



Aura Capital

Strategia Buy-and-Build jako motor wzrostu wartości w Private Equity

Anna Olszewska

Bartosz Kocjan

Filip Duda

Tomasz Oskroba

Wojciech Kwiatkowski

Adam Ryczkowski

Executive Summary

Strategia buy-and-build, coraz szerzej stosowana w Polsce i regionie CEE, polega na akwizycji spółki-platformy oraz stopniowym powiększaniu jej przez nabycie kolejnych podmiotów. Jej celem jest budowa skali, poszerzenie kompetencji oraz generowanie efektów synergii, co przekłada się na wzrost wartości przedsiębiorstwa i atrakcyjniejsze możliwości wyjścia z inwestycji.

Na rynku wykształciły się dwa główne modele realizacji tej strategii: konsolidacyjny (roll-up), dominujący w sektorach rozdrobnionych, oraz wertykalny (kompetencyjny), nastawiony na akwizycję unikalnych technologii i kompetencji. W obu przypadkach sukces zależy od właściwego doboru celów, sprawnej integracji oraz utrzymania dyscypliny transakcyjnej. Przykłady z polskiego rynku – zarówno z obszaru private equity, jak i spółek giełdowych – potwierdzają rosnący potencjał tej strategii.

1. Wprowadzenie

Inwestycje private equity są często klasyfikowane według rodzaju strategii, z której mają czerpać zyski. Jedną z najczęściej stosowanych globalnie jest strategia buy-and-build, polegająca na przejęciu spółki-platformy, a następnie dołączeniem do niej mniejszych komplementarnych podmiotów, tzw. add-ons (Bain, 2024). Celem jest zwiększenie wartości oraz przyspieszenie wzrostu spółki poprzez zwiększenie skali, poszerzenie kompetencji oraz konsolidacji rozdrobnionego sektora (Moonfare, 2025). W niektórych przypadkach strategia ta realizowana jest bez wiodącej spółki-platformy, proces konsolidacji rozpoczyna się od przejęcia kilku porównywalnych podmiotów, które dopiero w trakcie realizowania strategii tworzą docelową grupę.

Strategia buy-and-build jest istotnym elementem całego ekosystemu inwestycyjnego. Umożliwia skalowanie przedsiębiorstwa w efektywny i szybki sposób, rozszerzając perspektywę rozwoju poza wzrost organiczny. Platformy tworzone w ramach strategii buy-and-build zwiększają swoją atrakcyjność inwestycyjną poprzez zwiększanie skali działalności, siły nabywczej i poszerzaniu know-how. Przekłada się to na wyższe wyceny, dostępność do kapitału oraz większą szansę na udany exit (Bain, 2024).

Celem raportu jest zbadanie skuteczności i praktyki stosowania strategii buy-and-build na rynku private equity w Polsce. Raport przedstawia najważniejsze zidentyfikowane mechanizmy tworzenia wartości, czynniki sukcesu, a także bariery i ryzyka, które towarzyszą konsolidacji. Analiza opiera się na podejściu jakościowym obejmującym wywiady przeprowadzone z ekspertami z funduszy private equity (CVC Capital Partners, Cornerstone, Highlander Partners oraz V4C) oraz inwestorami strategicznymi, działającymi bez wsparcia funduszy (Asseco Poland i Klepsydra).

2. Strategia Buy-and-Build – główne założenia strategii oraz mechanizmy działania

Jednym z podstawowych czynników stojących za popularnością strategii buy-and-build jest arbitraż mnożnikowy. Historycznie rynki przypisywały wyższe mnożniki wyceny spółkom o większej skali niż mniejszym podmiotom (Bain, 2024). Konsolidacja polega na przejmowaniu mniejszych podmiotów wycenianych po niższych mnożnikach, zwiększeniu skali działalności i realizacji premii przy wyjściu z inwestycji na wyższym mnożniku.

Materializacja arbitrażu mnożnikowego wymaga właściwego przeprowadzenia procesu konsolidacji. Buy-and-build może opierać się na spółce-platformie z odpowiednim zespołem menedżerskim, sprawdzonym modelem operacyjnym, czy przewagą technologiczną (Moonfare, 2024). Alternatywnie konsolidacja może rozpocząć się od kilku porównywalnych podmiotów, które z czasem przeprowadzania strategii tworzą większą grupę. Kolejnym etapem jest dobór add-on(ów). Zgodnie z wnioskami z przeprowadzonych wywiadów, preferowane są podmioty, które uzupełniają ofertę, otwierają dostęp do nowych klientów lub geograficznych rynków, a jednocześnie można je nabyć po atrakcyjnej cenie. Równie ważny jest wybór odpowiedniego segmentu rynkowego. Strategia znajduje zastosowanie zarówno w branżach rozdrobnionych, w których nie ma dominującego gracza, a konsolidacja może pozwolić na wykreowanie lidera, jak i w sektorach już częściowo skoncentrowanych. W takim przypadku właściwa konsolidacja np. połączenie gracza numer trzy i cztery – może doprowadzić do powstania podmiotu zdolnego do skutecznej konkurencji z liderem.

Etapem po przeprowadzeniu akwizycji jest integracja. To wtedy fundusz wraz z zarządem realizuje synergie - poszerzenie kompetencji, wejście na nowe rynki, optymalizację procesów i kosztów (Insead, 2024). Właściwe tempo i jakość integracji przesądzają o tym, czy efekt końcowy przewyższy sumę wartości poszczególnych elementów. To także moment, w którym

kształtuje się wiarygodna narracja dla przyszłych inwestorów – spójna strategia wzrostu i udokumentowane synergie zwiększają atrakcyjność platformy przy wyjściu.

3. Buy-and-Build w funduszach Private Equity

W literaturze oraz praktyce rynkowej identyfikuje się dwa dominujące modele realizacji strategii buy-and-build. Pierwszy z nich opiera się na konsolidacji rozdrobnionych sektorów poprzez akwizycje wielu mniejszych podmiotów (tzw. model rozdrobniony, roll-up). Drugi natomiast przyjmuje charakter wertykalny i polega na pozyskiwaniu spółek działających na wcześniejszych lub późniejszych etapach łańcucha wartości, które wnoszą do grupy nowe kompetencje, produkty lub kanały dystrybucji.

Model rozdrobniony “roll-up” polega na identyfikacji i konsolidacji sektorów, w których występuje duże rozdrobnienie oraz możliwy jest zakup wielu małych i średniej wielkości spółek. Powyższe działanie pozwala na stworzenie większej, bardziej profesjonalnej i zdywersyfikowanej usługowo platformy. Wyróżnia się trzy kluczowe czynniki tworzące wartość: wzrost przychodów, doskonałość operacyjna i arbitraż na mnożniku. Dwa pierwsze realizowane są między innymi przez wykorzystanie opisanych niżej dźwigni kreacji wartości. Ostatni jest założeniem, na które w istotny sposób wpływają czynniki zewnętrzne. Odpowiednio dobrana i zrealizowana strategia nie zawsze musi oznaczać większy mnożnik przy wyjściu, który uzależniony jest w dużym stopniu od kondycji szerokiego rynku. Fundusze podejmując decyzje inwestycyjne chcą kupować wiele mniejszych podmiotów po bardziej konserwatywnym mnożniku względem docelowego, który możliwy byłby do osiągnięcia w przypadku sprzedaży skonsolidowanej platformy. Wpływ na to ma wiele czynników, jednak jednym z kluczowych są strategie inwestycyjne funduszy - sprzedaż większej platformy pozwala na przyciągnięcie dodatkowych inwestorów, którzy inwestują jedynie w podmioty o określonym poziomie przychodów lub marży EBITDA. Pula potencjalnych inwestorów, która dotychczas obejmowała głównie lokalnych strategów oraz inne fundusze konsolidujące branżę, stopniowo poszerza się o nowych graczy - globalne fundusze inwestycyjne i międzynarodowe podmioty strategiczne. Alternatywną ścieżką może być także upublicznienie spółki poprzez wprowadzenie jej akcji na giełdę. Całość czyni proces transakcyjny bardziej konkurencyjnym oraz docelowo pozwala na osiągnięcie lepszej ceny przy wyjściu z inwestycji.

Ze względu na silne rozdrobnienie niektórych sektorów w polskiej gospodarce jest wiele funduszy, które realizują powyższą strategię. Polska gospodarka składa się z głównie z mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, a w szczególności w sektorach takich jak na przykład weterynaria, czy szeroko rozumiane usługi medyczne. W tym momencie obecnych jest w Polsce wiele funduszy, które realizują tę strategię, między innymi: Enterprise Investors (Healthcare), Tar Heel Capital (Healthcare), Cornerstone Investment Management (Veterinary), Highlander Partners (Retail) i TDJ (Veterinary). Dodatkowo kilka funduszy zagranicznych realizujących omawianą strategię wyraziło zainteresowanie rozpoczęciem projektów w Polsce, jednak nie zrealizowały jeszcze żadnej inwestycji w tym zakresie. Należą do nich np.: Ufenau Capital Partners (PB 2023), Auctus Capital Partners i inne.

Strategia konsolidacyjna oferuje duże możliwości kreacji wartości. Prowadzący tego rodzaju projekty często wnoszą istotne know-how z zakresu realizacji transakcji i rozwoju spółek przez przejęcia. Fundusze stosują wiele różnych dźwigni, które umożliwiają poprawienie atrakcyjności podmiotów dla większych inwestorów. Narzędzia te przybierają różną formę i niektóre z nich możliwe są do realizacji jedynie w określonych branżach, jednak do kluczowych i najczęściej stosowanych należą:

- Centra usług wspólnych - pozwalają na skonsolidowanie i ujednolicenie wielu różnych segmentów działalności przedsiębiorstw, które nie są trzonem biznesu. Jedną z najczęściej integrowanych na przestrzeni grupy usług jest księgowość i kontroling finansowy. Powyższe narzędzie występuje w niemalże wszystkich prowadzonych projektach z tego zakresu. Równie często centralizuje się pion IT. W przypadku niektórych prowadzonych projektów, szczególnie w branżach, w których wymagana jest duża ilość wysoko wykwalifikowanej kadry ujednolicane są również polityki zatrudnienia i employer branding w ramach całej grupy. Inne usługi konsolidowane na przestrzeni grupy to między innymi: dział finansowy, HR, dział logistyki, dział sprzedaży i marketingu oraz R&D. Dzięki rozpoczęciu współpracy w zakresie np. HR możliwe jest dotarcie do znacznie szerszej bazy talentów, niż w przypadku gdyby każda spółka prowadziła rekrutację oddzielnie.
- Optymalizacja struktur - dźwignia ta jest silnie związana z poprzednią. Dzięki połączeniu funkcji administracyjnych możliwa jest rewizja zatrudnienia w grupie, lepsza alokacja kapitału ludzkiego i zaangażowania pracowników. Lewar ten nie odnosi się jedynie do łączenia funkcji administracyjnych ale także do redukcji kosztów przez integrację w innych zakresach np. przez ustanowienie jednej siedziby spółki, wspólne działania marketingowe na przestrzeni całej grupy oraz wspólną strategię sprzedaży,

skupioną na lepszej konwersji i poprawie standardu jakości obsługi klienta. W praktyce optymalizacja struktur oznacza także standaryzację procesów operacyjnych, ujednolicenie polityk zakupowych oraz integrację opisanych wcześniej funkcji wsparcia, takich jak obsługa prawna, controlling czy compliance. Dzięki temu unika się duplikacji działań i ogranicza ryzyko powstawania „silosów” w poszczególnych spółkach grupy. Optymalizacja struktur to także aspekt zarządczy – konsolidacja spółek zapewnia możliwość wprowadzenia modelu raportowania, klarownej struktury decyzyjnej i przejrzystego podziału odpowiedzialności w całej grupie.

- Cross-sell i up-sell - Istotny jest nie tylko spadek kosztów, lecz również wzrost sprzedaży. Dzięki zakupowi wielu podmiotów z danego sektora możliwe jest nabywanie nowych kompetencji i rozwój grupy w zakresie oferowanych usług. Podobnie jak w przypadku centrów kompetencji, dobrym przykładem są działania podejmowane w branży weterynaryjnej przez LuxVet czy Edina Vetcare oraz w branży stomatologicznej prowadzone przez Grupę Dentify. Dzięki operowaniu na wspólnej bazie klientów możliwe jest wprowadzenie wewnętrznego systemu polecania się, który przyczynia się do większej retencji klientów oraz przyciąga nowych szukających kompleksowej oferty.
- Siła zakupowa - w przypadku rozwiniętych już projektów, które osiągnęły pewną skalę możliwe jest przeprowadzanie zamówień z zakresu zużywanych materiałów na przestrzeni grupy, co pozwala na realne optymalizacje kosztowe. Dźwignia ta wykorzystywana jest przez większość prowadzonych przez fundusze projektów w tym modelu. Implementacja tej dźwigni wiąże się jednak z pewnymi ryzykami, w szczególności właścicielskimi, które zostały omówione szczegółowo w dalszej części raportu. W niektórych przypadkach próby ujednolicenia części zamówień mogą generować istotne konflikty wewnątrz grupy, ze względu na przyzwyczajenia personelu i właścicieli poszczególnych podmiotów wchodzących w skład grupy do wykorzystywania określonych narzędzi, maszyn czy materiałów. Mechanizm siły zakupowej opiera się na założeniu, iż rosnąca skala klienta przekłada się na jego zdolność uzyskiwania bardziej preferencyjnych warunków handlowych od dostawców. W miarę jak do grupy dodawane są kolejne podmioty, skokowo zwiększa się zagregowany wolumen zakupów w określonych kategoriach kosztowych. Z perspektywy dostawcy oznacza to istotne zwiększenie obrotów realizowanych z tym kontrahentem, co otwiera drogę do negocjowania niższych cen jednostkowych, dłuższych terminów płatności czy dodatkowych usług w ramach zamówienia. W konsekwencji możliwe jest nie tylko zmniejszenie kosztów zakupu, ale także

poprawienie marży operacyjnej całej grupy. Dodatkowo, konsolidacja pozwala na zwiększenie elastyczności. Grupa ma większe możliwości w zakresie dywersyfikowania źródeł zaopatrzenia, co dodatkowo wzmacnia jej pozycję negocjacyjną.

- Centra kompetencji - dzięki zastosowaniu tej dźwigni kreacji wartości możliwe jest oferowanie unikalnych usług i poszerzanie bazy klientów. Dodatkowo wprowadzenie tej inicjatywy umożliwia podniesienie kompetencji i jakości usług na przestrzeni całej grupy. Warto zwrócić uwagę na przykład wdrożenia centrum kompetencji przez LuxVet w postaci Kliniki Weterynaryjnej Sfora, która zrzesza specjalistów z różnych dziedzin weterynarii, umożliwiając oferowanie klientom bardziej kompleksowych usług. Dzięki powyższemu, są w stanie obsłużyć dodatkowych klientów oraz zaoferować aktualnym dostęp do wysoko wyspecjalizowanych usług. Kolejnym przykładem implementacji centrów kompetencji jest inicjatywa wprowadzona przez fundusz Ufenau Capital Partners również w segmencie weterynarii. W ramach grupy klinik weterynaryjnych dla koni Altano, wprowadzona została baza wiedzy oraz platforma, która umożliwia specjalistom z grupy wymianę doświadczeń i wiedzy w zakresie konsultacji najtrudniejszych przypadków. Powyższa inicjatywa istotnie poprawia jakość usługi i umożliwia wyrównanie w górę kompetencji na przestrzeni całej grupy.

Powyższe dźwignie kreacji wartości nie są wszystkimi, które fundusze stosują, jednak należą one do najbardziej uniwersalnych i najczęściej widocznych wśród realizowanych na polskim rynku projektów konsolidacyjnych.

W modelu tym występuje również wiele ryzyk, a wprowadzenie powyższych inicjatyw wiąże się często z istotnymi trudnościami. Kluczowe ryzyka obejmują między innymi:

- Kulturę organizacyjną - Integracja wielu podmiotów w ramach jednej platformy zawsze wiąże się ze zderzeniem różnych kultur organizacyjnych. Jest to szczególnie widoczne w modelu "roll-up", w którym targety to zazwyczaj firmy założycielskie (founder-led), z wypracowanym modelem współpracy oraz lojalnymi zespołami pracowników wobec poprzedniego właściciela. Wprowadzenie scentralizowanych procesów, jednolitego raportowania czy wspólnych narzędzi bywa odbierane przez przejęte zespoły jako odebranie autonomii.
- Motywację właścicieli - ryzyko to jest adresowane w różny sposób i wiele funduszy ma swój wypracowany model działania. Na dużym poziomie ogólności, prócz stosowania

typowych mechanizmów earn-out wiodące są dwa schematy w podejściu do zaangażowania właścicieli:

- Utrzymanie właścicieli w organizacji - wiążący się z zwiększoną motywacją ekonomiczną. Właściciele posiadający udziały na poziomie grupy są dodatkowo zmotywowani by całe przedsięwzięcie się udało, jednak możliwe jest, że właściciele przez swoją istotną rolę w firmie pozostaną operacyjni, jednak nie zdecydują się na transakcję w wyniku której nadal byłiby udziałowcami - w takich przypadkach pojawiają się niekiedy konflikty personalne. Przejawiają się one między innymi w niepewności pracowników dotyczącej hierarchii decyzyjnej oraz w trudnościach związanych ze wspólną organizacją procesów, takich jak postępowania przetargowe w obszarze zakupów.
- Wykup całościowy - który istotnie ogranicza ryzyko opisane w poprzednim punkcie i ułatwia wprowadzanie inicjatyw integrujących na przestrzeni grupy. Rozwiązanie to nie jest jednak bez wad i potrafi prowadzić do osłabienia się wyników konkretnego przedsiębiorstwa przez silną korelację między osobistą siecią kontaktów i relacji byłego właściciela a wynikiem spółki. Ryzyko to widoczne jest szczególnie w branżach usługowych.
- Przeskalowanie platformy - jednym z charakterystycznych zagrożeń modelu rozdrobnionego jest ryzyko „nadmiernego rozrostu”, czyli przeprowadzania zbyt wielu akwizycji w krótkim czasie, bez jasnej strategii integracyjnej. Źródłem ryzyka jest często pokusa kupowania podmiotów, które wydają się atrakcyjne cenowo, ale są tylko pozornie synergiczne. Brak spójności modelu operacyjnego może powodować, że grupa staje się konglomeratem luźno powiązanych spółek, w którym trudno wypracować jednolitą kulturę, procesy i markę.
- Ryzyko finansowe - Akwizycje w ramach buy-and-build są zazwyczaj finansowane za pomocą połączenia kapitału inwestora z finansowaniem dłużnym lub środkami wypracowanymi przez grupę. W związku z powyższym błędne oszacowanie synergii może istotnie wpłynąć na tempo rozwoju grupy oraz zdolność grupy do regulowania zobowiązań. Ryzyko to było jednym z najczęściej wymienianych podczas przeprowadzonych wywiadów. Eksperti branżowi zwracali uwagę, że z perspektywy ex-post synergii potrafią okazywać się mniejsze, trudniejsze do osiągnięcia, bądź wymagają dłuższego czasu implementacji niż zakładano. Na etapie analizy synergii „na papierze” wyglądają często atrakcyjnie, ale część z nich nie materializuje się w zakładanej skali.

Jednocześnie, finansowanie akwizycji długiem prowadzi do obciążenia struktury kapitałowej i może przesunąć uwagę zarządu z rozwoju biznesu na zarządzanie obsługą długu.

Model wertykalny (“vertical acquisition”) – podstawowym celem modelu wertykalnego jest pozyskiwanie nowych kompetencji i uzupełnienie luk strategicznych poprzez wejście w kolejne etapy łańcucha wartości. Może to oznaczać przejęcie usług wspierających, nowych kanałów dystrybucji, czy pozyskanie innowacyjnej technologii, pozwalając na integrację procesów biznesowych. Z perspektywy funduszu private equity kluczowe jest, aby każdy add-on wносił wartość trudną do wypracowania organicznie, a jednocześnie był komplementarny względem istniejącego biznesu. Tego typu add-ony są trudne do odtworzenia w krótkim czasie wewnętrznie, a jednocześnie pozwalają na natychmiastowe poszerzenie adresowalnego rynku podniesienie jakości przychodów (ARPU, retencja klientów).

W odróżnieniu do modelu roll-up, którego fundamentem jest efekt skali i konsolidacja, w modelu wertykalnym głównym źródłem kreacji wartości są dodawane kompetencje. W konsekwencji integracja ma bardziej jakościowy, a nie ilościowy charakter.

Model wertykalny akwizycji zyskuje istotne znaczenie w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej przede wszystkim w branżach o niższej fragmentacji rynkowej, gdzie klasyczny roll-up byłby trudny do zrealizowania lub nie przynosiłby oczekiwanych efektów. Na wielu rynkach funkcjonują już podmioty o ugruntowanej pozycji i stosunkowo wysokim stopniu koncentracji. W takich sektorach klient oczekuje kompleksowej, zdywersyfikowanej oferty (one-stop-shop), a kluczem do budowy wartości jest możliwość poszerzania portfolio produktów lub usług w ramach jednej platformy.

Dodatkowo, w warunkach polskiego rynku, gdzie kapitałowe wsparcie globalnych strategów bywa ograniczone, fundusze PE pełnią rolę aktywnych konsolidatorów kompetencji. W praktyce oznacza to, że platforma zbudowana w oparciu o model wertykalny może konkurować z podmiotami międzynarodowymi, dzięki atrakcyjnej ofercie dopasowanej do lokalnej społeczności.

W modelu wertykalnym głównym nośnikiem wartości są synergie przychodowe, osiąmane poprzez:

- Cross-sell kompetencji – dosprzedaż przejętych modułów/usług do istniejącej bazy klientów platformy;

- Cross-sell kanałowo-geograficzny – wykorzystanie nowych kanałów/rynków pozyskanych w akwizycji do sprzedaży dotychczasowego portfela.

Zidentyfikowane wyżej ścieżki synergii przychodowej, wymagają przełożenia na konkretne instrumenty egzekucji. W praktyce model wertykalny operacjonalizuje się poprzez zestaw dźwigni narzędziowych omówionych poniżej.

- Wejście w nowe kanały dystrybucji

W kontekście Polskich ePłatności rozwijanych przez Innova Capital, poszerzanie kompetencji oznaczało wejście w płatności internetowe (przejęcie PayLane), uzyskanie wyłączności na obsługę płatności w sieci Eurocash (przejęcie PayUp) oraz uzupełnienie oferty o usługi pre-paid (przejęcie BillBird). Dzięki temu PeP ewoluował z operatora terminalowego do pełnoprawnej platformy omnichannel. Analogiczny mechanizm w ujęciu technologicznym pokazał Shoper, nabywając Selium, spółka zyskała gotowy „most” do globalnych marketplace’ów (m.in. Amazon), co otwiera nowe kanały sprzedaży dla istniejącej bazy i zwiększa potencjał attach rate nowych modułów.

- Dostęp do nowych rynków geograficznych

Selektywne przejęcia mogą stanowić skuteczne narzędzia ekspansji międzynarodowej. W przypadku wspomnianych akwizycji Stock we Francji, poza włączeniem nowych produktów do portfolio, spółka zaczęła wykorzystywać francuskie kanały dystrybucji do sprzedaży własnych marek (np. cross-sell Żołądkowej Gorzkiej), co pozwoliło monetyzować zasięg bez długiego interwału inwestycyjnego. W modelach technologicznych odpowiednikiem „geografii” jest właśnie wejście na globalne marketplace’y, co stanowi proxy ekspansji terytorialnej przy niskim CAPEX i wysokiej odwracalności.

- Transfer technologii i kompetencji organizacyjnych

Przejęcia w modelu wertykalnym często wnoszą unikalne know-how. W przypadku Polskich ePłatności integracja z BillBird umożliwiła wdrożenie usług dodatkowych w terminalach (opłaty rachunków, doładowania energetyczne, internetowe Paysafecard), co zwiększyło atrakcyjność oferty i poprawia retencję klientów. W przypadku Shoper, nabycie Apilo wzmocniło jego zdolności w obszarze automatyzacji back-office, zwiększając kontrolę nad krytycznymi punktami procesu (integrację, rozliczenia) oraz ułatwiając skalowanie monetyzacji w modelu platformowym (ujednolicony katalog usług, pricing & packaging dla odsprzedaży).

Model wertykalny nie jest obciążony wyzwaniami typowymi dla roll-upów, ale generuje własny zestaw ryzyk:

- Niedopasowanie strategiczne

Akwizycje wertykalne często oznaczają konieczność integracji systemów i procesów działających w odmiennych segmentach łańcucha wartości. Brak kompatybilności technologicznej, różnice w standardach operacyjnych czy trudności w połączeniu platform sprzedażowych mogą prowadzić do opóźnień, wzrostu kosztów i ograniczenia oczekiwanych synergii.

- Rozproszenie strategiczne

W modelu wertykalnym szczególnie istotne jest zachowanie dyscypliny inwestycyjnej. Zbyt szerokie podejście do wyboru celów akwizycyjnych może prowadzić do nabywania podmiotów, które nie wnoszą realnej synergii z podstawową działalnością. Wejście w obszary zbyt odległe od core business może skutkować rozproszeniem zasobów i osłabieniem koncentracji strategicznej, co ogranicza potencjał tworzenia wartości.

- Rzeczywista wartość synergii

W przeciwieństwie do modelu "roll-up", gdzie efekt skali i oszczędności z niej wynikające można w miarę skutecznie oszacować, w akwizycjach wertykalnych potencjał synergii wynikającej jest trudniejszy do wycenienia. Wynika to z ich jakościowego charakteru, jak poprawa retencji klientów, cross-selling czy możliwość zaoferowania bardziej kompleksowej usługi. Przełożenie tych efektów na twarde wskaźniki finansowe jest problematyczne, co rodzi ryzyko przyjmowania zbyt optymistycznych założeń w planach inwestycyjnych. Dlatego szczególnie ważne jest konserwatywne podejście do wyceny oraz rozróżnienie, które synergie są realnie mierzalne, a które pozostają teżą strategiczną.

4. Buy-and-Build jako strategia rozwoju firm (poza PE)

Strategia buy-and-build nie jest domeną wyłącznie funduszy Private Equity. Coraz częściej sięgają po nią również inwestorzy strategiczni czy mniejsze podmioty, które chcą budować wartość poprzez przejęcia i integrację rynku. Na polskim rynku dwa interesujące przykłady pokazują odmienne sposoby realizacji tej logiki – Wirtualna Polska Holding oraz Grupa Klepsydra.

Wirtualna Polska w ostatniej dekadzie zrealizowała jedną z najbardziej konsekwentnych strategii konsolidacyjnych w obszarze turystyki online. Jej punktem wyjścia było przejęcie Wakacje.pl w 2015 roku, które stało się bazą do dalszej ekspansji. Następnie spółka dokonała serii przejęć krajowych podmiotów, m.in. My Travel i Travel Network Solutions, co pozwoliło na konsolidację rynku i wzmocnienie pozycji w segmencie wyjazdów zorganizowanych. Równolegle rozszerzano ofertę o usługi uzupełniające, takie jak Parklot, czyli serwis rezerwacji miejsc parkingowych przy lotniskach.

Strategia WP miała również wyraźny wymiar geograficzny. Zakup Grupy Szallas otworzył spółce drogę do Europy Środkowej, a późniejsza akwizycja Grupy Invia umożliwiła wejście na rynki DACH. Dzięki temu WP przekształciła się z gracza krajowego w regionalnego, tworząc strukturę obejmującą dziewięć państw. Tego rodzaju rozwój można uznać za połączenie konsolidacji horyzontalnej (przejmowanie konkurentów), wertykalnej (dodawanie usług komplementarnych) oraz geograficznej (ekspansja zagraniczna).

Ważnym elementem całego procesu było wykorzystywanie centralnego działu M&A i stosowanie arbitrażu mnożnika, czyli świadomego kupowania spółek po niższych wycenach niż rynkowe. Jednocześnie synergie w turystyce obejmują wiele obszarów, w tym wspólną technologię rezerwacyjną, marketing czy lepsze zarządzanie bazą klientów. Segment turystyczny stał się więc jednym z głównych filarów rozwoju WP, zyskując autonomię biznesową, ale korzystając z efektów wspólnego zarządzania i skali grupy.

Grupa Klepsydra obrazuje natomiast zupełnie inną ścieżkę buy-and-build. Jej podejście do przejęć koncentruje się na wykorzystaniu znajomości rynku i zrozumieniu uwarunkowań sukcesyjnych w branży funeralnej, gdzie wiele firm rodzinnych poszukuje nabywcy. Transakcje są poprzedzone szczegółową analizą finansową, ale kluczowe znaczenie ma także ocena potencjału rozwojowego danej spółki po włączeniu do grupy – zarówno pod kątem możliwości poszerzenia oferty (np. o nowoczesne formy pochówku), jak i doinwestowania infrastruktury, takiej jak rozbudowa krematorium czy utworzenie cmentarza.

Prezes spółki od lat aktywnie uczestniczy w branży, a pełniąc funkcję prezydenta Światowej Federacji Organizacji i Firm Pogrzebowych zyskał szeroką sieć kontaktów i możliwość obserwowania, jak podobne podmioty zagraniczne prowadzą konsolidację. To doświadczenie pozwoliło Klepsydrze przyjąć strategię stopniowego wzrostu i ograniczenia liczby przejęć do 2–3 rocznie. W rozwoju wspiera ją także inwestor branżowy, który w 2024 roku dostarczył kapitał na kolejne akwizycje i wniósł wiedzę z jednego z najbardziej zaawansowanych rynków funeralnych w Europie. Co istotne, inwestor nie przejął jednak kontroli nad spółką, dzięki

czemu zachowany został rodzinny charakter i niezależność decyzyjna. Uzupełnieniem kompetencji zarządu są doświadczenia menedżerskie w zakresie tworzenia wartości i procesów M&A, które pozwalają łączyć wiedzę branżową z profesjonalnym podejściem do integracji przejęć.

Kontrast między tymi dwoma przykładami pokazuje, że buy-and-build może przyjmować różne formy. Wirtualna Polska realizuje go w oparciu o konsekwentnie budowany mechanizm akwizycji, budując skalę i synergie poprzez centralny dział M&A, a także zwracając uwagę na kwestie typowe dla inwestorów finansowych, takie jak arbitraż mnożnika. Klepsydra natomiast rozwija się stopniowo, w oparciu o znajomość rynku, międzynarodowe doświadczenia i wsparcie inwestora branżowego, skupiając się przede wszystkim na potencjale operacyjnym i rozwoju infrastruktury każdej przejmowanej spółki. Oba podejścia prowadzą do tworzenia wartości, choć bazują na innych fundamentach – pierwsze na narzędziach finansowych i szerokim zarządzaniu portfelem spółek, drugie na wiedzy operacyjnej, relacjach i elastycznym podejściu do rozwoju.

5. Analiza jakościowa – ekspertyzy branżowe - praktyka vs teoria

Niniejszy podrozdział syntetyzuje wnioski z wywiadów z przedstawicielami funduszy private equity i inwestora strategicznego działających w Polsce. Celem jest zestawienie założeń teoretycznych modelu wertykalnego z praktyką egzekucji. Wywiady koncentrowały się na pięciu obszarach: selektywność doboru celów akwizycyjnych, dźwignie tworzenia wartości, sekwencja integracji, mechanizmy motywacyjno-własnościowe oraz dyscyplina wyceny i finansowania. W każdej z tych osi porównano „jak powinno być” z „jak faktycznie działa”, pokazując krótkie przykłady i cytaty z rynku.

• Selektywność doboru add-onów

Teoria: Akwizycje powinny precyzyjnie domykać zidentyfikowane luki w kompetencjach (produkt, kanał, technologia, geografia).

Obserwacje z wywiadów (praktyka): Rozmówcy konsekwentnie podkreślają ryzyko „zakupów oportunistycznych”. Wskazują trzy warunki skutecznej selekcji: mapa kompetencji („co mamy/czego brakuje” oraz kolejność uzupełniania), jasne kryteria wykluczające (kryteria „stop”) oraz pipeline budowany od tezy – najpierw definiujemy potrzebną

kompetencję/kanal/technologię, dopiero potem aktywnie szukamy celów (zamiast reagować na oferty doradców).

„Decyzje akwizycyjne powinny być przemyślane. Nie kupować wszystkich dostępnych spółek. Jeśli nie ma się dobrego pomysłu dlaczego robić akurat tę akwizycję, a nie inną, to można się zgubić.”

CVC Capital Partners

„Selekcja potencjalnych celów akwizycyjnych to proces, który wymaga nie tylko analizy finansowej, ale przede wszystkim rozumienia wartości kulturowych, stylu zarządzania i długofalowej wizji rozwoju danej spółki. Zdarzały się projekty, w których na pierwszy rzut oka parametry były atrakcyjne, ale w praktyce brakowało spójności z naszą filozofią działania.”

Asseco Poland

- **Dźwignie przychodowe dominują nad kosztowymi**

Teoria: Synergie kosztowe są relatywnie łatwe do wyceny; przychodowe – trudniejsze do estymacji, ale stanowią główny nośnik wartości w modelu wertykalnym.

Obserwacje z wywiadów (praktyka): W modelu wertykalnym największa część wartości powstaje po stronie przychodów: chodzi o szybkie uruchomienie sprzedaży nowych rozwiązań dotychczasowym klientom (cross-sell), podniesienie przychodu na klienta i utrzymania retencji. Dlatego w pierwszej fazie pierwszeństwo ma strona komercyjna, a nie cięcia kosztów. W praktyce oznacza to: ustalenie co sprzedajemy (zakres oferty), komu (segmenty klientów), za ile (czytelne zasady cenowe) i kto za to odpowiada (rola sprzedaży), oraz mierzenie efektów w podstawowych metrykach: czas do pierwszej sprzedaży po transakcji, odsetek klientów, którzy dokładają nową usługę/produkt (attach rate), przychód na klienta i utrzymanie. W rozmowach o strategii Shopera podkreślano, że po przejściach priorytetem było uruchomienie sprzedaży nowych usług dotychczasowej bazie klientów, a prace porządkujące obszary operacyjne i administracyjne były prowadzone równolegle.

„Integracja po stronie sprzedaży jest dużo ważniejsza niż cięcie kosztów.”

V4C

- **Sekwencja integracji – „najpierw governance i komercja”**

Teza (teoria): Klasyczny plan obejmuje uporządkowanie leadershipu, systemów i procesów wraz z inicjatywami kosztowymi.

Obserwacje z wywiadów (praktyka): W ujęciu CVC kolejność ma znaczenie: najpierw struktura zarządzania i raportowania (jasne wpięcie kadry, przypisanie odpowiedzialności, modyfikacja zarządu). Odkładanie tych decyzji zwiększa ryzyko utraty momentum, rozmycia odpowiedzialności i napięć kulturowych. Równolegle uruchamia się wątek komercyjny: uporządkowanie zakresu oferty, klarowne zasady cenowe i proste reguły dla zespołów sprzedaży, tak aby szybko pojawiły się pierwsze przychody ze sprzedaży.

„Pierwszy element, który musi być zintegrowany, to struktura zarządzania.”

CVC Capital Partners

"Warto szczególną uwagę poświęcić na dokładne poznanie przedsiębiorcy i jego zespołu, ocenę ich kompetencji, motywacji oraz zdolności do dalszego budowania wartości. W długim terminie to ludzie i ich przywództwo przesądzają o sukcesie konsolidacji, a nie wyłącznie parametry finansowe."

Asseco Poland

- **Incentives i ład właścicielski**

Teza (teoria): Earn-out i rollover kapitału mają wyrównywać interesy kupującego i przejmowanego zespołu, utrzymując kluczowe talenty po transakcji.

Obserwacje z wywiadów (praktyka): W realnych strukturach decydujące znaczenie mają precyzyjne, egzekwowane zabezpieczenia ładu właścicielskiego: opcje put/call (domknięcie kontroli w sytuacji braku spójności strategicznej) oraz earn-outy powiązane z KPI przychodowymi.

„Zwyczajowo w naszych strukturach transakcyjnych stosujemy mechanizm równoległych opcji put/call. To rozwiązanie typu win-win – ujednolica interesy na poziomie właścicielskim i motywuje obie strony do długoterminowego rozwoju.”

Asseco Poland

„Model, który u nas sprawdził się najlepiej, to earn-out - odroczone płatności zapewniają zarządowi stabilny, długoterminowy bodziec motywacyjny i lepsze wyrównanie interesów stron.”

V4C

- **Wycena i dźwignia – płacić za dowód, nie za obietnicę**

Teza (teoria): Platformy z dobrze skonsolidowaną narracją strategiczną i zintegrowanymi kompetencjami są zwykle wyceniane na wyższych mnożnikach niż pojedyncze add-ony. To rodzi pokusę „płacenia z góry” za przyszłe synergie.

Obserwacje z wywiadów (praktyka): Respondenci ostrzegają, że papierowe synergie często nie materializują się w pełnej skali ani w zakładanym tempie. Transakcje należy warunkować dowodami monetyzacji – pilotażami cross-sell, listami intencyjnymi (LOI) od kluczowych klientów i realnym pipeline’em – a nie jedynie deklaracjami synergii z modelu.

„Na papierze często jest więcej synergii niż w rzeczywistości i łatwo popaść w myślenie, że skoro są synergie, to można zapłacić więcej. Problemатyczny jest też dług, bo jego obsługa odciąga uwagę zarządu od innych ważnych tematów.”

CVC Capital Partners

"Ze względu na arbitraż mnożnika większą wartość może mieć zrobienie kilku mniejszych transakcji niż jednej dużej."

V4C

6. Wnioski i rekomendacje

Strategia buy-and-build stanowi jedno z kluczowych narzędzi budowania wartości w sektorze private equity, ale jej logikę wykorzystują również spółki giełdowe i inwestorzy branżowi rozwijający się przez akwizycje. Istotą tej koncepcji jest konsolidacja – tworzenie platformy poprzez przejęcia mniejszych, komplementarnych podmiotów, co pozwala na szybkie zwiększanie skali, poszerzanie kompetencji i wykorzystanie efektów synergii. Dzięki temu inwestorzy mogą poprawić wyniki operacyjne grupy oraz skorzystać z arbitrażu mnożnikowego, sprzedając większą, zintegrowaną platformę po wyższej wycenie.

Na rynku polskim buy-and-build realizowany jest w dwóch głównych modelach. Pierwszy to klasyczny „roll-up”, oparty na konsolidacji rozdrobnionych sektorów i dźwigniach takich jak centra usług wspólnych, optymalizacja struktur, siła zakupowa czy cross-sell. Drugi – model wertykalny – koncentruje się na przejęciach wnoszących nowe kompetencje, technologie czy kanały dystrybucji, gdzie głównym źródłem wartości są synergie przychodowe. Wzrost wartości w transakcjach tego typu najczęściej wynika właśnie z efektu skali, synergii kosztowych i przychodowych, profesjonalizacji zarządzania oraz atrakcyjniejszej narracji inwestycyjnej przy wyjściu. Dotychczas w Polsce strategia ta była najczęściej stosowana w

sektorach usług medycznych, weterynarii, turystyki, rynku funeralnym, alkoholi oraz retailu optycznego, gdzie rynek pozostaje rozdrobniony i atrakcyjny dla konsolidacji.

Oba podejścia niosą istotne ryzyka: od wyzwań integracyjnych i różnic kulturowych, przez trudności w motywowaniu właścicieli, po ryzyko finansowe związane z lewarowaniem czy przepłacaniem za aktywa. Doświadczenia pokazują jednak, że strategia buy-and-build rzeczywiście może generować ponadprzeciętne zwroty, pod warunkiem zachowania dyscypliny transakcyjnej i właściwego tempa integracji.

Na polskim rynku wciąż wydaje się istnieć przestrzeń dla kolejnych projektów konsolidacyjnych. Potwierdzają to zarówno przykłady funduszy PE, jak i spółek strategicznych – od Wirtualnej Polski, która konsekwentnie konsoliduje rynek turystyki online, po Grupę Klepsydra budującą pozycję lidera branży funeralnej.

Rekomendacje płynące z raportu obejmują: dla funduszy – większą dyscyplinę w wycenach i opieranie premii za synergie na dowodach ich materializacji; dla zarządzających – koncentrację na stronie przychodowej i budowaniu przewagi komercyjnej; dla spółek rozwijających się przez przejęcia – elastyczne podejście do integracji, łączenie narzędzi finansowych z wiedzą branżową i wykorzystanie relacji rynkowych. Buy-and-build może więc pozostać skutecznym motorem wzrostu wartości – szczególnie w warunkach polskiego rynku, gdzie konsolidacja wielu sektorów dopiero nabiera tempa.

Bibliografia

Douglas, E., Mohammed, I., & Zeisberger, C. (2025, May 28). *How private equity firms can ace buy-and-build*. INSEAD Knowledge. <https://knowledge.insead.edu/economics-finance/how-private-equity-firms-can-ace-buy-and-build>

Kupec, B. (2025, May 26). *Buy-and-build (roll-up) strategy*. Moonfare Glossary. <https://www.moonfare.com/glossary/buy-and-build-strategy>

MacArthur, H., McKay, M., Burack, R., Dessard, J., Rainey, B., Xue, L., & Gupta, S. (2024). *Global private equity report 2024*. Bain & Company. https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf