



cutting through complexity

KPMG W POLSCE

# Rynek Private Equity w Polsce: fakty a opinie

[kpmg.pl](http://kpmg.pl)

Partner badania:

**PSIK** Polskie  
Stowarzyszenie  
Inwestorów  
Kapitałowych

# Spis treści

|                                                                 |           |
|-----------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1 Wstęp</b>                                                  | <b>3</b>  |
| Przedmowa Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych      | 5         |
| <b>2 Najważniejsze wnioski</b>                                  | <b>7</b>  |
| <b>3 O raporcie</b>                                             | <b>9</b>  |
| <b>4 Region CEE i Polska w pigułce</b>                          | <b>11</b> |
| 4.1 Polska – główny rynek regionu CEE                           | 13        |
| 4.2 Aktywność funduszy private equity w CEE i w Polsce          | 17        |
| <b>5 Analiza spółek portfelowych</b>                            | <b>21</b> |
| 5.1 Metodyka badania                                            | 21        |
| 5.2 Analiza transakcji                                          | 21        |
| 5.3 Analiza rentowności                                         | 23        |
| <b>6 Badanie funduszy PE działających w Polsce</b>              | <b>29</b> |
| 6.1 Charakterystyka badanych funduszy PE                        | 29        |
| 6.2 Rynek i dealflow w 2013 r.                                  | 32        |
| 6.3 Ocena polskiego rynku przez badane fundusze PE              | 34        |
| 6.4 Przyszłość polskiego rynku PE w ocenie badanych funduszy    | 36        |
| <b>7 Perspektywa inwestora – wywiad z przedstawicielami EFI</b> | <b>39</b> |
| <b>8 Podsumowanie</b>                                           | <b>43</b> |



## 1

# Wstęp

Z przyjemnością oddajemy w Państwa ręce raport poświęcony analizie rynku private equity w Polsce, w którym szczególny nacisk położono na jego rolę i znaczenie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Raport powstał we współpracy z Polskim Stowarzyszeniem Inwestorów Kapitałowych PSIK. Jego celem jest prezentacja różnorodnych aspektów funkcjonowania funduszy private equity na polskim rynku. Mamy nadzieję, że raport wyjdzie naprzeciw potrzebom inwestorów kapitałowych, którzy zainteresowani są działalnością na wiodącym rynku w regionie CEE.

Od czasu rozszerzenia Unii Europejskiej w 2004 r. PKB całego regionu CEE zwiększył się o blisko 80%, podczas gdy siła gospodarcza państw starej UE wzrosła jedynie o jedną piątą. Szczególne miejsce w Europie Środkowo-Wschodniej zajmuje Polska, która jest pierwszym wyborem dla funduszy private equity działających w tym regionie. Nie tylko dlatego, że wśród państw CEE jest ona zdecydowanie największą gospodarką. Polska posiada także doskonale rozwinięty rynek kapitałowy oraz stabilny i nowoczesny sektor bankowy. Co więcej, w ostatnich latach w naszym kraju wykształciły się ramy instytucjonalne wspierające działania inwestorów private equity. Pod tym względem Polska upodabnia się coraz bardziej do krajów Europy Zachodniej, jednocześnie oferując inwestorom potencjał wzrostowy typowy dla krajów, które nadrabiają dystans dzielący je od bardziej rozwiniętych gospodarek.

Celem raportu jest pokazanie możliwie obiektywnego obrazu polskiego rynku PE. Pracując nad nim, przeanalizowaliśmy blisko 180 inwestycji w spółki portfelowe, które miały miejsce na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat. Ponadto przeprowadziliśmy badanie ankietowe wśród 21 funduszy private equity działających w Polsce. Pozwoliło to na poznanie polskiego rynku z punktu widzenia działających na nim inwestorów.

Dziękujemy wszystkim organizacjom, funduszom oraz osobom, które aktywnie uczestniczyły w przeprowadzonym badaniu i tym samym pomogły w przygotowaniu niniejszego raportu. Mamy nadzieję, że raport okaże się przydatnym źródłem wiedzy, przybliżającym czytelnikom charakterystykę rynku PE w Polsce oraz oferowanych przez niego możliwości.



**Rafał Wiza**  
Dyrektor  
KPMG w Polsce



**Piotr Grauer**  
Dyrektor  
KPMG w Polsce

” Polska jest zdecydowanie najważniejszym i najatrakcyjniejszym rynkiem *private equity* wśród wszystkich państw regionu.

# Przedmowa Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych

Raport „Rynek Private Equity w Polsce: fakty a opinie” ukazuje się w 25 rocznicę pierwszych wolnych wyborów w Polsce, które otworzyły drogę do transformacji ustrojowej i gospodarczej nie tylko w Polsce, ale w całym regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Głębokie reformy rynkowe stworzyły podstawy dynamicznego rozwoju gospodarczego, który z kolei przyciągnął fundusze *private equity* zainteresowane ogromnym potencjałem drżącym w szybko rosnącym rynku regionalnym.

Dziś, po 25 latach, Polska jest zdecydowanie najważniejszym i najatrakcyjniejszym rynkiem *private equity* wśród wszystkich państw regionu. Jako jedyny kraj w Europie, który od przeszło dwudziestu lat nie doświadczył recesji i którego gospodarka rosła także w czasie ostatniego globalnego kryzysu finansowego, Polska przyciąga inwestorów dzięki stabilności rozwoju gospodarczego i odporności na zawirowania rynkowe. Tempo wzrostu i stabilność gospodarki zwiększają atrakcyjność Polski i pozytywnie różnicują ją spośród krajów sąsiednich.

Ta rosnąca pozycja Polski na rynku *private equity* stała u źródeł raportu „Rynek Private Equity w Polsce: fakty a opinie” przygotowanego przez KPMG. Wcześniejsze analizy rynku *private equity* koncentrowały się zwykle na całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej, co odpowiadało potrzebom inwestorów, którzy widzieli tu dość jednorodną grupę nowych członków Unii Europejskiej. Podejście takie nie odpowiada dzisiejszym realiom. W dwudziestą piątą rocznicę polskiej transformacji kraje te są mocno zróżnicowane. Wyłonili się liderzy regionu, wśród których obok Polski są Czechy i kraje bałtyckie.

Inwestorzy interesują się Polską i chcą lepiej zrozumieć krajowy rynek *private equity*. Polski rynek *private equity* ma dziś bardzo dobre perspektywy rozwoju. Potwierdzają to wnioski z raportu KPMG, do którego lektury serdecznie Państwa zapraszam.



**Barbara Nowakowska**  
Dyrektor zarządzająca  
PSIK – Polskie Stowarzyszenie  
Inwestorów Kapitałowych





## 2

# Najważniejsze wnioski

**W 2012 r. udział Polski we wszystkich inwestycjach PE w państwach CEE wyniósł 46%**

Polska jest krajem pierwszego wyboru dla funduszy PE zainteresowanych inwestycjami w Europie Środkowo-Wschodniej. Do najważniejszych atutów Polski należą nie tylko chłonny rynek wewnętrzny i szybki wzrost gospodarczy, ale także dojrzały rynek kapitałowy i nowoczesny sektor bankowy oraz rozwinięte ramy instytucjonalne wspierające działania inwestorów.

**W 2012 r. wartość inwestycji PE w stosunku do PKB wyniosła w Polsce 0,13%**

Pod względem relacji inwestycji PE do PKB Polskę, podobnie jak pozostałe kraje CEE, dzieli duży dystans od europejskich liderów, takich jak Szwecja czy Wielka Brytania (odpowiednio 0,66 i 0,56%). Oznacza to, że Polska ma jeszcze ogromny potencjał rozwoju – wraz ze wzrostem PKB per capita należy się także spodziewać wzrostu wartości inwestycji PE.

**Mediana zwrotów z inwestycji zrealizowanych w latach 2004-2013 w Polsce wyniosła aż 2,78x**

W tym okresie najpopularniejszymi branżami dla inwestorów PE działających w Polsce były produkcja przemysłowa, technologie informacyjne, media i komunikacja, sektor medyczny oraz handel detaliczny. Wskazane branże odpowiadały za ponad połowę (62%) wszystkich inwestycji w spółki portfelowe dokonanych w latach 2004-2013.

**Mediana średniorocznych wzrostów przychodów spółek portfelowych w czasie inwestycji wyniosła 14%**

Tym samym osiągnęły one lepszy wynik niż największe polskie spółki znajdujące się na Liście 2000 publikowanej przez dziennik „Rzeczpospolita”. W latach 2004-2012 mediana średniorocznych wzrostów przychodów tych spółek wyniosła 11%.

**86% badanych funduszy PE działających na polskim rynku nie ma problemów z pozyskiwaniem finansowania dłużnego**

Pozostała część respondentów uważa, że kapitał obcy jest w Polsce raczej trudny do zdobycia, ale mimo to atrakcyjne projekty mają dużą szansę na uzyskanie odpowiedniego poziomu finansowania. Żaden z respondentów nie wskazał, że odczuwa istotną barierę w postaci braku finansowania na transakcje M&A.

**67% badanych funduszy spodziewa się, że w najbliższym czasie zwiększy się liczba atrakcyjnych celów przejęć na polskim rynku**

W ocenie respondentów najbardziej atrakcyjnymi sektorami inwestycyjnymi w najbliższych latach będą medycyna i farmacja oraz dobra konsumpcyjne. Za atrakcyjne sektory uznane zostały też usługi dla biznesu oraz technologia i media. Zdaniem ankietowanych w tych sektorach szczególnie dobre perspektywy rozwoju mają wszelkie obszary związane z outsourcingiem i rozwiązaniami IT.





## 3

## O raporcie

Celem raportu jest przedstawienie możliwie pełnego obrazu rynku PE w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem jego znaczenia w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Raport składa się z trzech części. Pierwsza część badania przedstawia sytuację makroekonomiczną Polski i regionu CEE, kładąc nacisk na analizę czynników, które wpływają na atrakcyjność tych rynków dla funduszy PE. Ta część badania opiera się na analizie desk research, przy której wykorzystano dane wtórne publikowane m.in. przez Eurostat, Komisję Europejską, Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Europejskie Stowarzyszenie Private Equity & Venture Capital (EVCA).

Druga część badania bazuje na analizie spółek znajdujących się w portfolio 28 funduszy private equity działających w Polsce. Badanie obejmuje 177 podmiotów, w które fundusze zainwestowały w latach 2004-2013. W ramach analizy spółek portfelowych przeprowadzono analizę transakcji oraz rentowności. Analiza transakcji w zagregowany sposób prezentuje najważniejsze informacje dotyczące transakcji zawieranych w badanym okresie. W ramach analizy pokazano m.in. medianę wielkości transakcji, średni czas pozostawiania spółek

w portfolio funduszy oraz wartość środkową zwrotu z inwestycji (cash-on-cash). Analiza rentowności pokazuje zmianę wyników finansowych spółek w okresie, w którym znajdowały się w portfolio funduszy. Uwzględnia ona m.in. zmianę przychodów, EBITDA oraz marży EBITDA. Analiza rentowności opiera się na danych finansowych 146 spółek portfelowych – ze względu na ograniczoną dostępność danych liczba badanych podmiotów jest mniejsza niż w przypadku analizy transakcji. Dane pochodzą z publicznie dostępnych źródeł, znaczna część została dodatkowo potwierdzona przez fundusze PE.

Trzecia część raportu została przygotowana na podstawie badania ankietowego przeprowadzonego wśród 21 funduszy PE działających w Polsce. Badanie ankietowe zostało przeprowadzone w okresie od lutego do kwietnia 2014 r. Fundusze zostały zapytane m.in. o kwestie związane z dostępnością i pozyskiwaniem projektów inwestycyjnych, a także o czynniki wpływające na atrakcyjność rynku PE w Polsce.



## 4

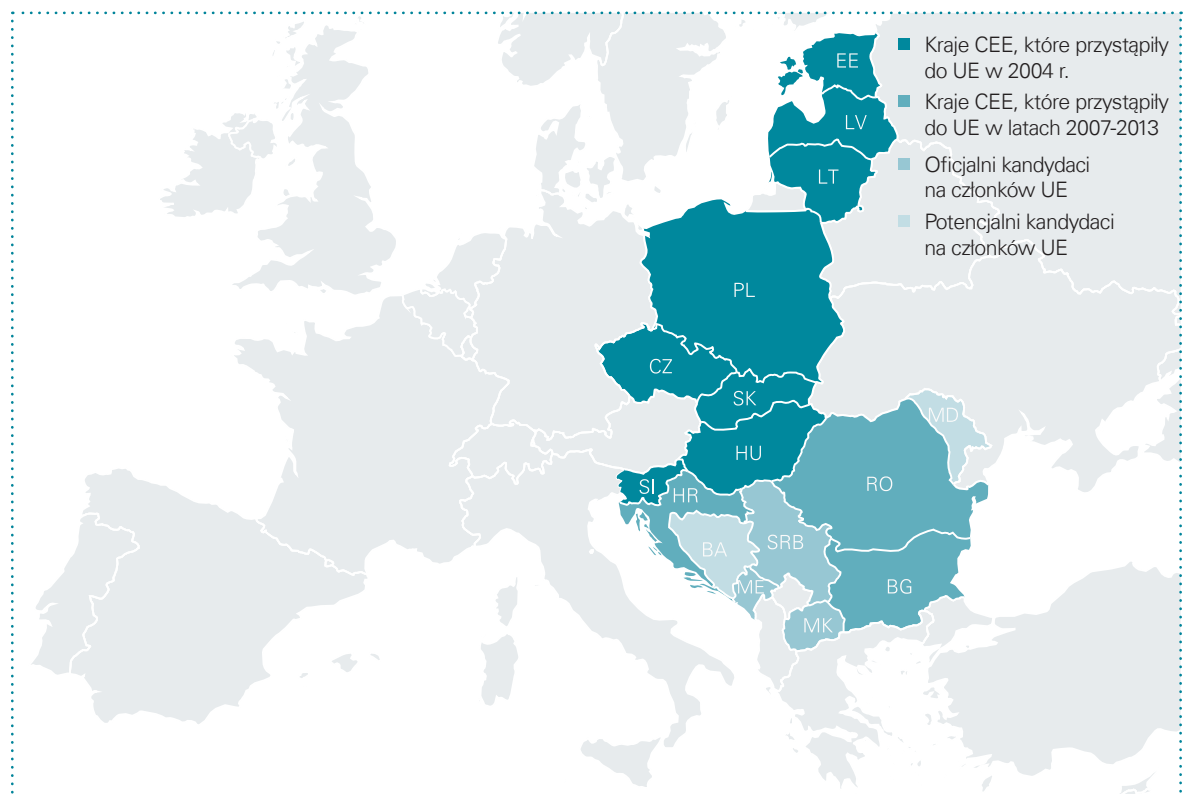
## Region CEE i Polska w pigułce

Od czasu rozszerzenia Unii Europejskiej w 2004 r. PKB państw CEE zwiększyło się o blisko 80%, podczas gdy siła gospodarcza państw starej UE wzrosła jedynie o jedną piątą. Choć w ostatnich latach zmniejszyło się tempo wzrostu, region CEE wciąż pozostaje atrakcyjny dla inwestorów z całego świata.

Państwa wchodzące w skład regionu Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) na potrzeby tego raportu zdefiniowane zostały jako Bośnia i Hercegowina, Bułgaria, Chorwacja, Czarnogóra, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Macedonia, Mołdawia, Polska, Rumunia, Serbia,

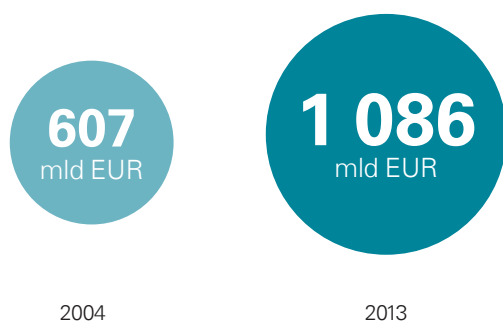
Słowacja, Słowenia i Węgry. Z jednej strony kraje te łączą historia i panujący w przeszłości ustrój komunistyczny. Z drugiej zaś ich wspólną cechą jest dynamiczny rozwój gospodarczy w ostatnich latach.

### Region CEE



Źródło: Badanie KPMG w Polsce

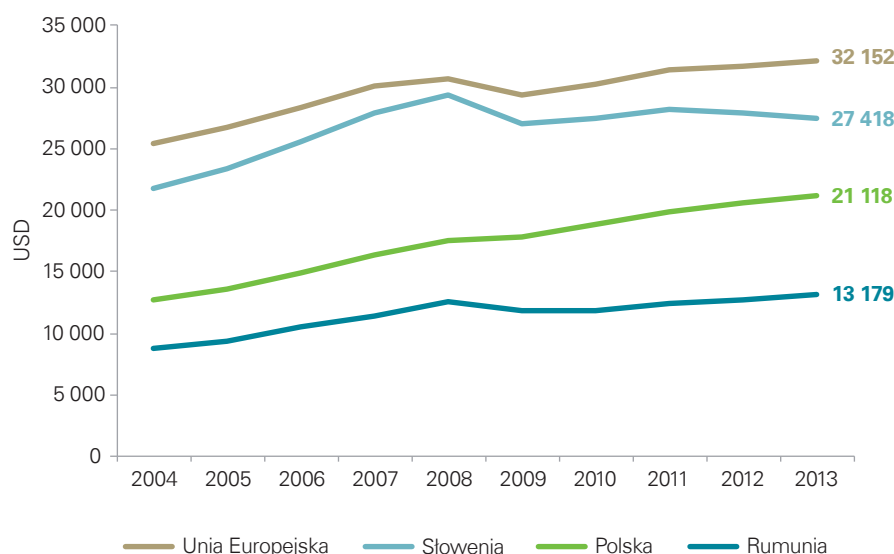


**Wartość PKB wszystkich państw CEE**

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych Eurostatu i Międzynarodowego Funduszu Walutowego

**Wzrost PKB regionu CEE i starej UE**

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych Eurostatu i Międzynarodowego Funduszu Walutowego

**Wielkość PKB per capita (według parytetu siły nabywczej) w Unii Europejskiej i wybranych krajach CEE**

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Aż 11 spośród krajów CEE należy dziś do Unii Europejskiej. Ludność całego regionu liczy w sumie 170 mln osób, a łączny PKB wynosi ponad 1 bln euro – prawie tyle samo co skumulowany PKB krajów skandynawskich.

Chociaż kryzys nie ominął państw CEE i spowolnił szybkie dotychczas tempo wzrostu PKB, znaczenie gospodarcze Europy Środkowo-Wschodniej wciąż rośnie.

W ciągu ostatnich 25 lat, a zwłaszcza od chwili rozszerzenia UE w 2004 r., państwa CEE zrobiły ogromny postęp. Stopień rozwoju gospodarczego i stopa życiowa są jednak nadal na niższym poziomie niż w Europie Zachodniej.

Widać to przede wszystkim na przykładzie wielkości PKB per capita. Wśród krajów CEE należących do Unii Europejskiej ostatnie miejsce zajmuje Rumunia – w 2013 r. wartość PKB na jednego mieszkańca (przy uwzględnieniu parytetu siły nabywczej) wynosiła w tym kraju blisko 13,2 tys. dolarów.

Polska, największa gospodarka w tej części Europy, plasuje się w środku rankingu (21,1 tys. dolarów). Pierwsze miejsce zajmuje Słowenia (27,4 tys. dolarów), w czołówce są także Czechy (27,2 tys. dolarów) oraz Słowacja (24,7 tys. dolarów). Jednak nawet w przypadku liderów tego rankingu PKB per capita wciąż jest znacznie mniejszy niż średnia UE. Dążenie społeczeństw Europy Środkowo-Wschodniej do zniwelowania tej dysproporcji pozostaje ważnym motorem ich rozwoju gospodarczego.

Wiele państw Europy Środkowo-Wschodniej również w przyszłości będzie korzystać z atutów, które umożliwiły im wyjątkowo szybki rozwój gospodarczy w ostatnich 20 latach: dobrze wykształconej, a zarazem niedrogiej siły roboczej, proinwestycyjnej polityki gospodarczej (m.in. ulg podatkowych dla inwestorów), wspierania

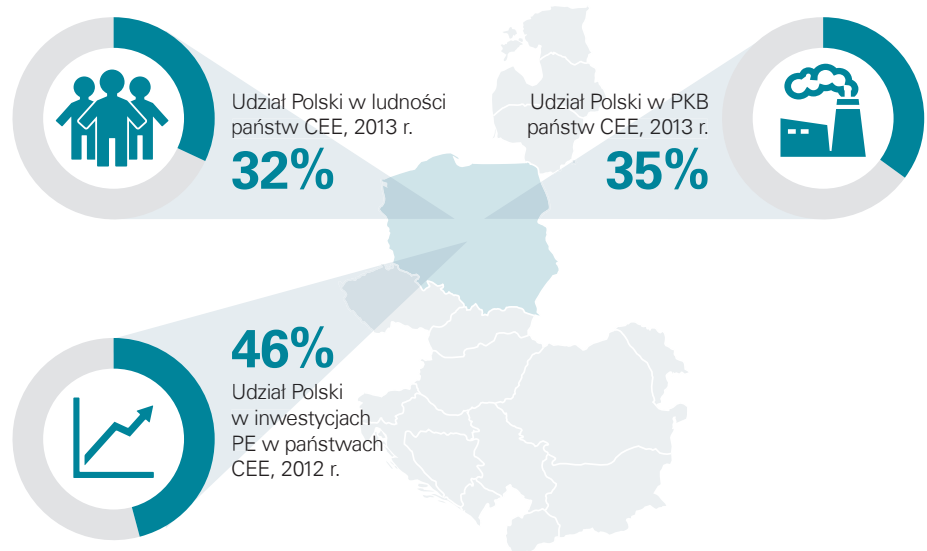
innowacyjności oraz szybko rozwijającej się infrastruktury. Atrakcyjność regionu zwiększa również integracja wielu jego państw z UE i idące za tym ujednolicenie prawa oraz ścisła, wielopoziomowa współpraca z krajami zachodnimi. Konsekwentnie wzmacniana przewaga konkurencyjna oraz potencjał Europy Środkowo-Wschodniej w porównaniu z innymi regionami Europy i świata sprawiają, że stała się ona i wciąż jest atrakcyjnym regionem dla zagranicznych inwestorów, w tym także inwestorów private equity.

## 4.1 Polska – główny rynek regionu CEE

**Polska odgrywa wiodącą rolę w Europie Środkowo-Wschodniej. Jest największym i najludniejszym krajem w tym regionie. Także pod względem gospodarczym Polska jest niekwestionowanym liderem wśród państw CEE.**

W 2013 r. udział Polski w PKB wszystkich krajów CEE wyniósł 35%, przy 32-procentowym udziale w całkowitej liczbie ludności regionu. Wielkość rynku jest jednym z czynników, które sprawiają, że Polska stała się krajem pierwszego wyboru dla funduszy PE zainteresowanych inwestycjami w Europie Środkowo-Wschodniej. W 2012 r. na Polskę przypadło 46% wszystkich inwestycji PE w regionie CEE.

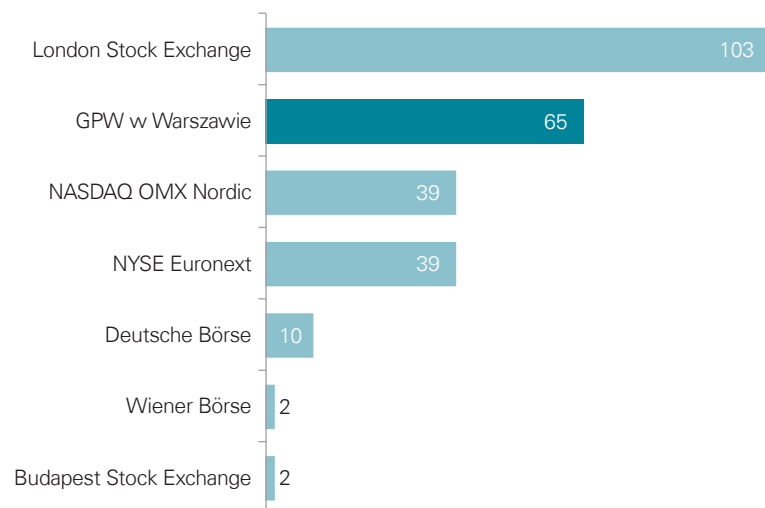
Będąc największą gospodarką Europy Środkowo-Wschodniej, Polska jest jednocześnie jej centrum finansowym. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) regularnie plasuje się w czołówce rankingu europejskich parkietów pod względem liczby debiutów giełdowych.



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych EVCA i Eurostatu

Innym atutem jest dobrze rozwinięty, nowoczesny i konkurencyjny sektor bankowy, który swojej strategii wyjścia z kryzysu finansowego nie opierał na pomocy rządowej. Zdrowe bilanse pozwalają bankom na aktywne rozwijanie akcji kredytowej. Potwierdzają to wyniki badania ankietowego przeprowadzonego wśród funduszy PE obecnych na polskim rynku. Znakomita większość funduszy nie ma żadnych problemów z pozyskiwaniem finansowania dłużnego dla realizacji inwestycji. Wyniki badania pokazują także, że na polskim rynku fuzji i przejęć istnieją rozwinięte ramy instytucjonalne dla działania inwestorów finansowych w postaci doradców finansowych, prawnych i podatkowych, jak i operacyjnych czy strategicznych.

### Liczba debiutów w 2013 r. na wybranych giełdach europejskich



Dane obejmują zarówno rynki regulowane, jak i rynki w formule alternatywnego systemu obrotu  
 Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych udostępnianych przez giełdy

### Zmiana PKB r/r w Polsce i w strefie euro (%)



(p): prognoza Komisji Europejskiej

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych Eurostatu i Komisji Europejskiej

Polska może się również pochwalić szybkim wzrostem gospodarczym, który zawdzięcza odważnym reformom rynkowym przeprowadzonym po upadku systemu komunistycznego w 1989 r.

Szeroko zakrojona prywatyzacja, liberalizacja rynku i otwarcie na zewnętrzny kapitał pozwoliły znacznie skrócić dystans dzielący Polskę od bardziej rozwiniętych krajów Europy Zachodniej. Polska uznawana jest za przykład udanej transformacji ustrojowo-gospodarczej i obecnie pod wieloma względami uchodzi za „wzorowego ucznia” wśród państw UE.

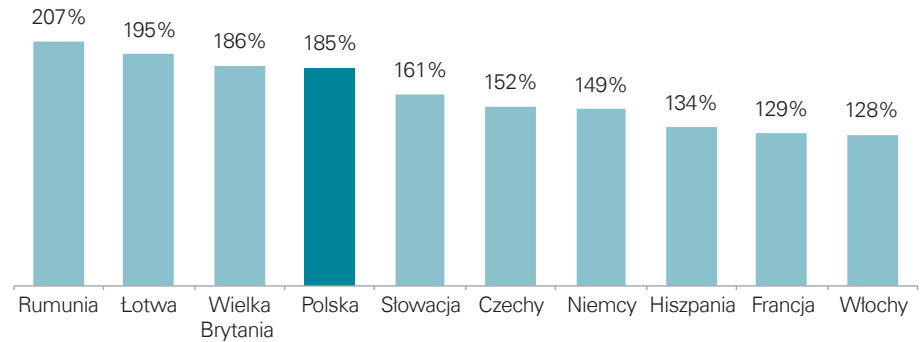
Skutki spowolnienia gospodarczego ostatnich lat dotknęły całą Europę, a w szczególności kraje tzw. starej UE. W odróżnieniu od innych państw europejskich Polska wyszła z tej trudnej sytuacji gospodarczej obronną ręką. Jest jedynym członkiem UE, który w latach 2008-2013 co roku wykazywał wzrost PKB. W 2009 r., kiedy we wszystkich pozostałych krajach UE doszło do załamania koniunktury i znacznego spadku PKB, polska gospodarka wypracowała wzrost na poziomie 1,6%. Według prognoz Komisji Europejskiej w 2014 r. wzrost gospodarczy w Polsce przekroczy 3% r/r i będzie znacznie szybszy niż w strefie euro. Co więcej, Polska jest jednym z nielicznych krajów na świecie, w którym od 1992 co roku odnotowywano realny wzrost PKB.



Dynamiczny rozwój Polska zawdzięcza także swojej sile roboczej. Jest ona z jednej strony dobrze wykształcona, a z drugiej – relatywnie tania. Według danych Eurostatu wskaźnik produktywności pracy w stosunku do średnich wynagrodzeń (*wage-adjusted labour productivity*) wynosi w Polsce 185%, co oznacza, że jest na podobnym poziomie jak w Wielkiej Brytanii, a znacznie wyższy niż w krajach takich jak Niemcy, Francja czy Włochy. Polska wyprzedza pod tym względem także większość państw CEE. Korzystny stosunek między kompetencjami polskich pracowników a poziomem płac zachęca wiele międzynarodowych firm do otwierania w Polsce swoich zakładów produkcyjnych, centrów usług wspólnych, i co najważniejsze, centrów B+R.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne tworzą nowe miejsca pracy i kształcą wysoko wykwalifikowanych specjalistów. Ten i inne kanały transferu technologii i know-how przyczyniają się do wzrostu innowacyjności i konkurencyjności polskiej gospodarki. Doświadczenie zdobyte w międzynarodowych korporacjach, firmach prywatnych i za granicą niejednokrotnie wykorzystywane jest przez menedżerów do zakładania i prowadzenia własnych firm. W Polsce istnieje duża grupa menedżerów gotowych do podjęcia aktywnej współpracy z funduszami PE, w szczególności w zakresie transakcji typu *management buy-out* lub *management buy-in*.

#### Produktywność pracy w stosunku do średnich kosztów wynagrodzenia (*wage-adjusted labour productivity – WALP*) w Polsce i wybranych krajach UE, 2012 r.

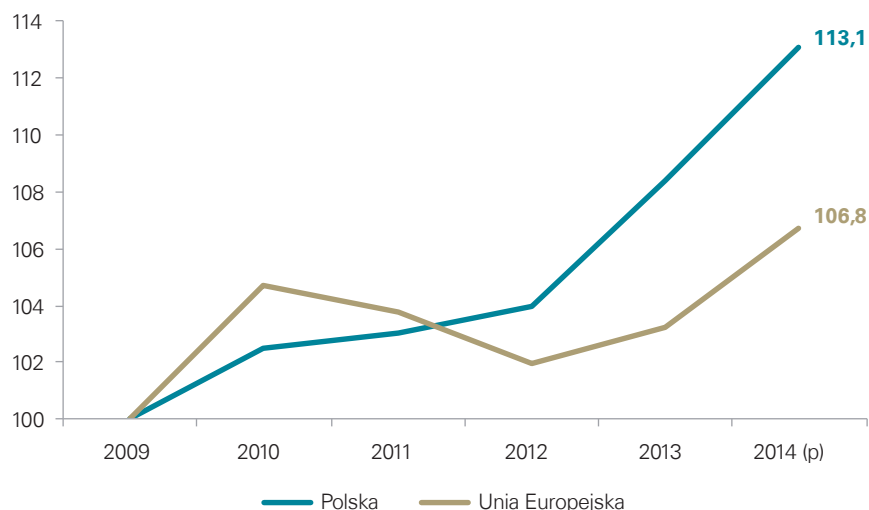


$$WALP = \frac{\text{produktywność pracy}}{\text{średnie koszty wynagrodzenia}}$$

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych Eurostatu



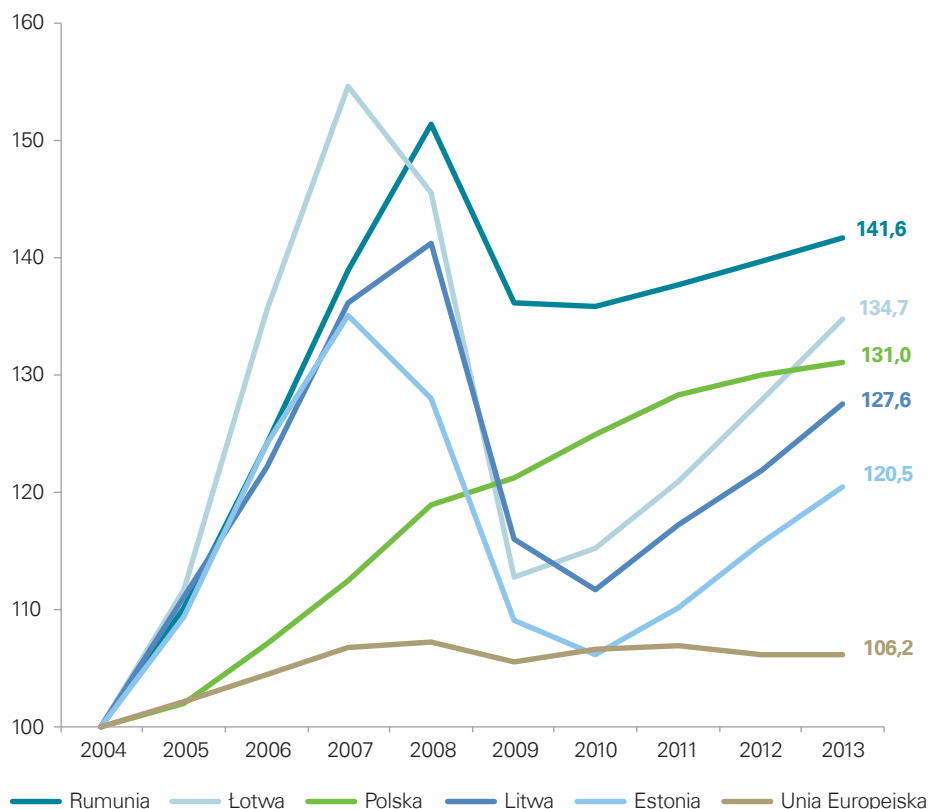
### Wzrost liczby małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) w Polsce i w UE (100=2009)



(p): prognoza

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie raportu Komisji Europejskiej „SME Performance Review 2013”

### Zmiana konsumpcji gospodarstw domowych w UE, Polsce i wybranych krajach CEE (100=2004)



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych Eurostatu

Sprzyja temu zakorzeniona w polskim społeczeństwie przedsiębiorczość. Jak wynika z publikowanego corocznie raportu Komisji Europejskiej nt. rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), w niemal wszystkich kategoriach mierzących stopień przedsiębiorczości ludności (m.in. odsetek samozatrudnionych, odsetek osób zakładających lub zamierzających założyć własną firmę) Polska przekracza średnią unijną. W ostatnich latach wzrost liczby firm z sektora MŚP był w Polsce znacznie szybszy niż w większości krajów UE. Wskutek tego zwłaszcza wśród średnich przedsiębiorstw jest duża liczba atrakcyjnych celów dla funduszy PE.

Do rozwoju przedsiębiorstw w Polsce przyczynia się także eksport, którego wartość od chwili przystąpienia Polski do Unii Europejskiej do dziś zwiększyła się 2,5-krotnie. Istotną rolę odgrywa również chłonny i stale rozwijający się rynek wewnętrzny. Polska należy do krajów, które w latach 2004-2013 odnotowały najszybszy wzrost konsumpcji w całej UE. W 2013 r. konsumpcja gospodarstw domowych w całej UE była jedynie o 6,2% większa niż w 2009 r. Tymczasem w Polsce wzrost wyniósł 31%. Wśród wszystkich państw UE Polskę wyprzedziły jedynie Rumunia (+41,6%) i Łotwa (+34,7%). Co istotne, w przeciwieństwie do wielu innych krajów CEE tempo wzrostu konsumpcji w Polsce jest od wielu lat stabilne. Przykładowo przed kryzysem kraje bałtyckie odnotowywały znacznie szybszy wzrost konsumpcji gospodarstw domowych niż Polska. Jednak po 2008 r. na Litwie, Łotwie i w Estonii doszło do gwałtownego załamania konsumpcji, podczas gdy w Polsce kryzys nie miał na nią większego wpływu.

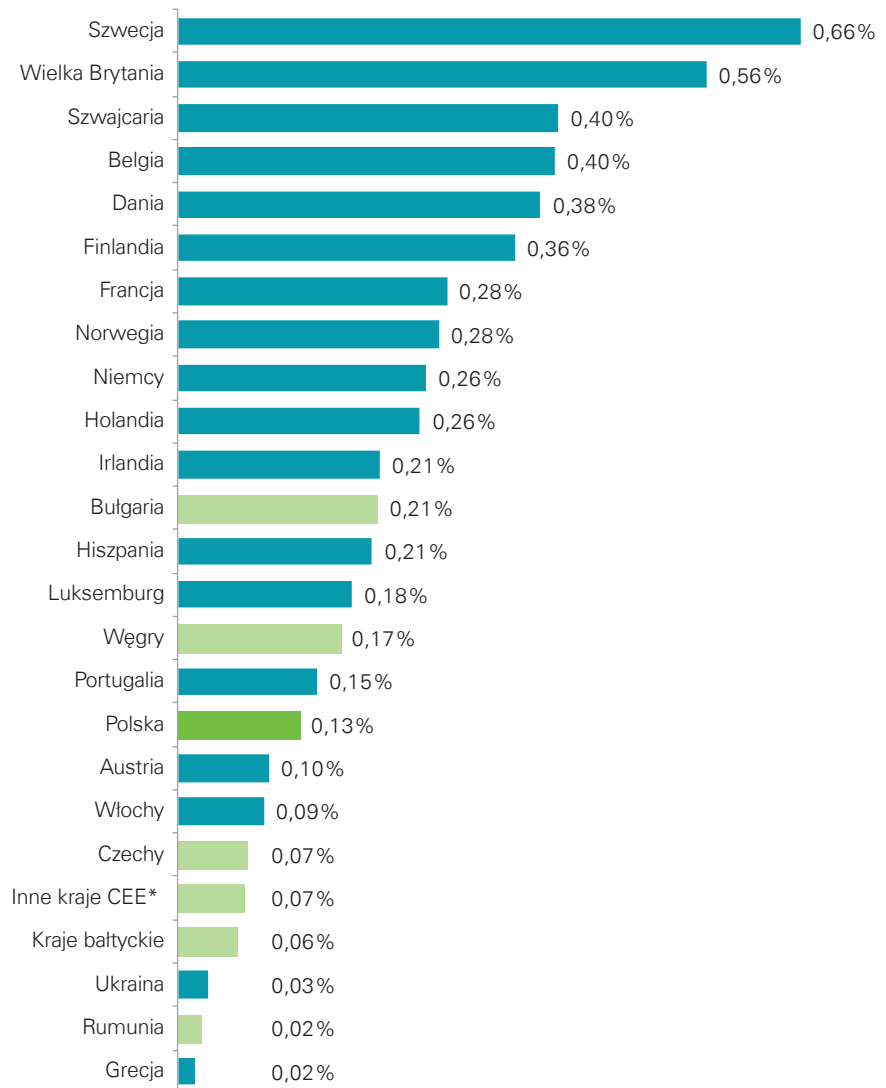
## 4.2 Aktywność funduszy private equity w CEE i w Polsce

**Wartość inwestycji private equity w stosunku do PKB wciąż jest znacznie mniejsza w państwach CEE niż w Europie Zachodniej. Jednak wraz z dalszym wzrostem PKB per capita należy spodziewać się wzrostu inwestycji PE, w szczególności w Polsce.**

Początek historii funduszy PE w Polsce i w całym regionie CEE to 1990 r., kiedy to po upadku komunizmu kraje Europy Środkowo-Wschodniej rozpoczęły przebudowy swoich gospodarek według zasad rynkowych i otworzyły się na inwestycje zagraniczne. Kolejne dwie dekady dla wielu państw CEE stały się nie tylko okresem szybkiego wzrostu gospodarczego, ale także politycznej, prawnej i społecznej integracji z Unią Europejską. Dzięki temu obszar CEE stał się atrakcyjnym rynkiem dla inwestorów PE.

Należy jednak zaznaczyć, że zarówno w Polsce, jak i w całym regionie CEE rynek PE jest jeszcze we wczesnej fazie rozwoju. W 2012 r. wartość inwestycji PE w stosunku do PKB wyniosła 0,13%. W przypadku większości pozostałych krajów CEE odsetek ten był jeszcze mniejszy. Przykładowo w Czechach wyniósł on 0,07%, a w krajach bałtyckich – 0,06%. Wśród krajów CEE wyróżniają się Węgry i Bułgaria. W 2012 r. wartość inwestycji PE wyniosła w tych krajach odpowiednio 0,17% i 0,21% PKB, była więc na podobnym poziomie jak w Irlandii, Luksemburgu czy Hiszpanii. Jednak wszystkie kraje CEE pozostają daleko w tyle za państwami znajdującymi się w europejskiej czołówce pod względem poziomu inwestycji PE: Szwecji (0,66% PKB), Wielkiej Brytanii (0,56% PKB) oraz Szwajcarii i Belgii (0,40% PKB). To świadczy o dużym potencjale rozwoju drzemącym w państwach CEE.

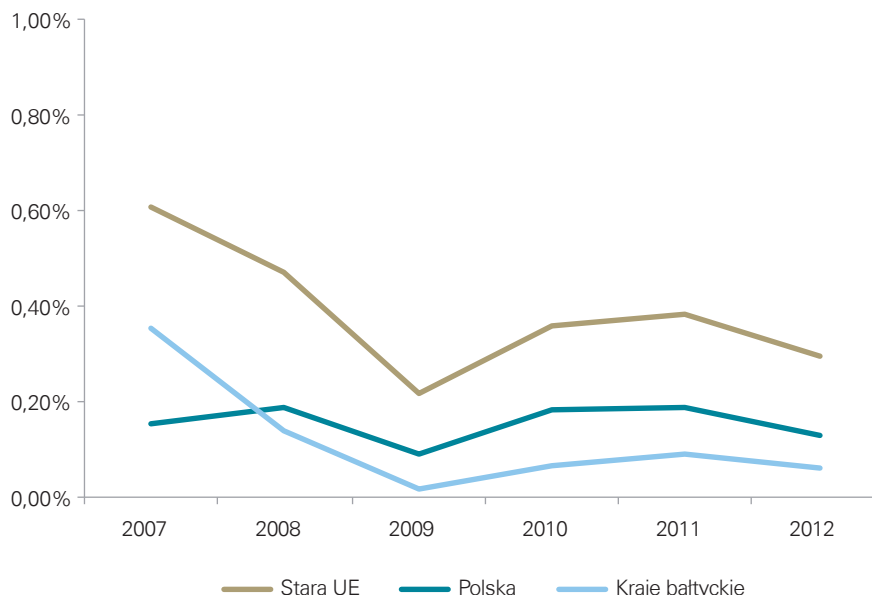
**Wartość inwestycji PE w stosunku do PKB, 2012 r.**



\* Słowacja i kraje byłej Jugosławii

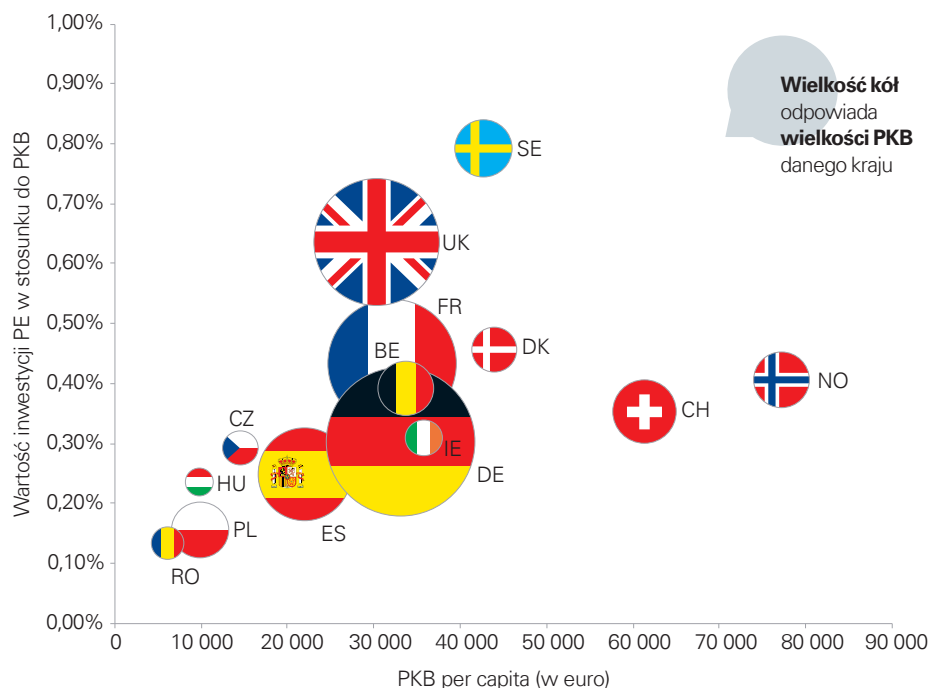
Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych EVCA i Eurostatu

### Wartość inwestycji PE w stosunku do PKB w Polsce, krajach bałtyckich i starej UE



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych EVCA i Eurostatu

### Wartość inwestycji PE w stosunku do PKB (średni procent dla lat 2007-2012) oraz PKB per capita w wybranych krajach europejskich



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie danych EVCA i Eurostatu

Poważny wpływ na poziom inwestycji PE miało spowolnienie gospodarcze, które po 2008 roku w mniejszym lub większym stopniu dotknęło także państwa CEE. Jednak Polska stosunkowo dobrze poradziła sobie ze spowolnieniem gospodarczym, co pokazuje porównanie z krajami bałtyckimi, które spośród państw CEE najbardziej odczuły jego skutki.

Przed kryzysem to właśnie kraje bałtyckie zajmowały najsilniejszą pozycję pod względem wartości inwestycji PE w stosunku do PKB. W 2007 r. kształtowała się ona na poziomie 0,35% PKB. Rozwój gospodarczy Litwy, Łotwy i Estonii opierał się w dużej mierze na inwestycjach zagranicznych, i to właśnie dlatego kraje bałtyckie ucierpiały najbardziej, kiedy w następstwie kryzysu doszło do odpływu kapitału na masową skalę. W 2009 r. poziom inwestycji PE zmniejszył się niemal do zera. Wzrost, który udało się osiągnąć w kolejnych latach, do dziś nie zamortyzował spadku, do którego doszło podczas kryzysu. W Polsce rozwój inwestycji PE był stosunkowo stabilny. Choć ich wartość zmniejszyła się w 2009 r., to już w następnym roku widoczne było silne odbicie. Udział inwestycji w PKB w latach 2010-2011 utrzymywał się na wysokim poziomie (0,18-0,19%), dopiero w 2012 r. odnotowano spadek do poziomu 0,13%. Co ciekawe, poziom inwestycji PE w Polsce był też znacznie bardziej stabilny niż w krajach starej UE, w których po 2008 r. doszło do poważnego spadku (z 0,47% PKB w 2008 r. do 0,22% PKB w 2009 r.).



Perspektywy rozwoju inwestycji PE w Polsce są bardzo dobre. Przykład wielu krajów bardziej rozwiniętych gospodarczo wskazuje na związek między poziomem PKB per capita a poziomem inwestycji PE. Wraz ze wzrostem PKB per capita wzrasta też wartość inwestycji w stosunku do PKB. Polski rynek wciąż jest rynkiem wschodzącym, nadrabiając dystans dzielący go od krajów Europy Zachodniej. Choć Polska i pozostałe kraje CEE stoją jeszcze na początku drogi, w przyszłości należy się spodziewać stałego wzrostu inwestycji PE w tym regionie. Polska ma potencjał, aby pod względem poziomu inwestycji PE zbliżyć się do takich krajów jak Hiszpania, Niemcy czy Francja.

## Polska – kraj pierwszego wyboru dla inwestorów PE w regionie CEE

Przedstawione dane nt. sytuacji makroekonomicznej Polski i aktywności funduszy PE pokazują, że pod wieloma względami **Polska jest krajem, który stwarza idealne warunki dla inwestorów PE, oferując:**

- **dostęp do chłonnego rynku, który odpowiada za ponad jedną trzecią całego rynku CEE;**
- **jedną z najszybciej rosnących gospodarek w UE, przyciągającą inwestorów i strategicznych graczy z całego świata;**
- **najlepiej rozwinięty rynek kapitałowy w Europie Środkowo-Wschodniej, ułatwiający wyjście z inwestycji poprzez IPO;**
- **stabilny, nowoczesny i konkurencyjny sektor bankowy, umożliwiający łatwe pozyskanie finansowania dłużnego dla realizacji transakcji;**
- **szybko, a zarazem stabilnie rosnącą konsumpcję, dającą wielu branżom perspektywę dynamicznego rozwoju;**
- **zakorzenioną w kulturze przedsiębiorczość i dużą liczbę menedżerów z międzynarodowym doświadczeniem, gotowych do podjęcia aktywnej współpracy z funduszami PE;**
- **pełną integrację z UE pod względem prawnoustrojowym, gwarantującą inwestorom PE bezpieczne warunki działania (procedury i regulacje odpowiadające międzynarodowym standardom, system zapewniający ochronę praw inwestorów).**

**Polski rynek PE posiada jeszcze ogromny potencjał rozwoju.** Obecny poziom inwestycji PE (0,13% w stosunku do wartości PKB) nie odpowiada licznym możliwościom, które polski rynek daje funduszom. W branżach takich jak produkcja przemysłowa, technologie i nowe media, handel detaliczny czy w sektorze medycznym **działa wiele innowacyjnych, profesjonalnie zarządzanych i dynamicznie rozwijających się firm, które szukają doświadczonych partnerów biznesowych i kapitału** dla zapewnienia dalszego wzrostu. Polski rynek posiada wiele atutów, które w najbliższej przyszłości będą przyciągać więcej inwestorów z całego świata, ale także z regionu CEE i Polski, co pozytywnie wpłynie na poziom inwestycji PE.



## 5

# Analiza spółek portfelowych

## 5.1 Metodyka badania

**Analiza spółek portfelowych funduszy obejmuje analizę transakcji i rentowności. Badanie dotyczy 177 podmiotów, które znalazły się w portfolio 28 funduszy na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat.**

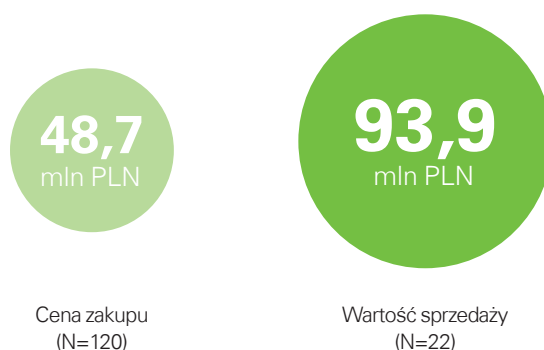
Dane pochodzą z publicznie dostępnych źródeł oraz zostały w dużej części potwierdzone przez większość funduszy PE. Pierwsza część analizy w zagregowany sposób prezentuje najważniejsze informacje dotyczące samych transakcji zawieranych na rynku, opiera się na danych dotyczących 177 inwestycji rozpoczętych w latach 2004-2013. Druga część opiera się na badaniu danych finansowych 146 spółek portfelowych – liczba ta jest mniejsza ze względu na ograniczoną dostępność danych.

## 5.2 Analiza transakcji

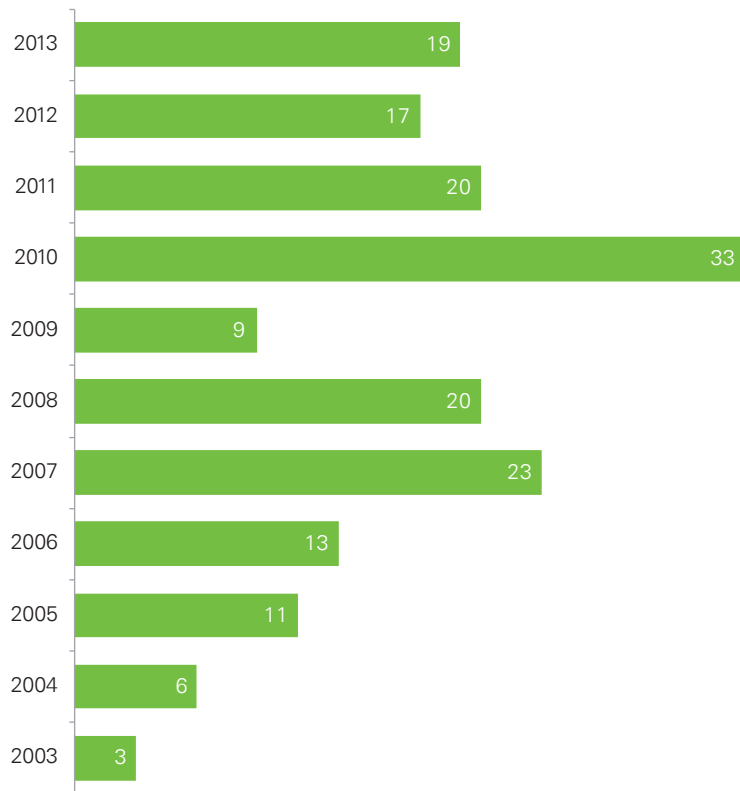
**Najpopularniejszymi branżami dla inwestorów PE w latach 2004-2013 były sektory: produkcja przemysłowa, technologie informacyjne, media i komunikacja, sektor medyczny oraz handel detaliczny.**

Przez ostatnie dziesięć lat na rynku PE w Polsce miało miejsce wiele transakcji. Od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej aktywność funduszy stopniowo rosła. W trakcie badanego okresu najwięcej transakcji, zarówno zakupu, jak i sprzedaży, miało miejsce w 2010 r. Mediana wartości transakcji zakupu wynosiła wtedy 62,7 mln złotych i była wyższa od mediany na przestrzeni całego badanego okresu, która kształtowała się na poziomie 48,7 mln złotych. Mediana wartości sprzedaży w badanym okresie wyniosła 93,9 mln złotych.

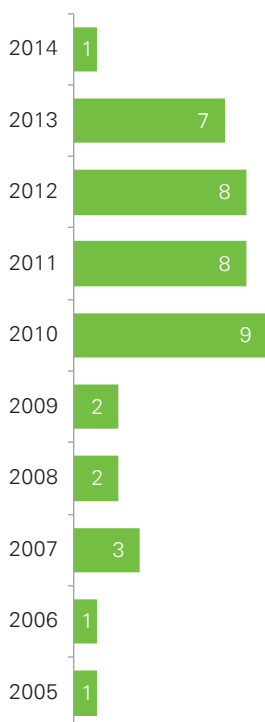
### Mediana wielkości transakcji



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

**Liczba transakcji zakupu w poszczególnych latach**

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

**Liczba transakcji sprzedaży w poszczególnych latach**

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

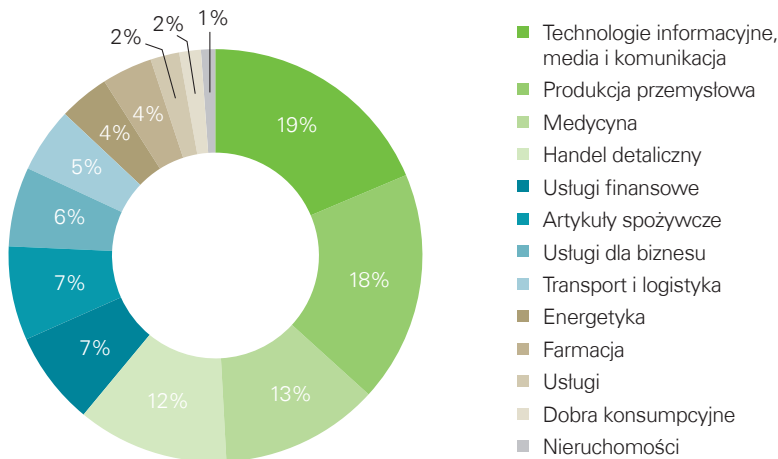
Spośród 177 analizowanych inwestycji portfelowych 43 zostały zrealizowane. Fundusze najczęściej wychodziły z inwestycji w latach 2010-2012. Mediana zwrotu ze zrealizowanych inwestycji (*cash-on-cash*) wyniosła 2,78x. Ze względu na ograniczoną dostępność danych została obliczona na podstawie informacji odnoszących się do połowy zakończonych inwestycji. Większość zrealizowanych inwestycji dotyczyła sektora produkcji przemysłowej. Zwroty z inwestycji w tej branży były zbliżone do średniego zwrotu ze wszystkich zrealizowanych inwestycji.

W badanym okresie fundusze osiągały najwyższe zwroty z inwestycji (*cash-on-cash*) w sektorze usług finansowych. Te inwestycje cechowały się wyższą stopą zwrotu, jednak jednocześnie dłuższym czasem trwania, który wynosił średnio 7 lat. Średni czas posiadania spółki w portfolio w odniesieniu do wszystkich zakończonych inwestycji wynosił niespełna 4 lata.

Najpopularniejszymi branżami dla inwestorów PE w latach 2004-2013 były produkcja przemysłowa oraz technologie informacyjne, media i komunikacja. Te branże stanowią 37% wszystkich inwestycji. Dużą aktywnością funduszy PE charakteryzowały się również sektor medyczny (13%) i handel detaliczny (12%). Wskazane branże skupiają ponad połowę (62%) wszystkich inwestycji PE.

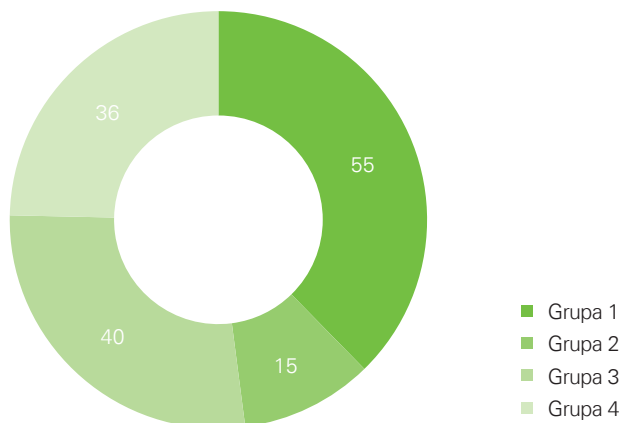


### Inwestycje w latach 2004-2013 w podziale na branże



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

### Liczba spółek według grup



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

## 5.3 Analiza rentowności

**Spółki, w które zainwestowały fundusze PE w latach 2004-2013, osiągały średnio znacznie lepsze wyniki niż największe polskie spółki według Listy 2000, publikowanej przez dziennik „Rzeczpospolita”.**

Analizie rentowności zostało poddanych 146 spółek z portfolio 28 funduszy. Badanie rentowności opiera się na analizie skumulowanego średniorocznego wzrostu (CAGR) przychodów i EBITDA. Ze względu na zakres dostępności danych i różnice w wynikach finansowych spółek ich analiza została podzielona na cztery grupy.

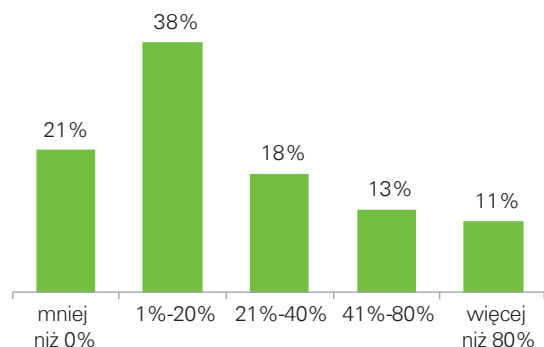
**Do grupy pierwszej** zostały zaliczone spółki, w których wskaźnik EBITDA na początku inwestycji był na dodatnim poziomie i osiągnął jeszcze wyższy poziom w kolejnych latach.

**Grupa druga** to spółki, których ostatnia dostępna wartość EBITDA jest na dodatnim poziomie, jednak inwestycja rozpoczynała się od ujemnych wyników finansowych.

**Grupa trzecia** to spółki, w przypadku których wartość EBITDA zmalała na przestrzeni badanego okresu. Na dane finansowe tych spółek często miały wpływ zdarzenia jednorazowe. Należy też zaznaczyć, że w wielu przypadkach inwestycje te nie zostały jeszcze zakończone, a spadek EBITDA może być wynikiem trwających działań restrukturyzacyjnych.

**Do grupy czwartej** zostało zakwalifikowanych 36 inwestycji z lat 2012-2013, które są zbyt krótko w posiadaniu funduszy, aby analizować ich efektywność.

### Średnioroczny wzrost przychodów



**14%**

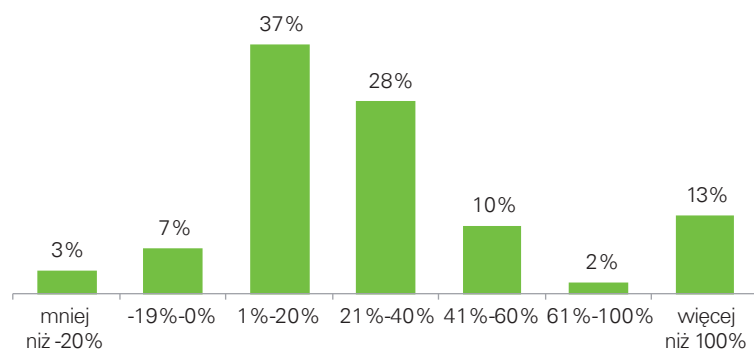
Mediana średniorocznych wzrostów przychodów spółek portfelowych w czasie inwestycji

**11%**

Mediana średniorocznych wzrostów przychodów spółek z listy Rz2000 (2004-2012)

Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

### Średnioroczny wzrost przychodów, grupa 1



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

### Analiza zbiorcza

Mediana średniorocznych wzrostów przychodów spółek portfelowych w czasie inwestycji wyniosła 14%. Jest to lepszy wynik niż ten osiągnięty przez największe polskie spółki znajdujące się na Liście 2000 publikowanej przez dziennik „Rzeczpospolita”. W latach 2004-2012 mediana średniorocznych wzrostów przychodów tych spółek wyniosła 11%.

Spośród analizowanych spółek portfelowych prawie 40% należy do grupy, w której CAGR przychodów mieści się pomiędzy 1 a 20%, zaś ponad 40% spółek odnotowało jeszcze większy skumulowany średnioroczny wzrost przychodów. Nieco ponad 10% spółek odnotowało CAGR przychodów większy niż 80%.

Większość spółek, w które zdecydowały się zainwestować fundusze PE, charakteryzują się bardzo dobrymi wynikami finansowymi i dynamicznym rozwojem na przestrzeni ostatnich lat, a zakończone inwestycje – wysokimi średnimi zwrotami z inwestycji. Średni poziom marży EBITDA analizowanych spółek w latach 2007-2012 kształtował się na zbliżonym poziomie do marży EBITDA przedsiębiorstw z Listy 2000 (6-10%).

## Grupa 1

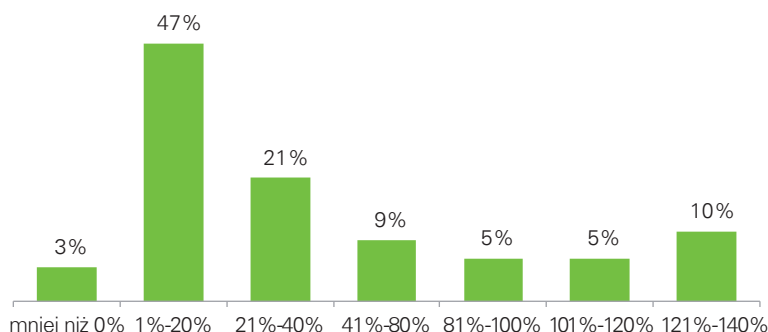
W grupie pierwszej, czyli grupie z najkorzystniejszymi wynikami finansowymi, znajduje się aż 55 spółek portfelowych. Inwestycje te charakteryzowały się dodatnim wskaźnikiem EBITDA w analizowanym okresie. W grupie 1 mediana średniorocznych wzrostów EBITDA wyniosła 21%.

Spółród spółek z grupy 1 prawie połowa (47%) odnotowała poziom CAGR EBITDA w zakresie 1-20%, a równo 50% – sięgający ponad 20%. W grupie pierwszej zauważalne są również wysokie średnioroczne wzrosty przychodów. Aż 53% spółek osiągnęło CAGR przychodów wynoszący ponad 20%.

Spółki z tej grupy odnotowały również wysokie bezwzględne wzrosty przychodów i wskaźnika EBITDA. W przypadku jednej czwartej spółek wartość przychodów wzrosła ponad trzykrotnie w porównaniu z wartością przychodów w roku zakupu spółki przez fundusz PE. Dla 31% spółek wskaźnik EBITDA wzrósł równie wysoko.

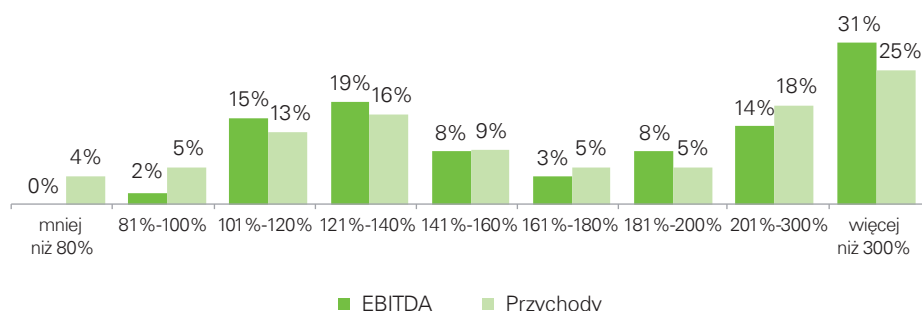
Większość spółek z tej grupy działa w sektorze produkcji przemysłowej. Kolejne branże, które stanowią znaczący segment przedsiębiorstw z pierwszej grupy, to technologie informacyjne, media i komunikacja, sektor medyczny, handel detaliczny i usługi finansowe.

## Średnioroczny wzrost EBITDA, grupa 1



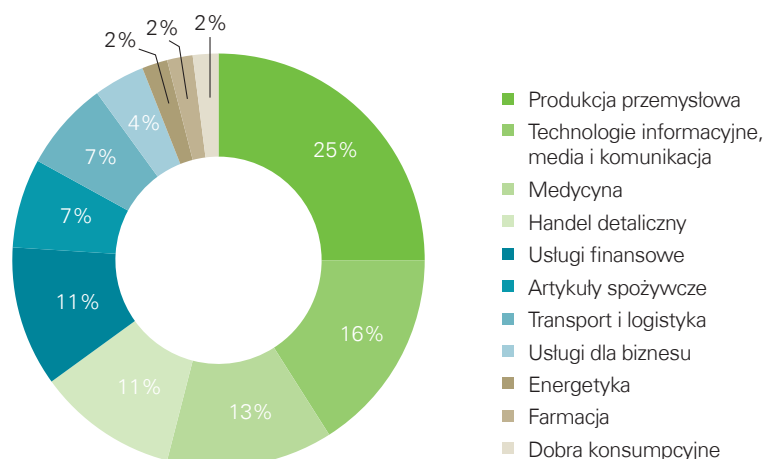
Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

## Bezwzględny wzrost przychodów i EBITDA, grupa 1



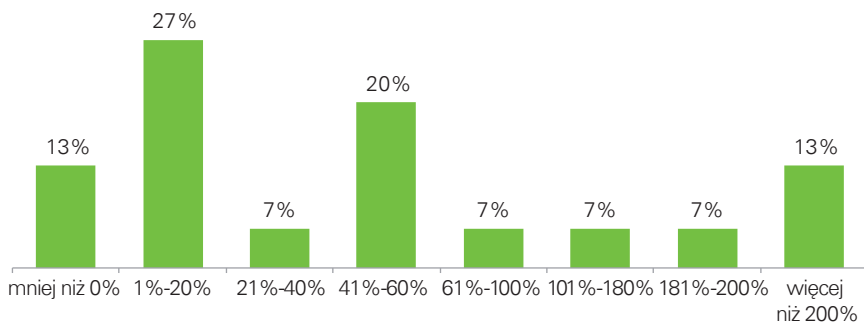
Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

## Udział procentowy branż, grupa 1



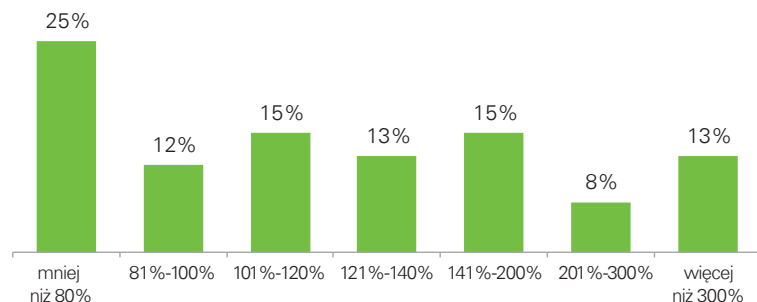
Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

### Średnioroczny wzrost przychodów, grupa 2



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

### Bezwzględny wzrost przychodów, grupa 3



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

### Grupa 2

W grupie drugiej, czyli zbiorze spółek z ujemnym poziomem wskaźnika EBITDA na początku inwestycji oraz odnotowanym późniejszym znaczącym wzrostem, znajduje się 15 spółek. W badanym okresie wszystkie firmy z tej grupy zdołały poprawić marżę EBITDA. W 13 na 15 przypadków osiągnęła ona poziom dodatni, natomiast dwie spółki, które pozostały na minusie, to inwestycje znajdujące się nadal w portfelach funduszy z prognozowanym korzystnym rozwojem. Spółki z grupy drugiej odnotowały na ogół szybki wzrost przychodów. Dla większości spółek (54%) CAGR przychodów w badanym okresie wyniósł ponad 40%. Wysokie wzrosty przychodów w tej grupie są związane ze stosunkowo niewielkim rozmiarem analizowanych podmiotów.

### Grupa 3

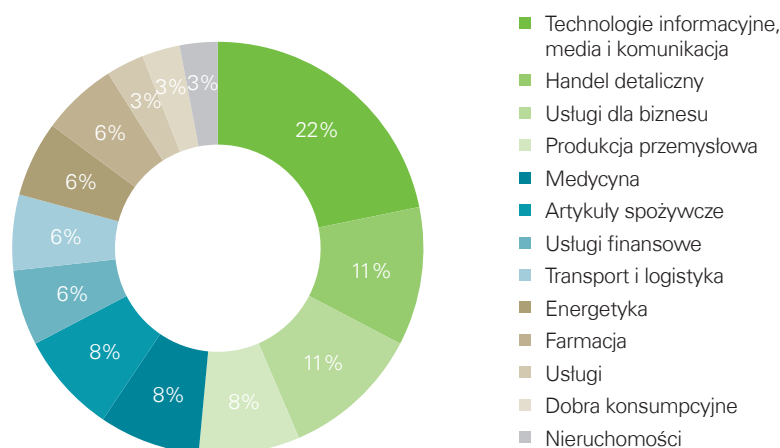
Do 3 grupy zostały zaklasyfikowane spółki portfelowe, w których poziom EBITDA na początku inwestycji był wyższy od ostatniego dostępnego. Prawie połowa spółek jest dopiero w początkowej fazie inwestycji (od roku do 3 lat w posiadaniu funduszu), a malejąca wartość EBITDA może być wynikiem trwających działań restrukturyzacyjnych. W tej grupie znalazły się też firmy, na których dane finansowe miały wpływ zdarzenia jednorazowe. Grupa 3 obejmuje w sumie 40 spółek, pochodzą one głównie z branży produkcji przemysłowej (25%), handlu detalicznego (18%) oraz sektora medycznego (13%). Warto zauważyć, że wszystkie spółki zaklasyfikowane do tej grupy pomimo spadku poziomu EBITDA wypracowały bezwzględny wzrost przychodów na przestrzeni badanego okresu. W przypadku 64% spółek z tej grupy bezwzględne przychody wzrosły o ponad 100%.



## Grupa 4

Grupa czwarta obejmuje 36 spółek, które zostały zakupione w latach 2012-2013. Średnia marża EBITDA w tej grupie kształtuje się na poziomie 9%. Inwestycje te są jednak zbyt krótko w posiadaniu funduszy, aby analizować ich efektywność. Mimo to można zaobserwować, że w transakcjach z ostatnich lat dominuje sektor technologie informacyjne, media i komunikacja. We wskazanym okresie prawie jedna czwarta wszystkich inwestycji PE miała miejsce w tej branży.

## Udział procentowy branż, grupa 4



Źródło: Opracowanie KPMG w Polsce na podstawie analizy spółek portfelowych

## Fundusze PE odnoszą sukcesy inwestycyjne w Polsce

Z przeprowadzonej analizy spółek portfelowych wynika, że spółki, w które zdecydowały się zainwestować fundusze PE, **charakteryzują się bardzo dobrymi wynikami finansowymi i dynamicznym rozwojem:**

- **mediana zwrotów cash-on-cash ze wszystkich zrealizowanych inwestycji wyniosła aż 2,78x\*;**
- **mediana średniorocznych wzrostów przychodów spółek portfelowych w czasie inwestycji wyniosła 14%. Tym samym osiągnęły one lepszy wynik niż największe polskie spółki, znajdujące się na Liście 2000 publikowanej przez dziennik „Rzeczpospolita”; w latach 2004-2012 mediana średniorocznych wzrostów przychodów tych spółek wyniosła 11%;**
- **blisko 40% spółek znalazło się w grupie z najkorzystniejszymi wynikami finansowymi; w tej grupie mediana średniorocznych wzrostów EBITDA wyniosła 21%.**

Nie we wszystkich badanych spółkach udało się poprawić wyniki finansowe. W przypadku 27% wartość EBITDA spadła w trakcie inwestycji. Należy jednak zaznaczyć, że w wielu sytuacjach spółki te są dopiero w początkowej fazie inwestycji (od roku do 3 lat w posiadaniu funduszu). Działania funduszy w spółkach portfelowych wymagają czasu, a malejący poziom EBITDA może być wynikiem trwających działań restrukturyzacyjnych. Warto też zauważyć, że wszystkie spółki w tej grupie wypracowały **bezwzględny wzrost przychodów na przestrzeni badanego okresu**. W przypadku 64% spółek z tej grupy bezwzględne przychody wzrosły o **ponad 100%**.

\*Wynik odnosi się do zakończonych inwestycji w badanym okresie, dla których dostępne były dane.



## 6

# Badanie funduszy PE działających w Polsce

## 6.1 Charakterystyka badanych funduszy PE

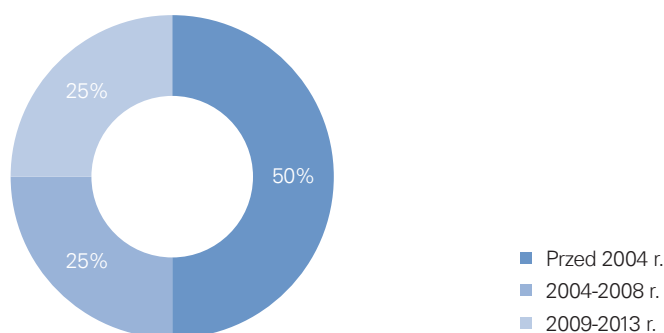
**Większość spośród 21 funduszy PE, które wzięły udział w badaniu, posiada duże doświadczenie na polskim rynku. Połowa z nich rozpoczęła na nim działalność jeszcze przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej w 2004 r.**

Kilka spośród funduszy zdecydowało się rozpocząć inwestycje w Polsce już w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych, mimo że pod względem prawnym, gospodarczym i społecznym ówczesna sytuacja była daleka od dzisiejszego poziomu stabilizacji.

Blisko połowa ankietowanych od początku swojej działalności w Polsce zrealizowała do 5 inwestycji, a jedynie 18% zainwestowało w więcej niż 30 spółek.

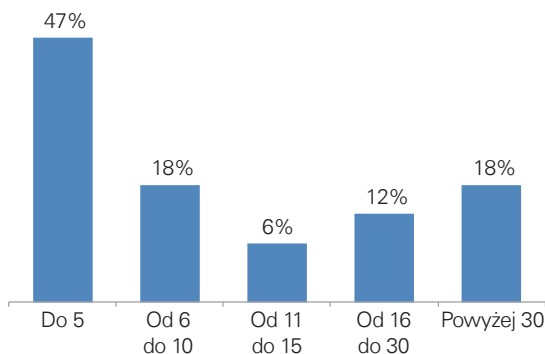
W badaniu wzięły udział fundusze PE różnej wielkości i o różnym potencjale inwestycyjnym – zarówno podmioty mające lokalny zasięg, jak i więksi, międzynarodowi gracze. Najliczniejszą grupę (44%) stanowią fundusze, których łączna wartość zgromadzonych środków od początku działalności w Polsce nie przekroczyła 250 mln euro. Znacznie mniejszy jest udział funduszy, które zgromadziły od 250 do 1 000 mln euro (22%). Jedną trzecią badanych podmiotów stanowią więksi gracze. W ich przypadku wartość zgromadzonych środków sięga od jednego do kilku miliardów euro. Najczęściej są to podmioty, które realizują inwestycje w Polsce z funduszu o zasięgu ponadregionalnym.

### Data rozpoczęcia działalności w Polsce



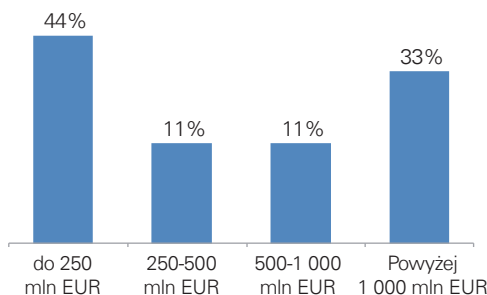
Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Liczba inwestycji w spółki dokonanych przez badane fundusze od początku ich działalności w Polsce



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Wartość środków zgromadzonych przez badane fundusze od początku ich działalności w Polsce



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Liczebność zespołów inwestycyjnych badanych funduszy w Polsce



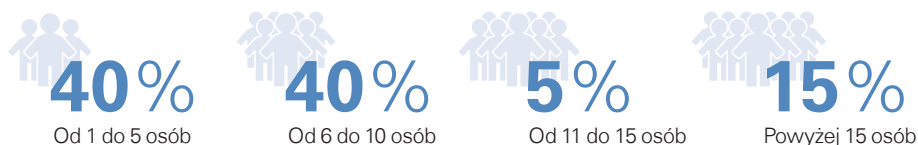
Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

W przypadku 65% badanych podmiotów inwestycje w Polsce realizowane są z funduszu dedykowanego Polsce lub regionowi CEE. Dla respondentów ważna jest bezpośrednia obecność na polskim rynku. Wszystkie badane fundusze utrzymują lokalne zespoły ekspertów, które koordynują działalność inwestycyjną w Polsce i regionie CEE. W przypadku 80% badanych funduszy zespoły te liczą nie więcej niż dziesięć osób.

Największy odsetek funduszy deklaruje, że wartość aktualnie dostępnych środków na inwestycje w Polsce wynosi od 100 do 500 mln euro (37%). Nieco ponad 30% zadeklarowało posiadane środki przekraczające 500 mln euro lub brak jakichkolwiek ograniczeń w ich dostępności. Zbliżony odsetek funduszy zebrał na inwestycje w Polsce maksymalnie 100 mln euro. Przekłada się to na stosunkowo małą (w porównaniu z bardziej rozwiniętymi rynkami PE) wartość pojedynczych transakcji. Respondenci zostali zapytani o limity inwestycyjne aktualnego funduszu w Polsce. Średni dolny limit dla inwestycji w pojedyncze spółki portfelowe to 20 mln euro, natomiast przeciętny górny limit wynosi 85 mln euro (equity value). Niska wartość limitów może być częściowo związana ze strukturą rynku fuzji i przejęć w Polsce. Stosunkowo mała liczba dużych spółek zmusza duże fundusze PE do zmodyfikowania swojej strategii inwestycyjnej i skupieniu się na mniejszych transakcjach.

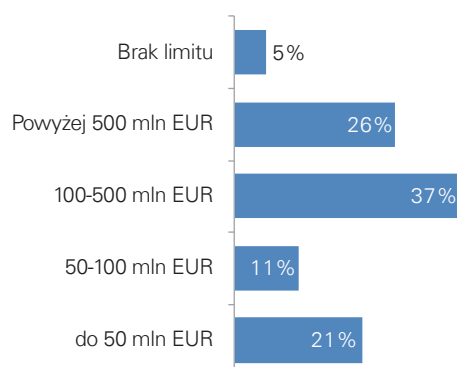


### Liczebność zespołów inwestycyjnych badanych funduszy w Polsce



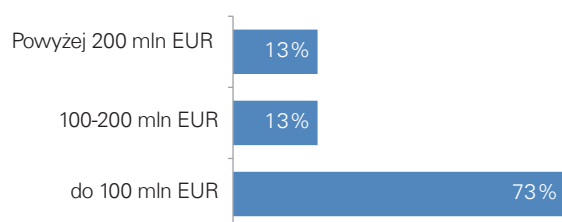
Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Wartość dostępnych środków na inwestycje w Polsce w aktualnym funduszu



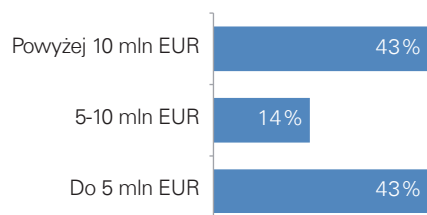
Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Górne limity inwestycyjne aktualnego funduszu w Polsce (equity value)



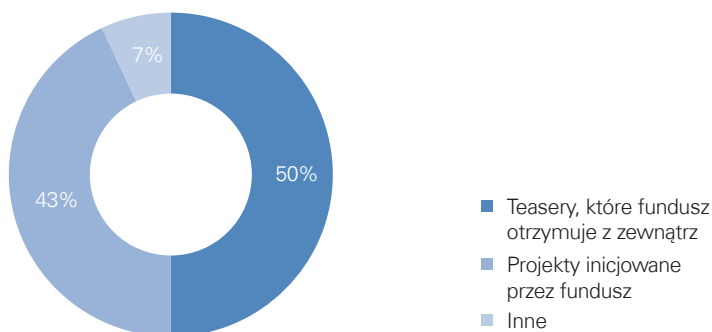
Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Dolne limity inwestycyjne aktualnego funduszu w Polsce (equity value)



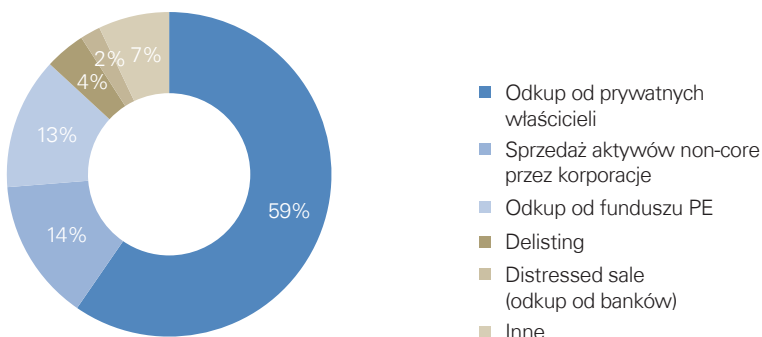
Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Źródła projektów analizowanych w 2013 r. (średni udział we wszystkich analizowanych projektach)



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Rodzaj projektów analizowanych (średni udział we wszystkich analizowanych projektach)



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

## 6.2 Rynek i dealflow w 2013 r.

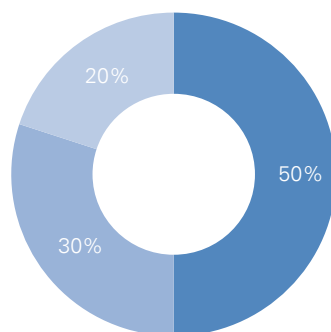
**Odpowiedzi badanych funduszy dotyczące kwestii związanych z dostępnością i pozyskiwaniem projektów inwestycyjnych (dealflow) rzucają światło na funkcjonowanie rynku PE w Polsce. Opinie respondentów pokazują, że Polska posiada wiele cech charakterystycznych dla młodych rynków PE.**

W 2013 r. ankietowani przeanalizowali średnio 41 projektów, które znalazły się przynajmniej na etapie pierwszej analizy przez komitet inwestycyjny. Badane fundusze są otwarte na inicjatywy ze strony firm poszukujących nowego źródła finansowania i strategicznego partnera. W 2013 r. średnio połowa analizowanych projektów w badanych funduszach wynikała z inicjatywy właścicieli spółek lub doradców. Jednak bardzo istotną rolę odgrywa także aktywne monitorowanie rynku oraz poszukiwanie atrakcyjnych celów przejęć przez zespoły inwestycyjne – odsetek projektów zainicjowanych przez same fundusze wyniósł średnio nieco ponad 40%. Fundusze podały, że inicjatywy takie wynikają m.in. z prywatnych kontaktów, rozmów z doradcami lub propozycji grup menedżerskich szukających finansowania dla inicjatyw typu *management buy-out* lub *management buy-in*.

Rynek PE w Polsce jest stosunkowo młody, stąd nadal większość transakcji polega na pierwotnym odkupie spółki od właścicieli. W 2013 r. transakcje tego typu stanowiły średnio 59% wszystkich projektów analizowanych przez fundusze. Prawdopodobne jest, że w miarę dojrzewania rynku PE w Polsce odsetek ten będzie się stopniowo zmniejszał, a zwiększy się udział transakcji odkupu udziałów od innych funduszy PE (secondary buy-out). W 2013 r. takie transakcje odpowiadały średnio za 13% analizowanych projektów. Rzadko celami przejęć były także aktywa (najczęściej) non-core sprzedawane przez większe grupy i korporacje (14%). Stosunkowo małą rolę odgrywały również transakcje typu delisting, polegające na inwestowaniu w spółki publiczne, a następnie wycofaniu ich z giełdy (4%), oraz odkupy od banków, które chciały pozbyć się swoich udziałów w podmiocie, którym zainteresowany był fundusz PE (2%).

Wyniki ankiety świadczą o profesjonalizacji polskiego rynku fuzji i przejęć i wykształceniu się instytucji i firm wspierających działania inwestorów finansowych. Zgodnie z deklaracjami funduszy sprzedający są często reprezentowani przez doradcę finansowego, a znaczny odsetek analizowanych projektów jest realizowany w formie procesów aukcyjnych. Połowa ankietowanych funduszy wskazała, że w 2013 r. udział konkurencyjnych procesów aukcyjnych w analizowanych projektach wyniósł ponad 50%, a blisko jedna trzecia respondentów podała, że udział procesów aukcyjnych wyniósł od 21-50%.

### Odsetek analizowanych projektów realizowanych w formie konkurencyjnego procesu aukcyjnego

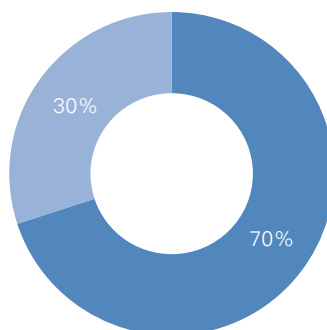


**W 2013 r. odsetek projektów realizowanych w formie konkurencyjnego procesu aukcyjnego wyniósł:**

- powyżej 50%
- od 21 do 50%
- do 20%

Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Odsetek analizowanych projektów, przy których sprzedający są reprezentowani przez doradcę finansowego



**W 2013 r. odsetek projektów z udziałem doradcy finansowego po stronie sprzedającego wyniósł:**

- powyżej 50%
- od 21 do 50%

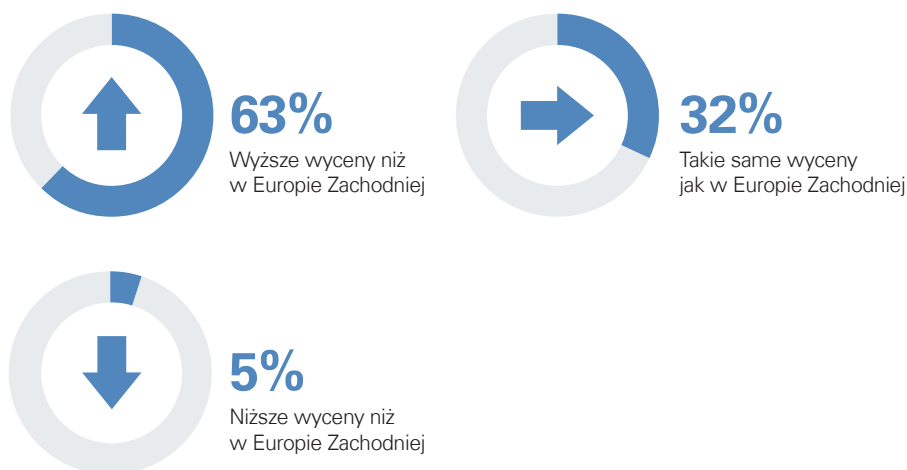
Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Dostępność finansowania w ocenie badanych funduszy



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Średni poziom wycen spółek w 2013 r. w Polsce w opinii badanych funduszy



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

## 6.3 Ocena polskiego rynku przez badane fundusze PE

**Badane fundusze pozytywnie oceniają warunki działania na polskim rynku PE. Większość nich nie ma problemu z pozyskiwaniem finansowania i w ostatnich latach osiągała wysokie zwroty z inwestycji.**

Aż 86% badanych jest zdania, że finansowanie dłużne jest łatwo dostępne i nie stanowi bariery w realizacji transakcji. Pozostała część respondentów uważa, że kapitał obcy jest na ogół trudny do zdobycia, ale mimo to atrakcyjne projekty mają dużą szansę na uzyskanie odpowiedniego poziomu finansowania. Żaden z respondentów nie wskazał, że odczuwa istotną barierę w postaci braku finansowania na transakcje M&A.

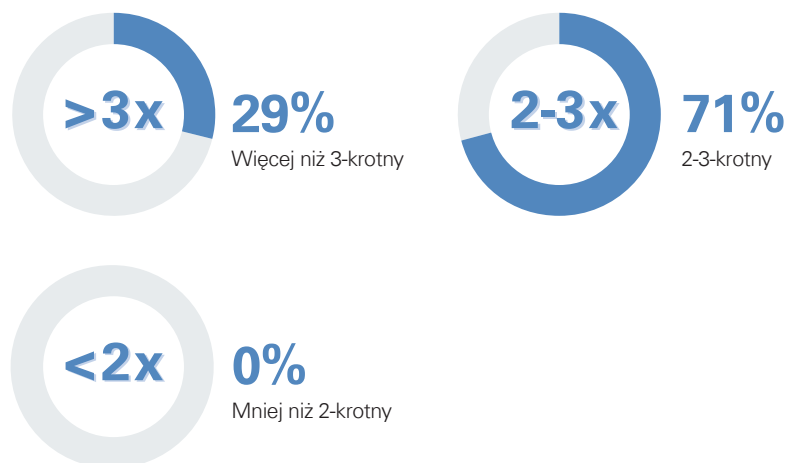
Z przeprowadzonego badania wynika, że w 2013 r. średni poziom wycen spółek był w Polsce wyższy niż w krajach Europy Zachodniej. Należy jednak zaznaczyć, że część respondentów zwróciło uwagę na to, że wyższe (relatywnie) niż w Europie Zachodniej są także potencjalne zwroty inwestycyjne.

Nieco ponad 70% badanych funduszy zadeklarowało, że średni zwrot cash-on-cash z inwestycji realizowanych w latach 2004-2013 w Polsce lub regionie CEE był dwu- lub trzykrotny. Żaden fundusz nie zadeklarował niższego zwrotu. Blisko 30% funduszy podało, że średni zwrot z inwestycji w tych latach był nawet wyższy niż trzykrotny.

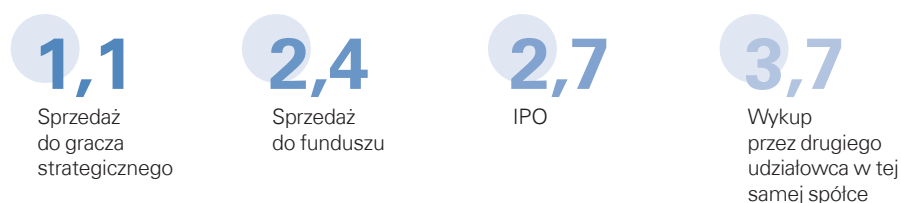
Wyniki badania sugerują, że w Polsce nie brakuje dróg wyjścia z inwestycji PE. Respondenci zadeklarowali, że w aktualnych warunkach rynkowych w Polsce sprzedaż do gracza strategicznego jest najbardziej prawdopodobną ścieżką wyjścia. Polski rynek jest jednak ciągle na tyle mały, że strategicznych inwestorów należy szukać poza nim. Prawdopodobnym kupującym jest najczęściej podmiot europejski spoza regionu CEE – stwierdziło tak blisko 85% respondentów. Marginalną rolę odgrywają podmioty polskie, ale także inwestorzy z regionu CEE czy gracze strategiczni spoza Europy.

Na drugim miejscu w rankingu najbardziej prawdopodobnych strategii wyjścia uplasowała się sprzedaż spółki do innego funduszu PE. Na trzecim miejscu znalazło się wyjście poprzez wprowadzenie spółki portfelowej na giełdę – tej strategii sprzyja dobrze rozwinięty publiczny rynek kapitałowy w Polsce. Należy jednak zaznaczyć, że zdaniem wielu funduszy wyjście tą ścieżką było dużo popularniejsze przed kryzysem finansowym. Obecnie najmniej prawdopodobny jest wykup przez drugiego udziałowca w spółce.

#### Zadeklarowany przez badane fundusze średni zwrot z inwestycji zrealizowanych w Polsce lub regionie CEE w latach 2004-2013 (cash-on-cash return)

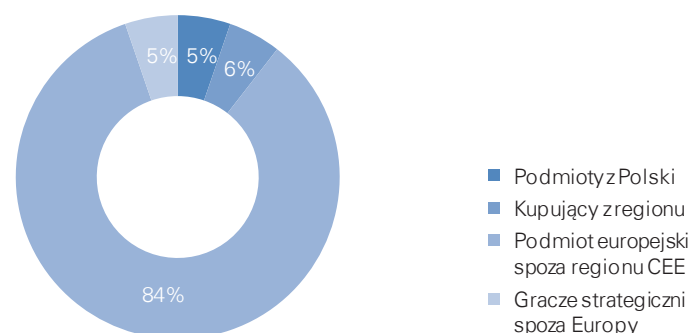


#### Najbardziej prawdopodobne strategie wyjścia z inwestycji (średnie oceny badanych funduszy: 1=najbardziej prawdopodobna, 4=najmniej prawdopodobna)



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

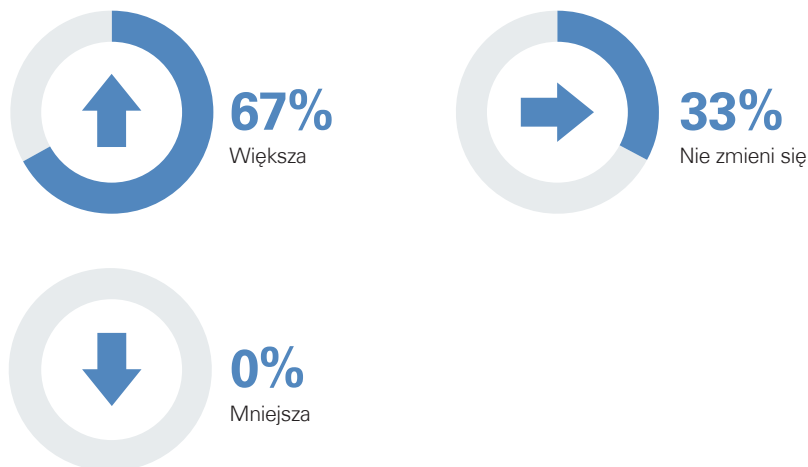
#### Najbardziej prawdopodobne pochodzenie nabywcy przy sprzedaży do graczy strategicznych



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE



### Prognozowana liczba atrakcyjnych celów przejęć w 2014 i 2015 r. w porównaniu z 2013 r.



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

### Przyszła atrakcyjność sektorów (średnie oceny badanych funduszy: 1=najbardziej atrakcyjny, 8=najmniej atrakcyjny)



Źródło: Badanie KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego wśród funduszy PE

## 6.4 Przyszłość polskiego rynku PE w ocenie badanych funduszy

**Ankietowani optymistycznie oceniają przyszłość polskiego rynku PE – 67% spodziewa się, że w ciągu najbliższych dwóch lat zwiększy się liczba atrakcyjnych celów przejęć. Ich spadku nie obawia się żaden z badanych funduszy.**

W ocenie respondentów najbardziej atrakcyjnymi sektorami inwestycyjnymi w nadchodzących latach będą medycyna i farmacja oraz dobra konsumpcyjne. W opinii funduszy Polacy w przyszłości będą coraz częściej korzystać z prywatnych usług medycznych, a ponadto w branży tej tkwi jeszcze duży potencjał konsolidacyjny. Bogacenie się społeczeństwa stymulować będzie generalny wzrost konsumpcji, co zdaniem funduszy stworzy idealne warunki dla rozwoju firm działających w obszarze dóbr konsumpcyjnych.

Za atrakcyjne sektory uznane zostały też usługi dla biznesu oraz technologia i media. Według ankietowanych w tych sektorach szczególnie dobre perspektywy rozwoju mają wszelkie obszary związane z outsourcingiem i rozwiązaniami IT dla firm (np. e-commerce). Za mniej atrakcyjne uznane zostały usługi finansowe, branża energetyczna oraz budownictwo. Jednak w przypadku usług finansowych część badanych funduszy zaznaczyła, że stosunkowo dobre perspektywy rozwoju dostrzega w bankowości internetowej i innych usługach finansowych on-line.

## Dobre oceny dla polskiego rynku PE

Fundusze PE działające w Polsce są zadowolone z polskiego rynku PE, co pokazują wyniki przeprowadzonego badania ankietowego:

- blisko 70% badanych funduszy jest zdania, że w najbliższych latach liczba atrakcyjnych celów przejęć wzrośnie, żaden fundusz nie liczy się ze spadkiem;
- 100% badanych funduszy odnotowało co najmniej 2-krotny średni zwrot cash-on-cash z inwestycji realizowanych w latach 2004-2013, a w przypadku 29% funduszy średni zwrot był ponad 3-krotny;
- 86% badanych funduszy działających na polskim rynku PE nie ma problemów ze zdobyciem finansowania dłużnego dla realizacji inwestycji;
- za najatrakcyjniejsze sektory uznane zostały medycyna i farmacja, dobra konsumpcyjne, usługi dla biznesu oraz technologie i media. Z jednej strony w tych branżach tkwi największy potencjał konsolidacyjny, z drugiej to właśnie w tych branżach innowacyjne firmy będą w największym stopniu korzystać z dynamicznie rozwijającej się konsumpcji w Polsce.

Jednocześnie wyniki pokazują, że **Polska jest młodym rynkiem PE**. Limity inwestycyjne są na ogół znacznie niższe niż w Europie Zachodniej. Szczególnie atrakcyjny jest rynek pierwotny – największa część transakcji polega na bezpośrednim odkupie od właścicieli spółek. Mniejszy niż na dojrzałych rynkach PE jest odsetek konkurencyjnych procesów aukcyjnych. Zwiększa to rolę samych funduszy w generowaniu transakcji. Polski rynek wciąż daje funduszom PE **możliwość bezpośredniego przejęcia atrakcyjnych spółek bez zagrożenia, że cena przejęcia zostanie podniesiona przez konkurencyjnych inwestorów**.







## 7

# Perspektywa inwestora – wywiad z przedstawicielami EFI

**Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI), będący częścią grupy EBI, jest ważnym inwestorem dla licznych funduszy private equity w Europie. Jego misją jest wspieranie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) w całej Europie. Udziałowcami funduszu są Europejski Bank Inwestycyjny, Komisja Europejska, zróżnicowana grupa publicznych i prywatnych banków oraz instytucje finansowe. Dla celów raportu przeprowadziliśmy wywiad z przedstawicielami EFI i zapytaliśmy o ich zdanie nt. rynku private equity w Polsce i w regionie CEE. Poniżej przedstawiamy streszczenie uzyskanych odpowiedzi.**

## **KPMG: Od kiedy EFI działa w Polsce i w regionie CEE?**

**EFI:** Fundusz jest obecny w regionie CEE od 1999 r., a początki jego działalności w Polsce sięgają 2001 r. W latach 1999-2014 łączne inwestycje EFI w regionie wyniosły ponad 600 mln euro.

## **KPMG: Jak EFI ocenia atrakcyjność regionu CEE dla inwestorów?**

**EFI:** Zasadniczo do 2004 r. kraje CEE osiągały szybszy wzrost w porównaniu z państwami Europy Zachodniej. Był to skutek transformacji w kierunku gospodarki rynkowej, która miała miejsce w całym regionie. Prywatyzacja i przejście standardów zachodnioeuropejskich spowodowały ogólny wzrost, który napędzał całą gospodarkę.

Jednak po 2004 r. w regionie tempo wzrostu zaczęło słabnąć i w latach 2008-2009 kryzys finansowy spowodował silne zawirowania. Od tego czasu region, jako całość, pozostawał w tyle za Europą Zachodnią pod względem dynamiki wzrostu gospodarczego.

W rezultacie opinie funduszy PE nt. inwestowania w regionie CEE są zróżnicowane. Wynika to z kilku czynników. Według EFI CEE nie jest już jednolitym regionem, zamiast tego obserwujemy narastające różnice w poziomie rozwoju. Na jednym końcu skali znajdują się Polska, kraje bałtyckie i Czechy, które w bardzo dużym stopniu przejęły zachodnioeuropejskie standardy rynkowe. Po drugiej stronie mamy kraje jak np. Bułgarię czy Rumunię, w których proces zbliżenia się do Europy Zachodniej wymaga jeszcze sporo pracy.

Polska uważana jest za lidera pod względem przejścia standardów zachodnioeuropejskich, jak i stopnia rozwoju rynku. Przykładami tego są: większa skłonność banków do udzielania finansowania, dobrze rozwinięta lokalna giełda papierów wartościowych i jasno określone strategie wyjścia. Kolejną podstawą tej pozycji stała się odporność na spowolnienie gospodarcze, które w ostatnim czasie dotknęło większość państw Unii Europejskiej.

**KPMG: Jak Państwo oceniają wyniki funduszy działających w regionie CEE w porównaniu z funduszami inwestującymi w Europie Zachodniej? Jak Polska wypada na tle innych krajów CEE?**

**EFI:** Do roku 2004 r. fundusze skupiające się na regionie CEE osiągały lepsze wyniki w porównaniu z Europą Zachodnią. Jednak od tego czasu sytuacja się odwróciła. Polska uważana jest za lidera regionu i kraj, który pomyślnie zakończył proces dostosowania się do zachodnioeuropejskich standardów. Nie jest już postrzegana jako kraj wschodzący.

**KPMG: Jak zmieniło się postrzeganie całego regionu, odkąd Państwo pierwszy raz w nim zainwestowali?**

**EFI:** W 2001 r. region CEE oferował niewiele możliwości. W tym czasie rynek ten charakteryzował się małym stopniem rozwoju i brakiem konkurencji. Dzisiaj jest dokładnie odwrotnie – oferuje coraz bardziej wyrafinowane rozwiązania, a w bardziej rozwiniętych krajach (Polska, kraje bałtyckie i Czechy) konkurencja jest widoczna.

**KPMG: Jakie są typowe rodzaje ryzyka związane z inwestowaniem w regionie CEE w porównaniu ze „starą” UE?**

**EFI:** Jako *limited partner* EFI odczuwa ryzyka w trzech obszarach:

- Długi okres pozyskiwania środków.
- Konieczność aktywnego udziału EFI we wprowadzaniu zachodnioeuropejskich standardów i praktyk rynkowych.
- Zagrożenie, że fundusz będzie miał nieoptymalny rozmiar, co może spowodować słabsze wyniki działań inwestycyjnych.

Głównymi źródłami ryzyka dla menedżerów funduszy są:

- Brak kultury inwestycyjnej w zakresie private equity.
- Nabywanie pakietów kontrolnych jest znacznie lepiej widziane.
- Trudności w realizacji strategii wyjścia (z wyjątkiem Polski).
- Strategie wzrostu nie bazują już (jak dawniej) na prywatyzacjach, ale na bardziej złożonych strategiach wejścia na rynek.



**KPMG: Jakie są Państwa zdaniem najbardziej atrakcyjne cechy nowych państw UE?**

**EFI:** W tych państwach istnieje większy potencjał wzrostu niż w Europie Zachodniej. Z naszego punktu widzenia kultura private equity w regionie CEE dopiero się rozwija i tym kontekście EFI może wnieść większą wartość dodaną.

**KPMG: Jakie kraje regionu są dla Państwa szczególnie atrakcyjne?**

**EFI:** Jesteśmy najbardziej aktywni w Polsce, w krajach bałtyckich i w Czechach. Bardzo dobre perspektywy rozwoju mają też Zachodnie Bałkany.

**KPMG: Jak oceniają Państwo jakość pracy lokalnych menedżerów funduszy w regionie?**

**EFI:** W przeszłości w regionie obserwowaliśmy dominację zagranicznych menedżerów (np. z Wielkiej Brytanii lub Stanów Zjednoczonych). W ostatnich latach zaczęło się pojawiać nowe pokolenie lokalnych menedżerów, chociaż są oni jeszcze mniej doświadczeni niż ich koledzy z Europy Zachodniej. Jednak obecnie obserwujemy, że zespoły inwestycyjne w regionie CEE zbliżają się coraz bardziej do poziomu zespołów w Europie Zachodniej.

**KPMG: Jak Państwa zdaniem kształtować się będzie w przyszłości sytuacja na rynkach CEE? Czy będą Państwo stosować jakieś specjalne strategie w odniesieniu do tych rynków?**

**EFI:** Spodziewamy się solidnych zwrotów z inwestycji na rynkach CEE w najbliższych latach. EFI stworzył specjalne strategie uwzględniające różnorodność rynków w regionie CEE (np. Polska w porównaniu z Bułgarią). Nasze strategie inwestycyjne dostosowujemy indywidualnie do specyfiki każdego kraju.

**KPMG: Jaka jest najważniejsza rada, której mogą Państwo udzielić inwestorom (general partners) specjalizujących się w inwestycjach w regionie CEE, a w szczególności w Polsce?**

**EFI:** Strategie „generalistów” nie dają takich efektów jak jeszcze 10 lub 20 lat temu, kiedy rynek charakteryzował się licznymi procesami prywatyzacyjnymi oraz wysokim tempem wzrostu związanym z efektem „doganiania”. Obecnie zespoły inwestycyjne muszą używać wyspecjalizowanych strategii (np. model hybrydowy), aby odpowiadać na potrzeby rynku.

W Polsce należy uwzględnić następujące czynniki: duża liczba nowych graczy na rynku, wyspecjalizowane strategie (np. skupienie się już nie wyłącznie na telekomunikacji, ale także na sektorach takich jak dobra konsumpcyjne oraz usługi medyczne) – ogólne strategie nie są już wystarczające.



## 8

## Podsumowanie

Polski rynek private equity ma bardzo silną pozycję na tle innych państw CEE. Obecnie przypada na niego prawie połowa wszystkich inwestycji PE w tym regionie, a wiele przemawia za tym, że w najbliższych latach przewaga polskiego rynku jeszcze wzrośnie.

Polska jest nie tylko największą gospodarką spośród państw CEE, ale także pod innymi względami należy do liderów regionu. Cechuje się dynamicznym, a zarazem stabilnym rozwojem gospodarczym i wzrostem konsumpcji. W odróżnieniu od wielu innych państw CEE Polska okazała się wyjątkowo odporna na kryzys, którego skutki po 2008 r. dotknęły całą Europę. Pełna integracja z UE i wdrożenie zachodnioeuropejskich standardów zapewniają inwestorom przejrzystość i bezpieczeństwo, a szybko rozwijająca się infrastruktura rynkowa w postaci doradców finansowych, prawnych i podatkowych, a także operacyjnych oraz strategicznych, wspiera działania inwestorów. Nowoczesny i stabilny sektor bankowy daje dostęp do finansowania, a najprężniej działająca giełda papierów wartościowych w Europie Środkowo-Wschodniej przyciąga strategicznych inwestorów i ułatwia funduszom wyjście z inwestycji poprzez IPO.

Jak pokazują wyniki naszego badania, fundusze PE działające na polskim rynku odnoszą sukcesy inwestycyjne. Przeciętne zwroty z inwestycji są na poziomie dwu- lub trzykrotnym. Spółkom portfelowym, w które zainwestowały fundusze, na ogół udało się znacznie poprawić swoje wyniki finansowe i osiągnąć wysoką dynamikę wzrostu.

Sukcesy te wynikają z przemysłanej i skutecznej strategii funduszy, ale także ze sprzyjających warunków panujących na polskim rynku. Wiele branż charakteryzuje się ogromnym potencjałem konsolidacyjnym. Zwłaszcza wśród podmiotów średniej wielkości istnieje bardzo duża liczba innowacyjnych, profesjonalnie zarządzanych firm, które szukają partnerów dla zapewnienia dalszego rozwoju. Spośród 21 ankietowanych funduszy PE działających w Polsce 67% spodziewa się, że w ciągu najbliższych dwóch lat zwiększy się liczba atrakcyjnych celów przejęć, a żaden nie liczy się z jej spadkiem. Fundusze, które brały udział w naszym badaniu, za najatrakcyjniejsze sektory dla przyszłych inwestycji uznały medycynę i farmację, dobra konsumpcyjne, technologię i media oraz usługi dla biznesu. Szczególnie atrakcyjny jest rynek pierwotny, ponieważ Polska jest stosunkowo młodym rynkiem PE, na którym dominują transakcje polegające na bezpośrednim odkupie spółki od właściciela.

Polski rynek PE ma już za sobą ponad 20 lat sukcesów i bardzo dobrą perspektywę rozwoju. Posiada wiele atutów, które w najbliższej przyszłości będą przyciągać coraz większą liczbę inwestorów z całego świata, ale także z regionu CEE i Polski.

## Notatki

Autorzy:  
Piotr Grauer, Adela Kulesza, Sergiusz Pasecki, Anna Patyra, Mariusz Strojny, Dominik Walawender, Rafał Wiza,  
Anna Zientkiewicz, Filip Żuchowski

## Biura KPMG w Polsce

### Warszawa

ul. Chłodna 51  
00-867 Warszawa  
**T:** +48 22 528 11 00  
**F:** +48 22 528 10 09  
**E:** kpmg@kpmg.pl

### Kraków

al. Armii Krajowej 18  
30-150 Kraków  
**T:** +48 12 424 94 00  
**F:** +48 12 424 94 01  
**E:** krakow@kpmg.pl

### Poznań

ul. Roosevelta 18  
60-829 Poznań  
**T:** +48 61 845 46 00  
**F:** +48 61 845 46 01  
**E:** poznan@kpmg.pl

### Wrocław

ul. Bema 2  
50-265 Wrocław  
**T:** +48 71 370 49 00  
**F:** +48 71 370 49 01  
**E:** wroclaw@kpmg.pl

### Gdańsk

al. Zwycięstwa 13a  
80-219 Gdańsk  
**T:** +48 58 772 95 00  
**F:** +48 58 772 95 01  
**E:** gdansk@kpmg.pl

### Katowice

ul. Francuska 34  
40-028 Katowice  
**T:** +48 32 778 88 00  
**F:** +48 32 778 88 10  
**E:** katowice@kpmg.pl

### Łódź

al. Piłsudskiego 22  
90-051 Łódź  
**T:** +48 42 232 77 00  
**F:** +48 42 232 77 01  
**E:** lodz@kpmg.pl

**kpmg.pl**



## Kontakt

KPMG Sp. z o.o.  
ul. Chłodna 51  
00-867 Warszawa  
**T:** +48 22 528 11 00  
**F:** +48 22 528 10 09  
**E:** kpmg@kpmg.pl

### Rafał Wiza

**Szef Zespołu Private Equity  
Audyt**  
Dyrektor  
**E:** rwiza@kpmg.pl

### Piotr Grauer

**Corporate Finance**  
Dyrektor  
**E:** pgrauer@kpmg.pl

### Katarzyna Nosal-Gorzeń

**Doradztwo podatkowe**  
Dyrektor  
**E:** knosal@kpmg.pl

### Sergiusz Pasecki

**Transaction Services**  
Wicedyrektor  
**E:** spasecki@kpmg.pl

### Anna Zientkiewicz

**Corporate Finance**  
Menedżer  
**E:** azientkiewicz@kpmg.pl

### Mariusz Strojny

**Zarządzanie Wiedzą  
i Badania Rynkowe**  
Menedżer  
**E:** mstrojny@kpmg.pl

### Magdalena Maruszczak

**Marketing i Komunikacja**  
Dyrektor  
**E:** mmaruszczak@kpmg.pl

**kpmg.pl**

© 2014 KPMG Sp. z o.o. jest polską spółką z ograniczoną odpowiedzialnością i członkiem sieci KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Cooperative („KPMG International”), podmiotem prawa szwajcarskiego. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Nazwa i logo KPMG oraz hasło “cutting through complexity” są zastrzeżonymi znakami towarowymi bądź znakami towarowymi KPMG International.

Informacje zawarte w niniejszej publikacji mają charakter ogólny i nie odnoszą się do sytuacji konkretnej firmy. Ze względu na szybkość zmian zachodzących w polskim prawodawstwie i gospodarce prosimy o upewnienie się w dniu zapoznania się z niniejszą publikacją, czy informacje w niej zawarte są wciąż aktualne. Przed podjęciem konkretnych decyzji proponujemy skonsultowanie ich z naszymi doradcami. Poglądy i opinie wyrażone w powyższym tekście prezentują zapatrywania autorów i mogą nie być zbieżne z poglądami i opiniami KPMG Sp. z o.o.