹⁷.

¹⁷ Należy podkreślić, iż wysoka dynamika eksportu w ostatnich latach do dużej mierze zasługa działalności obecnych w Polsce filii koncernów zagranicznych. Nie zmienia to jednak faktu, iż działalność eksportową coraz mocniej rozwijają także przedsiębiorstwa z kapitałem polskim.

Duże korzyści może jednak przynosić również ekspansja kapitałowa, która polskim firmom może służyć zwłaszcza jako brama do trudno dostępnych rynków zachodnich

Model ekspansji zagranicznej oparty przede wszystkim na eksporcie z reguły oznacza jednak dla firm z regionu Europy Środkowo-Wschodniej konieczność pozycjonowania się w dolnych segmentach cenowych. Strategię taką wymusza z jednej strony słaba znajomość polskich marek za granicą, z drugiej zaś percepcja klientów z Europy Zachodniej, którzy od produktów pochodzących z naszej części Europy oczekują przede wszystkim niskiej ceny. Dla firm o większych ambicjach, które na wymagających rynkach zachodnich poszukują nie tylko możliwości zwiększenia wolumenów, lecz także marży, wyjściem z sytuacji mogą być z kolei przejęcia lokalnych spółek.

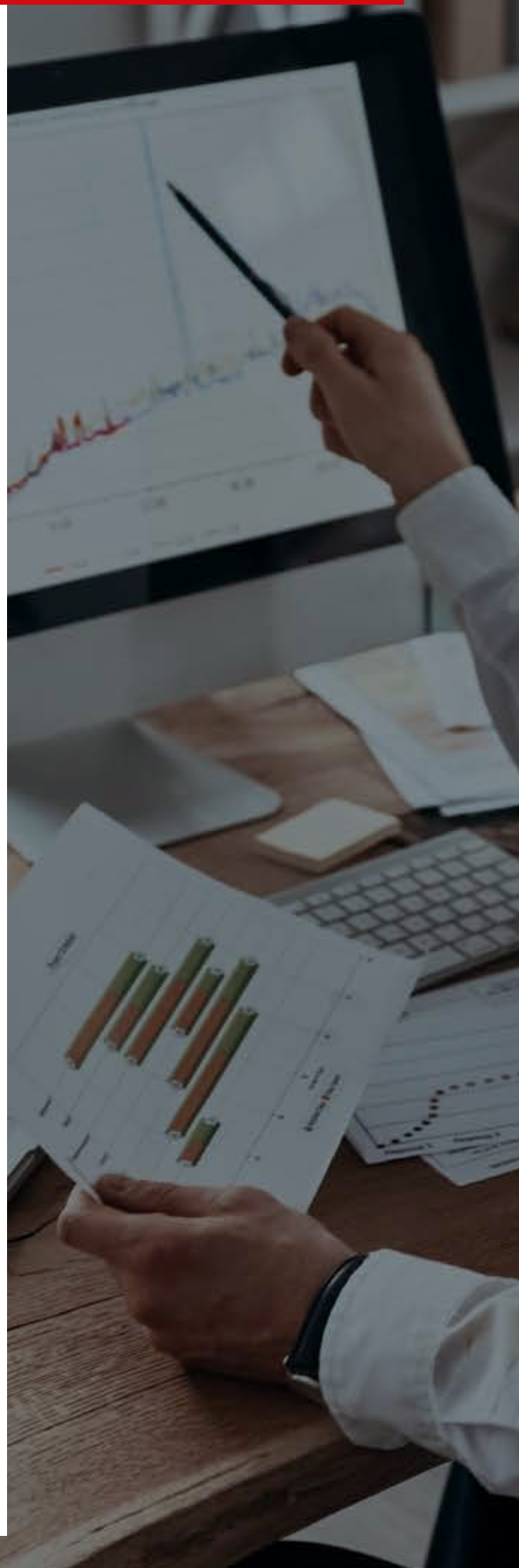
Przejęcia firm na wysoko rozwiniętych rynkach Unii Europejskiej stanowią dla większości polskich przedsiębiorstw poważne wyzwanie ze względu na ich ograniczone zasoby kapitałowe oraz wysokie wyceny firm na zachodnioeuropejskim rynku. Mogą one jednak przynosić trudne do przecenienia korzyści. Najpoważniejszą z nich jest możliwość wejścia na rynek z marką kojarzoną przez lokalnych odbiorców. Nawet jeżeli przejmowana firma jest niedużym podmiotem o regionalnej rozpoznawalności, może to dać znacznie mocniejszą pozycję startową w porównaniu z wejściem na ten sam rynek z własną marką. Równie istotna jest możliwość pozyskania kontaktów handlowych, wieloletnich dostawców i odbiorców przejmowanego przedsiębiorstwa czy jego gotowej sieci punktów sprzedaży detalicznej. Tymczasem możliwość uplasowania wytwarzanych w Polsce produktów na rynku zachodnim pod lokalną marką pozwala w pełni wykorzystać korzyści płynące z niskich kosztów pracy w naszym kraju.

Przejęcie można też wykorzystać jako inwestycję technologiczną. Jeżeli przejmowana firma dysponuje pożądanymi, nowoczesnymi technologiami lub procesami, to jej zakup wraz z gotowym know-how i doświadczeniem pracowników może okazać się bardziej efektywny od próby wdrożenia analogicznych technologii we własnym zakresie. Ma to szczególnie istotne znaczenie w sektorach gospodarki najsilniej ekspozowanych na technologiczną rewolucję, takich jak informatyka i telekomunikacja czy nowoczesne, zautomatyzowane gałęzie przemysłu.

Polskie firmy mogą również odgrywać aktywną rolę konsolidujących rozdrobniony rynek środkowoeuropejski

Europa Zachodnia nie jest przy tym jedynym możliwym kierunkiem potencjalnej ekspansji kapitałowej dla polskich firm. Polska na tle innych unijnych państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej jest zdecydowanie największą gospodarką, co przekłada się m.in. także na skalę działalności firm. O ile przeciętne roczne obroty polskiej firmy o średnich rozmiarach są niskie na tle jej odpowiedników z państw Europy Zachodniej, o tyle na tle wielu krajów EŚW wypadają one dużo korzystniej (12 mln euro w Polsce wobec 10 mln euro w Chorwacji, 9 mln na Litwie i Łotwie, 8 mln w Rumunii czy 7 mln w Bułgarii). Z tego względu **krajowe podmioty (przynajmniej te średnie i duże) wydają się być naturalnym pretendentem do odgrywania bardziej doniosłej roli nie tylko w skali kraju, ale też całego regionu.**

Dzięki względnie małym rozmiarom, firmy z innych państw Europy Środkowo-Wschodniej stanowią przy tym dogodny cel przejęć dla wiodących polskich przedsiębiorstw, gdyż w ich przypadku niższe są bariery ograniczonych zasobów kapitałowych. Poza tym ich przejęcie umożliwia wejście z ugruntowaną pozycją na rozwijające się rynki o wielu charakterystykach (np. w zakresie oczekiwań i preferencji klientów) zbliżonych do rynku polskiego. Dzięki temu łatwiejsze staje się wykorzystanie synergii operacyjnych płynących z przejęcia (zbliżony produkt, model biznesowy, strategie marketingowe itp.).



Z kolei dla polskich firm, które są już obecne na zagranicznych rynkach w naszym regionie Europy, przejmowanie lokalnych firm jest narzędziem zwiększania własnego udziału rynkowego, a jednocześnie eliminowania konkurencji.

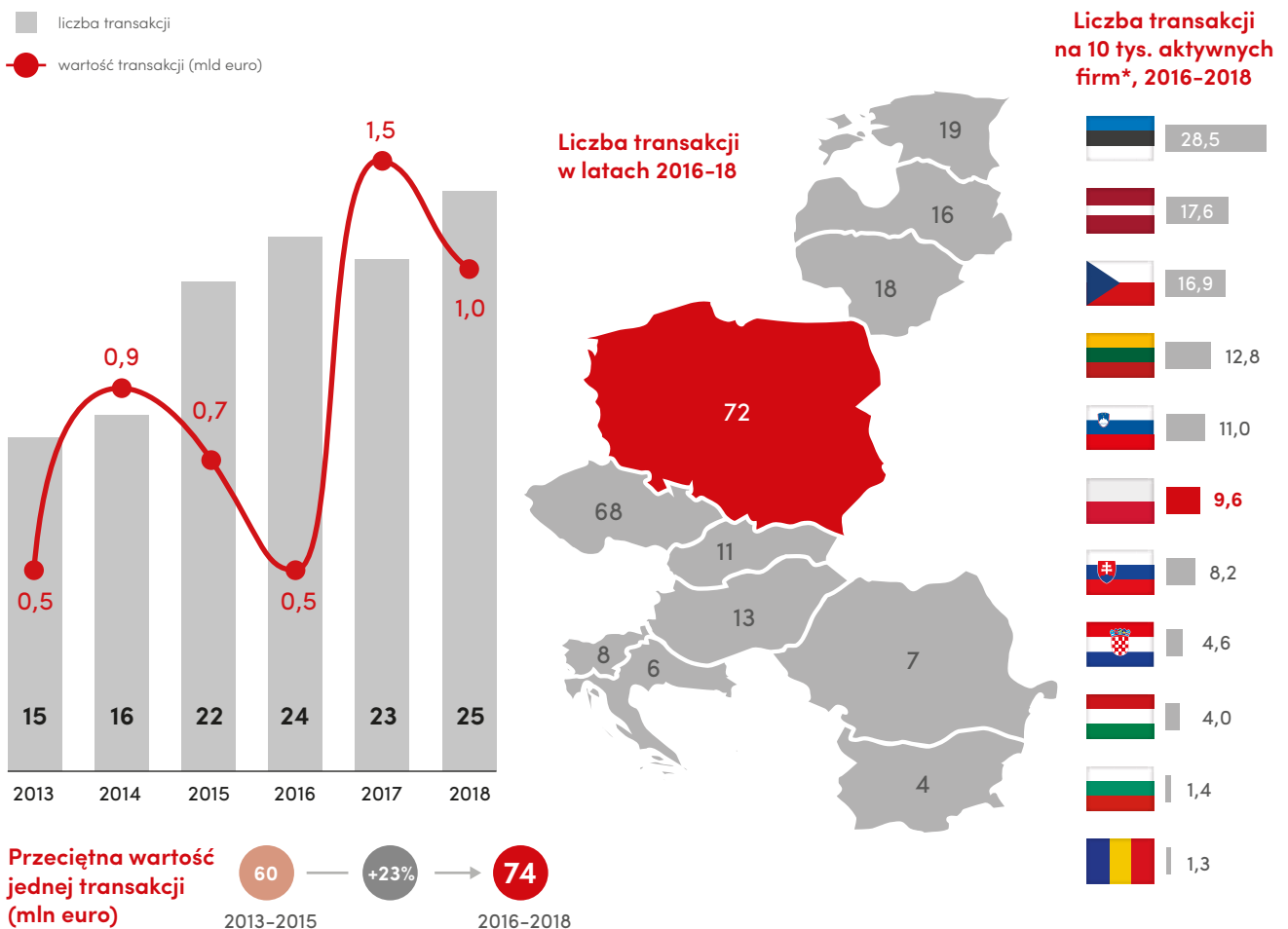
Dotychczasowa historia pokazuje jednak, iż krajowe podmioty nie w pełni wykorzystują posiadany potencjał rozwoju w drodze zagranicznych przejęć

Ostatnie lata przyniosły istotny wzrost aktywności M&A polskich firm za granicą. Był on widoczny zarówno na poziomie liczby zawieranych transakcji (średnio 24 rocznie w okresie 2016–2018 vs. 18 w latach 2013–2015), jak i przeciętnej wartości 1 transakcji (+23%, z 60 mln euro w okresie 2013–2015 do 74 mln euro w 3 ostatnich latach).

Choć obecność polskich firm na zagranicznych rynkach fuzji i przejęć stopniowo rośnie, to jednak

trudno oprzeć się wrażeniu, że możliwości krajowych podmiotów są w tym zakresie dużo większe. Najlepszym punktem odniesienia są czeskie spółki, które w ostatnich latach zawierały niemal tyle samo transakcji przejęć zagranicznych podmiotów, co polskie firmy (podczas gdy łączna liczba czeskich przedsiębiorstw jest o połowę niższa niż polskich). Innym przykładem są spółki z krajów bałtyckich, które w przeliczeniu na 10 000 działających tam firm należą do najbardziej aktywnych w obszarze zagranicznych przejęć. I choć w obu przytoczonych przykładach ekspansji zagranicznej sprzyja podobieństwo kulturowe niektórych pobliskich rynków (dla Czech jest nim Słowacja, dla Litwy, Łotwy i Estonii zaś pozostałe kraje bałtyckie), to wciąż – biorąc pod uwagę zwłaszcza relatywnie dużą (jak na regionalne warunki) skalę działalności – dotychczasowa aktywność polskich firm w tym obszarze wydaje się dość niska.

Aktywność polskich firm w zakresie zagranicznych fuzji i przejęć



* Zatrudniających powyżej 9 pracowników
Źródło: Mergermarket, Eurostat

Przykłady zagranicznej ekspansji kapitałowej polskich firm stanowią jak na razie raczej pojedyncze przypadki aniżeli masowy trend.

Tymczasem wiele polskich firm zbudowało już odpowiednią pozycję i masę krytyczną do tego, by odgrywać pozycję regionalnego lidera, którą osiągnąć mogą głównie właśnie poprzez przejęcia. Takie „gwiazdy” o potencjale pozwalającym budować wiodącą pozycję przynajmniej na środkowoeuropejskim rynku możemy wskazać w wielu sektorach, w tym np.:

- branży petrochemicznej / chemicznej – relatywnie słabo rozwiniętej w regionie (duży niedobór lokalnej podaży i uzależnienie od importu), a w Polsce reprezentowanej przez grupę narodowych czempionów (Orlen – zwłaszcza po ewentualnej fuzji z Lotosem, Grupa Azoty, Ciech, a z prywatnych spółek np. Synthos czy Boryszew);
- branży usług informatycznych, w której Polska dysponuje istotną przewagą konkurencyjną w postaci wysokiej jakości kapitału ludzkiego, a która przez lata wykształciła kilka dużych podmiotów na skalę regionalną (np. Asseco, Comarch);
- branży meblarskiej, która już teraz zajmuje czołowe miejsce na świecie pod względem produkcji (przykładem gracza bardzo aktywnego w zakresie przejęć zagranicznych jest tu chociażby Nowy Styl);
- branży odzieżowo-obuwniczej, której liderzy (LPP, CCC) już teraz dynamicznie rozwijają swoją działalność na rynkach państw regionu;
- branży usług finansowych – sektor ten w Polsce charakteryzuje się bardzo wysokim poziomem innowacyjności, a jej czołowi gracze charakteryzują się bardzo zdrową sytuacją finansową, jak i coraz większymi możliwościami inwestycyjnymi.



Rzecz jasna, to właśnie spektakularne transakcje realizowane przez największe polskie koncerny, takie jak wykup przez Orlen pakietu 37% akcji czeskiego Unipetrolu (blisko 1 mld euro) czy zakup niemieckiej firmy Goat TopCo GmbH przez Grupę Azoty (227 mln euro), przykuwają największą uwagę. Wydaje się jednak prawdopodobne, że w kolejnych latach przypadki te będą stawały się coraz częstsze także wśród małych i średnich firm. A okazji zakupowych nie powinno zabraknąć.

Nadzieje można wiązać choćby z faktem, że problemy sukcesyjne nie dotyczą wyłącznie polskich przedsiębiorców. Przykładowo, w Niemczech około 500 tys. właścicieli firm rodzinnych z sektora małych i średnich przedsiębiorstw planuje przekazanie działalności, z czego ponad 40% nie wyklucza sprzedaży firmy zewnętrznemu kontrahentowi w związku z brakiem sprecyzowanych planów sukcesyjnych¹⁸.

Szans biznesowych dostarczać mogą również wybrane firmy o mocnej lokalnej pozycji rynkowej, przeżywające z różnych względów problemy finansowe, jednak rokujące nadzieję na udaną restrukturyzację z wykorzystaniem efektów synergii. Przykładem transakcji tego rodzaju może być ubiegłoroczne przejęcie 70% akcji Karl Vogele AG, 2-giego największego gracza na rynku obuwniczym w Szwajcarii (sieć 200 sklepów i 10% udziału w rynku) przez CCC za kwotę 10 mln

franków. Wśród innych ciekawych zakupów zrealizowanych w 2018 r. przez polskie firmy w obszarze małych i średnich przedsiębiorstw z Europy Zachodniej wymienić można przejęcia:

- hiszpańskiego producenta środków ochrony roślin Proplan Plant Protection Company przez Grupę Ciech (45 mln euro),
- specjalizującej się w obsłudze inżynierskiej i serwisowej obiektów przemysłowych niemieckiej rodzinnej firmy IVT Weiner i Reimann przez Erbud (8,5 mln euro),
- zajmującej trzecie co do wielkości miejsce w branży marketingu i wsparcia sprzedaży na rynkach w Niemczech, Austrii i Szwajcarii Grupy Vertikom przez ASM Group (wspólnie z Funduszem Ekspansji Zagranicznej; wartość około 20 mln euro)
- 75% akcji brytyjskiego producenta naczepek Lawrence David przez Wielton (26 mln funtów; jest to kolejny przejaw zagranicznej aktywności akwizycyjnej Wieltonu, który wcześniej przejął szereg lokalnych producentów z Europy Zachodniej; Lagendorf w Niemczech, Freuhauf we Francji czy marki Merker, Viberti i Cardi i aktywa produkcyjne od Compagnia Italiana Rimorchi we Włoszech).

¹⁸ Na bazie raportu „M&A deals in the German SME sector” autorstwa KfW

Uwagi metodologiczne

Analiza rynku M&A w regionie została opracowana w oparciu o informacje Mergermarket dotyczące transakcji:

- o jednostkowej wartości co najmniej 5 mln dolarów
- których celem była spółka z główną siedzibą w jednym z krajów EŚW
- ogłoszone i zamknięte (dotyczy transakcji z lat 2013-2017) lub ogłoszone i nieanulowane do połowy maja 2019 roku (transakcje z 2018 roku), przy czym o przyseregowaniu do danego roku decydowała data ogłoszenia transakcji
- z wyłączeniem transakcji zakupu spółek SPV na rynku nieruchomości komercyjnych

Mistrzowska Bankowość Korporacyjna

Realizujemy transakcje kluczowe dla przedsiębiorstw i rynku finansowego w Polsce



2,75 mld PLN

Wezwanie na akcje Synthos – finansowanie i doradztwo

Pekao: Organizator, Agent Zabezpieczeń, Pierwotny Kredytodawca
PIB: Doradca w zakresie rynków kapitałowych, Podmiot Pośredniczący
Największe wezwanie w historii GPW, sfinansowane w całości polskim kapitałem



2,7 mld PLN

Kredyt konsorcjalny

Pekao: Bookrunner i MLA
PIB: Doradca M&A dla CVC przy przejęciu sieci sklepów Żabka
Finansowanie największego przejęcia w sektorze handlowym w Polsce w 2017 r.



350 mln EUR

Kredyt konsorcjalny

Pekao: MLA,
Agent Zabezpieczeń
Rekordowe finansowanie budowlano-inwestycyjne 3 budynków Varso Place w centrum Warszawy



1,15 mld PLN

Wezwanie na akcje

PIB: Kompleksowe doradztwo i pośrednictwo przy wezwaniu Goldman Sachs Group na 100% akcji Robyg S.A.
Największe przejęcie dewelopera mieszkaniowego w Polsce i jedno z największych w historii GPW wezwań na spółkę z sektora niefinansowego



221 mln EUR

Kredyt konsorcjalny

Pekao: MLA,
obsługa rachunków
Finansowanie budowy The Warsaw HUB



294 mln PLN

SPO

PIB: Globalny Współkoordynator i Współzarządzający Księgą Popytu przy sprzedaży i emisji akcji
Jedna z największych transakcji na rynku akcji w Polsce



259 mln PLN

Kredyt konsorcjalny

Pekao: MLA, Agent kredytu, Agent Zabezpieczeń
Resi4Rent
Finansowanie nowatorskiego projektu budowy mieszkań na wynajem w konsorcjum z PZU



Control Process S.A.

Kompleksowe finansowanie i obsługa kontraktu zagranicznego z wykorzystaniem poręczenia KUKE



eSky.pl

Finansowanie inwestycyjne oraz faktoring należności
Wyłączny Kredytodawca



Grupa Exact Systems

Sfinansowanie wykupu menedżerskiego i kolejnych M&A w Niemczech i Portugalii



Damix Sp. z o.o. Produx Shop Services Sp. z o.o. Caddus SAS

Finansowanie akwizycji podmiotu zagranicznego na rynku francuskim, bieżącej działalności (w tym faktoring) oraz programu inwestycyjnego firmy



Michalczewski Sp. z o.o.

Leasing 28 autobusów wspierających rozwój komunikacji miejskiej w Warszawie



Bank Pekao S.A. liderem rynku finansowania handlu z najlepszą ofertą w Polsce – w opinii klientów (badanie Euromoney edycja 2019)



Trzeci rok z rzędu Najlepszy Bank Inwestycyjny w Polsce według Global Finance (edycja 2019)



Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna (Pekao) z siedzibą w Warszawie, ul. Grzybowska 53/57, 00-950 Warszawa, wpisany do rejestru przedsiębiorców Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, wysokość kapitału zakładowego i kapitału wpłaconego: 262 470 034 zł.

Pekao Investment Banking S.A. (PIB) z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 31, 02-091 Warszawa, wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000149937, NIP: 525-22-56-380, REGON: 015334494, wysokość kapitału zakładowego i kapitału wpłaconego: 225 141 851 zł.

Poprzez zaakceptowanie niniejszego opracowania zgadzają się Państwo na związanie niniejszymi ograniczeniami.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane przez Pekao Investment Banking S.A. z siedzibą w Warszawie, Żwirki i Wigury 31,02-091 Warszawa (dalej „Pekao IB”) oraz Bank Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul: Grzybowska 53/57, 00-950 Warszawa („Bank Pekao”).

Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny i (i) nie stanowi oferty lub nie jest częścią oferty sprzedaży, subskrypcji lub kupna jakichkolwiek instrumentów finansowych, ani (ii) nie stanowi zaproszenia do złożenia oferty lub nie jest częścią oferty sprzedaży, subskrypcji lub kupna jakichkolwiek instrumentów finansowych, jak również (iii) nie stanowi jakiegokolwiek akcji promocyjnej jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejsze opracowanie nie stanowi również badania inwestycyjnego w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy jak również rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku („Rozporządzenie MAR”).

Kopiowanie, rozpowszechnianie, zmiana niniejszego opracowania w całości bądź w części, lub ujawnianie jego treści, bez uprzedniej pisemnej zgody Pekao IB lub Banku Pekao jest zabronione. Z opracowaniem należy zapoznać się w całości. Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie do użytku wewnętrznego klientów Pekao IB i klientów Banku oraz do użytku wewnętrznego Pekao IB i Banku.

Niniejsze opracowanie nie tworzy żadnej formy stosunku powierniczego lub relacji pomiędzy instytucją finansową a klientem, a Pekao IB oraz Bank Pekao będzie traktować Państwa jako klienta na podstawie odrębnie zawartej umowy na warunkach ustalonych odrębnie.

Informacje zawarte w niniejszym opracowaniu zostały przygotowane głównie w oparciu o informacje publicznie dostępne i nie zostały niezależnie zweryfikowane.

Z wyjątkiem przypadku świadomego wprowadzenia w błąd, Pekao IB oraz Bank Pekao ani którykolwiek z członków jego władz pracowników, podmiotów powiązanych nie składa oświadczeń ani gwarancji (wyraźnych lub dorozumianych), co do tego, że niniejsze opracowanie jest rzetelne, kompletne i prawdziwe oraz nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za jakąkolwiek szkodę powstałą z lub w związku z korzystaniem lub powoływaniem się na niniejsze opracowanie, a taka odpowiedzialność jest wyraźnie wykluczona. Informacje przedstawione w niniejszym opracowaniu mogą podlegać korekcie oraz mogą istotnie się zmieniać. Pekao IB oraz Bank Pekao nie są zobowiązani do ich aktualizowania, a wszelkie informacje lub opinie zawarte w niniejszym opracowaniu mogą być zmieniane bez powiadomienia.

Odbiorcy niniejszego dokumentu są wyłącznie odpowiedzialni za dokonanie własnej, niezależnej oceny oraz przeprowadzenie badań produktów, inwestycji oraz transakcji, o których mowa w niniejszym dokumencie, oraz nie powinni traktować jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie jako porady inwestycyjnej. Pekao IB ani Bank Pekao nie jest odpowiedzialny za świadczenie porad prawnych, podatkowych, księgowych lub innych specjalistycznych porad, a odbiorcy niniejszego dokumentu powinni dokonać odpowiednio własnych ustaleń w tym zakresie.

Wszelkie przewidywania, prognozy, szacunki lub inne oświadczenia dotyczące przyszłości zawarte w niniejszym opracowaniu są przeznaczone wyłącznie do celów poglądowych oraz nie stanowią zapewnienia co do przyszłych wyników. Rzeczywiste zdarzenia oraz okoliczności mogą znacznie różnić się od założeń, a niektóre ryzyka oraz niejasności mogły nie zostać wzięte pod uwagę. Niniejsze opracowanie może zawierać informacje związane z wynikami osiąganymi w przeszłości lub symulacjami wyników osiąganymi w przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości lub symulacje wyników osiągniętych w przeszłości nie stanowią wiarygodnego wskaźnika przyszłych wyników. Pekao IB i Bank Pekao ani żaden z członków jego władz pracowników, podmiotów powiązanych, nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji co do możliwości realizacji lub zasadności jakichkolwiek oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym opracowaniu oraz nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za możliwość realizacji lub zasadność jakichkolwiek oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym opracowaniu.

Niniejsze opracowanie nie jest przeznaczone do rozpowszechniania lub wykorzystywania przez jakąkolwiek osobę lub podmiot w jakiegokolwiek jurysdykcji lub państwie, w których takie rozpowszechnianie lub korzystanie pozostawałoby w sprzeczności z przepisami prawa lub innymi regulacjami. W szczególności niniejszy dokument oraz informacje w nim zawarte nie stanowią oferty sprzedaży papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych i nie są przeznaczone do publikacji lub rozpowszechniania wśród osób amerykańskich (z ang. US persons) ani w Stanach Zjednoczonych (w rozumieniu Regulacji S (z ang. Regulation S) Amerykańskiej Ustawy o Papierach Wartościowych z 1933 roku, z późniejszymi zmianami).

Jeśli niniejsze opracowanie zostało wysłane do Państwa w formie elektronicznej, przypominamy że dokumenty wysyłane tą drogą mogą być modyfikowane lub zmieniane w trakcie procesu elektronicznego przekazu i w konsekwencji ani Pekao IB oraz Bank Pekao ani żadna z jego spółek zależnych i dominujących, przedsięwzięć powiązanych lub osób kontrolujących, członków władz, pracowników, doradców, nie przyjmuje odpowiedzialności za jakiegokolwiek różnice pomiędzy dokumentem wysłanym do Państwa w formie elektronicznej a wersją oryginalną przygotowaną przez Pekao IB i Bank Pekao.

Niniejsze opracowanie rządzone jest prawem polskim.

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 31, 02-091 Warszawa, wpisana jest do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000149937, posiada kapitał zakładowy w pełni opłacony w wysokości 225.141.851 złotych, NIP 525-22-56-380. Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz może podlegać ograniczonemu nadzorowi ze strony Urzędu ds. Prowadzenia Operacji Finansowych (FCA) jak również innych organów nadzorczych w Państwach Członkowskich Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Informacje dotyczące zakresu autoryzacji Pekao Investment Banking S.A. do działania w krajach Unii Europejskiej są dostępne na żądanie.

Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Grzybowska 53/57, 00-950 Warszawa, wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, wysokość kapitału zakładowego i kapitału wpłaconego: 262 470 034 zł. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Autorzy raportu:

Krzysztof Mrówczyński, Manager, Biuro Analiz Makroekonomicznych, Bank Pekao S.A.

Paweł Kowalski, Analityk, Biuro Analiz Makroekonomicznych, Bank Pekao S.A.

Kamil Zduniuk, Analityk, Biuro Analiz Makroekonomicznych, Bank Pekao S.A.

Maciej Tyśnicki, Dyrektor, Departament Bankowości Inwestycyjnej, Pekao Investment Banking S.A.

Taras Datsenko, Analityk, Departament Bankowości Inwestycyjnej, Pekao Investment Banking S.A.

