

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

# Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

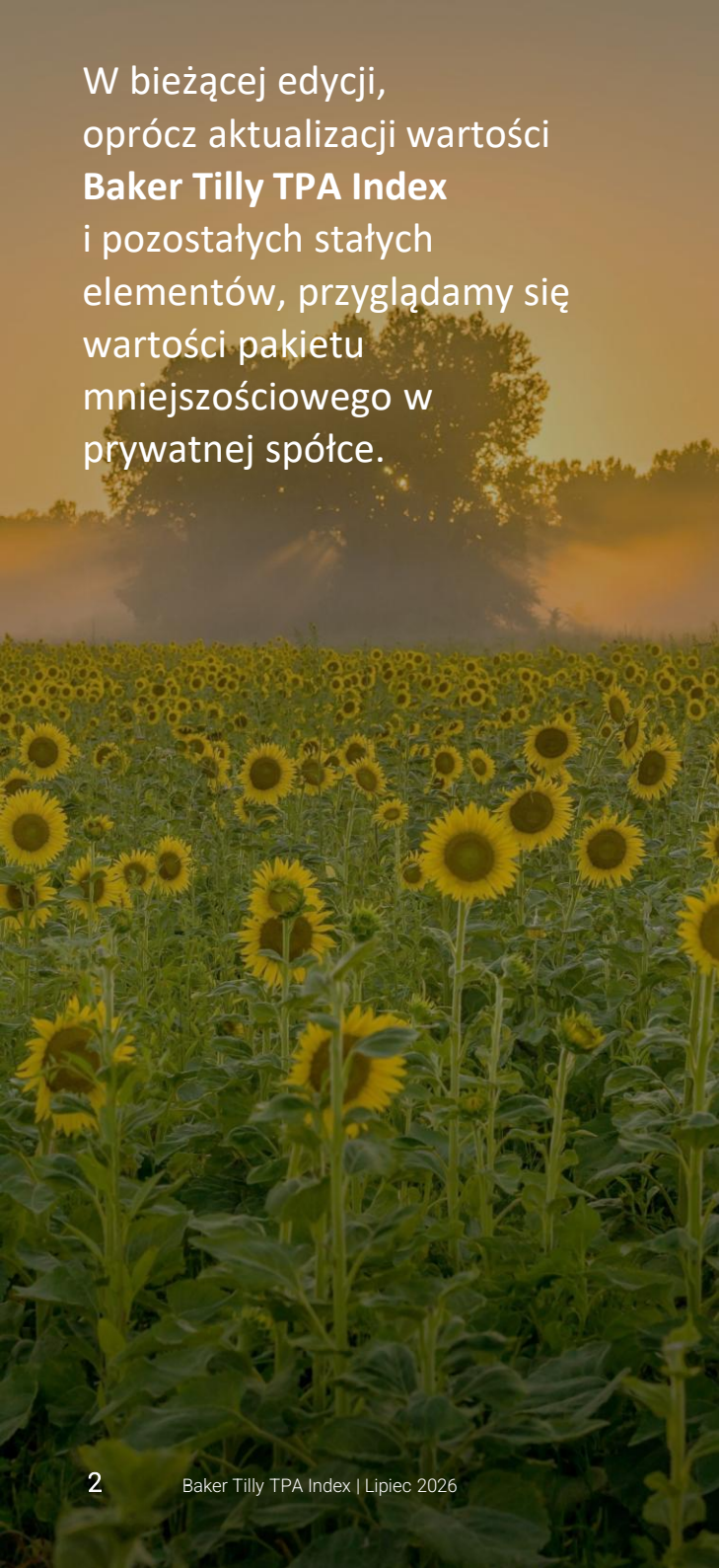
Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Lipiec 2026

**Now, for tomorrow**







W bieżącej edycji,  
oprócz aktualizacji wartości  
**Baker Tilly TPA Index**  
i pozostałych stałych  
elementów, przyglądamy się  
wartości pakietu  
mniejszościowego w  
prywatnej spółce.

## Szanowni Państwo,

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

.....

### Wnioski z obecnej analizy:

- **Baker Tilly TPA Index** agregujący wartości kilku wskaźników mierzących stan aktywności gospodarczej w Polsce najprawdopodobniej apogeum cyklu ma już za sobą, choć na razie wskazuje na **stabilne utrzymywanie się dobrej koniunktury**. Nasz komentarz w bieżącym wydaniu ponownie został wzbogacony o wypowiedź ekspertów mBanku – dra Marcina Mazurka oraz Dawida Sułkowskiego.
- **Liczba transakcji M&A w analizowanych trzech miesiącach (marzec 2026 r. – maj 2026 r.) wzrosła** w porównaniu z poprzednim okresem i znajduje się **powyżej średniej z ostatnich trzech lat**. W tym czasie zrealizowano **136 transakcji** fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 120 transakcjami w okresie grudzień 2025 r. – luty 2026 r.
- **Drugi kwartał 2026 r. przyniósł kontynuację wzrostów indeksów na GPW o 3–12%**. Korekta po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie okazała się krótkotrwała, a ważniejsze były dobre wyniki spółek oraz napływy na GPW.
- **Mnożniki wycen spółek publicznych są już od kilku kwartałów na cyklicznie wysokich poziomach**, co oznacza, że perspektywy dalszych silnych wzrostów wydają się mało prawdopodobne.
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego** w gospodarce aktualnie szacujemy na **9,47%**.

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko  
Partner zarządzający

Tomasz Manowiec, CFA, CVA, FCCA  
Associate Partner, Corporate Finance



# Podsumowanie II kwartału 2026 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Od listopada 2023 r. wskaźnik utrzymuje się w przedziale 0,60-0,67, wskazując na stabilizację sytuacji gospodarczej.

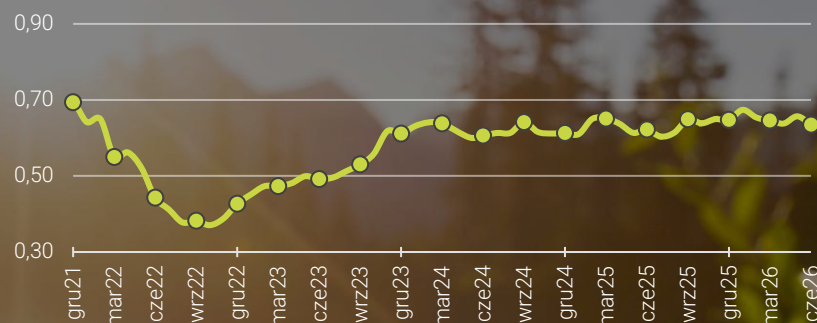
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

# 0,64

marzec 2026 r. – 0,65

Nadal utrzymujemy się w zakresie wahań ostatnich lat.

Poprzednie odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji M&A w ostatnich trzech miesiącach (marzec–maj) wzrosła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz jest powyżej średniej z ostatnich lat.

# 136

grudzień–luty 2026 r.: 120

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

II kwartał 2026 r.

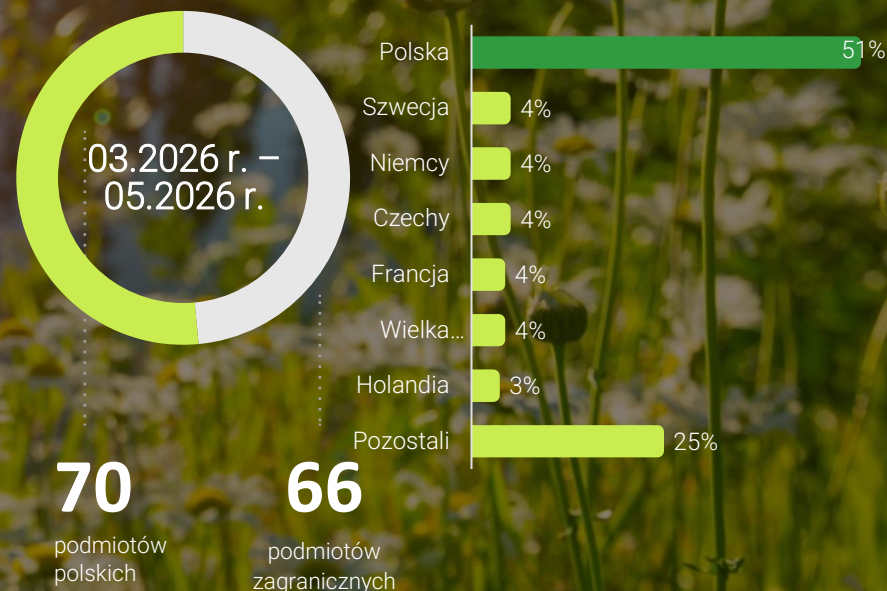
# 9,47%

I kwartał 2026 r. – 10,67%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

**Przemysł**  
**Technologie**  
**Nieruchomości**

Struktura nabywców w transakcjach w okresie marzec–maj 2026 r.



Mediana EV/EBITDA na GPW

czerwiec 2026 r.

# 7,19x

marzec 2026 r. – 7,56x

Mediana EV/Sales na GPW

czerwiec 2026 r.

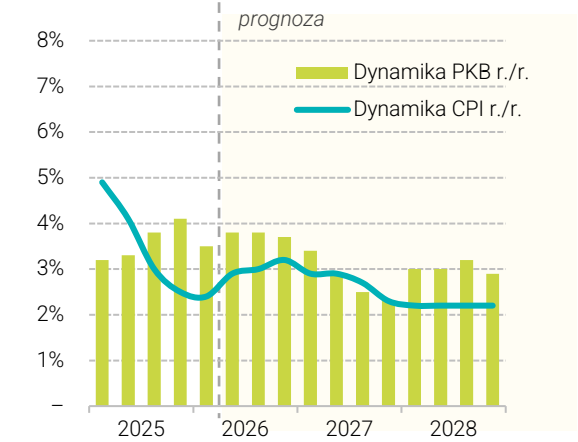
# 1,06x

marzec 2026 r. – 1,02x



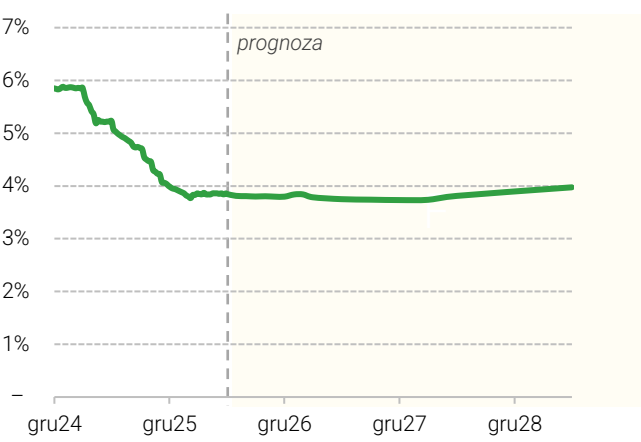
# Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie projekcji NBP z lipca 2026 r.

WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv.  
Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 30.06.2026 r.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 30.06.2026 r.

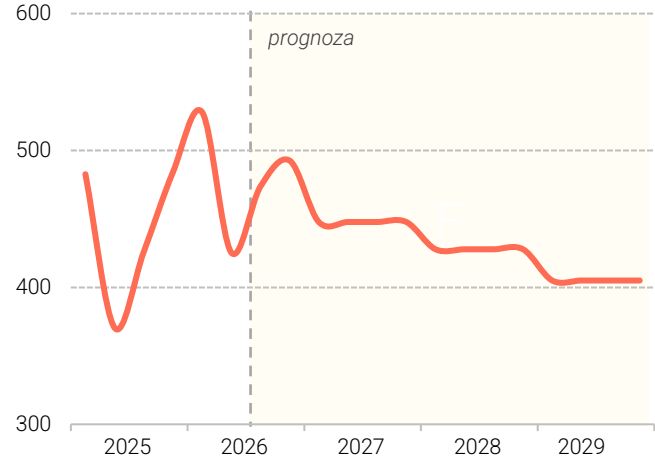
| Zapadalność | Rentowność |
|-------------|------------|
| 1 rok       | 3,75%      |
| 2 lata      | 4,06%      |
| 3 lata      | 4,26%      |
| 5 lat       | 4,80%      |
| 10 lat      | 5,30%      |

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie LSEG

## Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- Wzrost gospodarczy pozostaje solidny** – po wzroście PKB o 3,6% w 2025 r., gospodarka ma przyspieszyć do około 3,7% w 2026 r., choć od końca roku oczekiwane jest stopniowe wyhamowanie dynamiki wzrostu.
- Inflacja pozostaje pod kontrolą**, jednak prognoza na 2026 r. została podniesiona do 2,9% wskutek wzrostu cen surowców związanych z napięciami geopolitycznymi.
- Warunki finansowania powinny pozostać stabilne** – rynek oczekuje utrzymania stawki WIBOR 3M w przedziale 3,7–4,0% do połowy 2029 roku.
- Ceny energii pozostają podwyższone**, mimo spadku o 19,4% kw./kw. w II kwartale 2026 r. Średnia cena wyniosła 425 PLN/MWh, a kontrakty terminowe wskazują na poziom około 480 PLN/MWh w II połowie 2026 r. W kolejnych latach przewidywany jest stopniowy spadek cen do poziomu około 405 PLN/MWh w 2029 r.

Średnia kwartalna cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE, czerwiec 2026 r., PLN/MWh



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych TGE.  
Cena spot na podstawie indeksu TGeBASEm. Prognoza cen energii przedstawia średnioważone ceny dla kwartalnych oraz rocznych kontraktów BASE, czyli dostawy we wszystkie dni, przez wszystkie godziny doby.

# Spis treści

6

Baker Tilly TPA  
Index

9

Komentarz  
makroekonomiczny  
eksperta

10

Ile warty jest pakiet  
mniejszościowy w spółce  
prywatnej?

12

Aktywność transakcyjna  
i mnożniki wyceny

17

Koszt kapitału własnego –  
ile wynosi?

24

Załącznik – opis  
wskaźników koniunktury

27

O Baker Tilly TPA  
Autorzy



# Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

## Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,64, a więc minimalnie niżej niż w marcu br. Na początku roku nastąpiło wreszcie wyjście z ponad dwuletniej stabilizacji i w styczniu osiągnięty został najwyższy wynik tego cyklu, czyli 0,67. Jak na razie okazuje się to szczytowy poziom Indeksu. Odczyty indeksu wskazują na stabilizację sytuacji makroekonomicznej w Polsce, czemu towarzyszy również stabilna dynamika PKB w okresie ostatnich trzech lat w okolicy 3,0-4,0%.

Strefa szczytu koniunkturalnego (określona jako wskazania Indeksu powyżej 0,70) nie została wciąż osiągnięta, tymczasem zgodnie z najnowszymi prognozami szczyt poziomu dynamiki PKB może być już za nami. Stabilna, bardzo dobra koniunktura rozciąga się na okres od III kwartału 2025 r. do IV kwartału 2026 r., w którym spodziewane tempo wzrostu zawiera się w przedziale 3,5-4,1%, przy czym najwyższa wartość pojawia się w końcówce ubiegłego roku.

Minimalny poziom indeksu w tym cyklu został wyznaczony w październiku 2022 r. przy wartości 0,37. Od tego momentu wskaźnik notował trend wzrostowy, a ostatnio – stabilizację, choć odczyty poszczególnych składowych wykazują nieco zróżnicowane ścieżki.

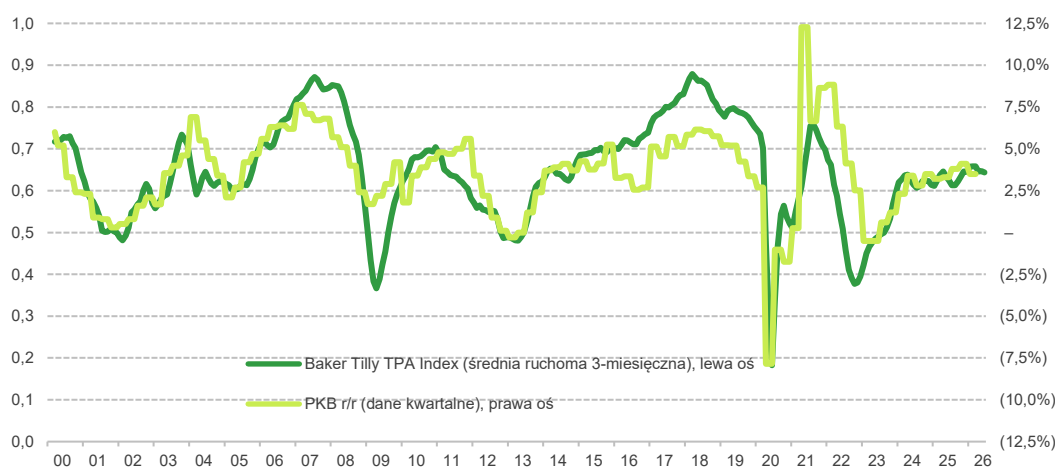
Od początku roku obserwujemy dużą stabilność wszystkich wskaźników, mimo zawirowań geopolitycznych oraz ryzyk, które z nich wynikały. Z wyjątkiem wskaźnika PMI, który zanotował znaczący spadek w czerwcu, pozostałe obserwowane parametry miały niemal identyczne wskazania jak na początku 2026 r. Niemniej dwa wskaźniki w tym cyklu przekroczyły już wcześniej poziom 0,70, a dwa pozostałe były bardzo blisko. Dlatego prawdopodobnie ten cykl zakończy się na nieco niższym poziomie, ale za to z rozciągnięciem czasowym.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS

## Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie jak dotąd nie okazał się destrukcyjny dla polskiej gospodarki, choć przyczynił się do lekkiego pogorszenia prognoz, tj. nieco niższego wzrostu oraz nieco wyższej inflacji w perspektywie 2026 r. W efekcie najwyższa dynamika wzrostu w tym cyklu została zapewne zanotowana w końcówce 2025 r., kiedy osiągnęła 4,1%. W kolejnych kwartałach do końca 2026 r. tempo wzrostu powinno utrzymać się na wciąż wysokim poziomie, jednak nie da się ukryć, że zmierzamy ku spowolnieniu. W trakcie 2027 r. dynamika wzrostu spadnie do ok. 2,5%, co na razie może nie brzmieć szczególnie niepokojąco.

Słabsze tempo wzrostu będzie wynikało głównie z wygasającego impulsu inwestycyjnego, który swój maksymalny wkład będzie miał w drugiej połowie br. Natomiast nadal spodziewane jest

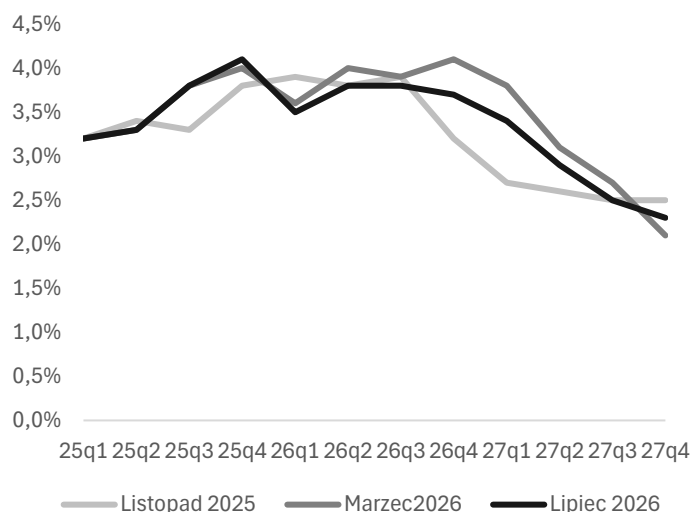
utrzymanie silnej konsumpcji wewnętrznej. Co prawda stopa bezrobocia zaczyna nieco rosnąć, wykazując istotnie wyższe wartości r/r w każdym z ostatnich kilkunastu miesięcy, a jej obecne poziomy są najwyższe od 2021 r., to jednak nadal jest na stosunkowo niskim poziomie i nie hamuje presji płacowej. Aktualne tempo podwyżek płac wynosi ok. 6% i oczekuje się, że utrzyma taki poziom jeszcze przez dwa lata, dając solidny, realny wzrost na poziomie ok. 3%.

Napływające sygnały z gospodarki (na podstawie wskaźników makroekonomicznych) oraz giełdy (poziom wyceny, napływy, optymizm inwestorów) zdecydowanie umacniają przekonanie, że jesteśmy blisko punktu zwrotnego i długo nieobserwowanej gorszej koniunktury. Jeszcze trudno przewidzieć, jak głębokie będzie cofnięcie, jednak ważne jest, by być

na nie gotowym. O ile popyt nie powinien się załamać i inwestycje realne nadal bronią się potrzebami rozwoju, automatyzacji i zwiększania konkurencyjności, to w przypadku inwestycji portfelowych (akwizycji) obecny moment charakteryzuje się wysokimi wycenami, którym towarzyszy podwyższone ryzyko. Nie wróży to zatem uzyskania adekwatnej stopy zwrotu.

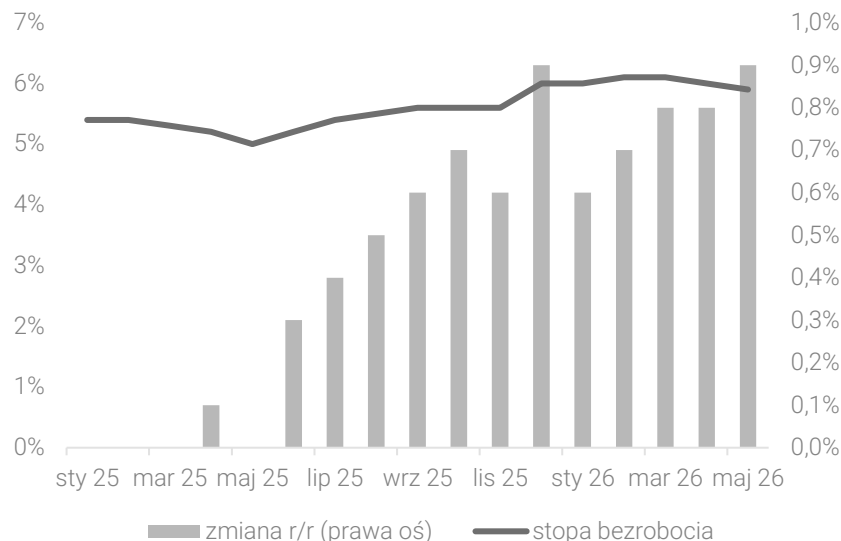
Spełnia się obecnie opisany przez nas w poprzednich wydaniach scenariusz osłabienia złotego wobec głównych walut, co wesprze eksporterów, ale zaszkodzi importerom oraz przyczyni się do wyższej inflacji. Biorąc pod uwagę perspektywę kolejnych kwartałów, zapewne zobaczymy jeszcze wyższe kursy euro i dolara wobec polskiej waluty.

### Prognozy PKB w Polsce w kolejnych projekcjach NBP



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP.

### Stopa bezrobocia w Polsce i jej zmiana r/r



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS.



# Baker Tilly TPA Index

## Jak czytać Baker Tilly TPA Index?

Faza cyklu gospodarczego ma bardzo duże znaczenie dla procesów decyzyjnych i strategicznych, ponieważ oddziałuje na wiele obszarów funkcjonowania uczestników rynku. Ocena obecnej fazy wpływać będzie na odpowiedź na wiele pytań. Czy jest to dobry moment na inwestycje, czy nadchodzi spowolnienie i lepiej zachować ostrożność? Czy jest to właściwy czas na sprzedaż działalności lub spółek ze względu na dobrze prosperującą gospodarkę? A może jest to odpowiedni moment na kupno innych przedsiębiorstw w okresie gorszej koniunktury? Również inwestycje portfelowe najlepiej zwiększać w czasie dekoniunktury i spieniężać w szczycie cyklu. Aspekty te są istotne dla przedsiębiorców, zarządów spółek, działów finansowych, inwestorów, ale też audytorów czy doradców.

Odpowiedź na pytanie o stan gospodarki nie jest łatwa i nigdy nie będzie jednoznaczna, ponieważ wpływa na niego olbrzymia liczba czynników, a sam stan może zostać zaburzony przez nieprzewidywalne wydarzenia (jak np. pandemia COVID-19). Jednak są wskaźniki, które mają na celu wskazanie stanu gospodarki i kierunku jej rozwoju na najbliższą przyszłość. Na ich podstawie można podjąć próbę określenia fazy cyklu gospodarczego oraz jego punktów zwrotnych.

Jest wiele publikacji określających stan koniunktury – przedstawiają je instytucje publiczne, organizacje branżowe oraz inne podmioty prywatne. W przypadku Polski za najbardziej istotne i wiarygodne, a jednocześnie powszechnie dostępne, uznaliśmy dane publikowane przez Komisję Europejską (wskaźnik ESI), GUS (ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej oraz bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej), a także indeks PMI przemysłu. Zebranie tych wskaźników uznaliśmy za wartościowe, gdyż nie wszystkie z nich są na bieżąco obserwowane przez podmioty gospodarcze, a mają one duże znaczenie dla podejmowania długoterminowych

decyzji ekonomicznych. Aktualna wartość tych wskaźników prezentowana jest przez ich dostawców w każdym miesiącu. W niniejszej publikacji, którą aktualizujemy w cyklu kwartalnym, dokonujemy podsumowania bieżących odczytów wymienionych wskaźników, jak również ich agregacji do jednego indeksu określającego uśrednione wskazanie fazy cyklu koniunkturalnego. Szczegóły dotyczące wyznaczania wartości zagregowanej wskaźnika przedstawione zostały poniżej, a opis wykorzystanych wskaźników znajduje się w załączniku.

Ponieważ wskaźniki te przyjmują wartości w różnym stopniu oscylujące wokół 0, 100 lub 50, ich bieżąca wartość może nie być jednoznaczna w interpretacji dla wszystkich odbiorców bez analizy odczytów w długim terminie. Trudno bowiem określić, czy obecny poziom oznacza dobry czy bardzo dobry stan gospodarki lub analogicznie – słaby czy bardzo słaby stan koniunktury. Dlatego postanowiliśmy ujednolicić (znormalizować) te wskazania w odniesieniu do historii odczytów dla każdego wskaźnika. Na bazie historycznych wyników co miesiąc określamy, gdzie znajduje się bieżąca wartość w przedziale od 0 do 100%

zakresu wyznaczanego przez minimum i maksimum dla danego wskaźnika, począwszy od 2000 r. Nowe maksimum oznaczać będzie 100%, nowe minimum 0, a wartości pośrednie znajdą się pomiędzy tymi ekstremami. Następnie wyznaczana jest średnia ze znormalizowanych w ten sposób wartości dla czterech wskazanych powyżej wskaźników, która zawsze będzie zawierać się w przedziale od 0 do 1.

Analiza przeszłych wskazań naszego indeksu pozwala wyznaczyć poziomy powyżej 0,7 jako implikujące szczyt cyklu koniunkturalnego, natomiast poniżej 0,5 jako odczyty recesyjne lub znacznego spowolnienia w aktywności gospodarczej. Dodatkowo kierunek zmian następujących w kolejnych miesiącach pozwala analizować trendy w koniunkturze gospodarczej oraz podejmować próbę określenia punktów zwrotnych cyklu.



## Komentarz do sytuacji makroekonomicznej w Polsce - dr Marcin Mazurek, główny ekonomista mBanku, Dawid Sułkowski, ekonomista mBanku

Kolejny kwartał w polskiej gospodarce upłynął pod dyktando wydarzeń na Bliskim Wschodzie. Ceny ropy poszybowały pod maksima znane z początków wojny na Ukrainie. W czerwcu pojawiło się zawieszenie broni i rynek odetchnął... chwilowo. Gdy już wydawało się, że sytuacja jest spokojna, strony powróciły do kolejnych ostrzałów, ograniczając ruch w cieśninie Ormuz. Choć reakcja rynków jest tym razem ograniczona, a ceny ropy utrzymują się wyraźnie poniżej groźnych poziomów sprzed zawieszenia broni w czerwcu, to jedno się nie zmieniło: niepewność związana z tym regionem została z nami na dłużej.

Najbardziej bezpośredni skutek zawirowań na rynku ropy miał być widoczny w polskiej inflacji poprzez ceny paliw, jednak rządowy projekt CPN chwilowo odłożył go w czasie. Dołożmy do tego zaskakująco niskie ceny żywności i nagle w czerwcu inflacja zrobiła pozytywną niespodziankę, meldując się dokładnie w celu NBP. Choć od lipca kierowcy ponownie zapłacą więcej, to jest to głównie przesunięcie podwyżek w czasie i nie zmienia fundamentów inflacji. Pozostaniemy w granicach celu inflacyjnego,

choć po jego górnej stronie pasma odchyień, z lekko podwyższoną inflacją bazową, choć proveniencja tego podwyższenia nie wykracza poza kategorie towarów i usług, w których paliwo stanowi gros kosztów. Przeniesienie ma więc charakter czysto mechaniczny.

Mroźna zima i wysokie ceny ropy wybiły gospodarkę ze stricte wzrostowej ścieżki. Ubiegły rok kończyliśmy z 4% wzrostem PKB, który w pierwszym kwartale przyhamował do 3,5%. Wygląda jednak na to, że apogeum zawirowań na Bliskim Wschodzie zbiegnie się z ponownym przyspieszeniem. W II kwartale celujemy w 3,7% i również tyle powinien wynieść wzrost w całym roku. Niezmiennie ten rok upłynie pod znakiem inwestycji napędzanych projektami ze środków unijnych. Problem w tym, że budownictwo nadal nie wygląda jak sektor stojący u progu wielkiego boomu inwestycyjnego. Być może skala inwestycji infrastrukturalnych już nie robi takiego wrażenia, gdy rynek urósł znacząco w ciągu kilkunastu lat. Być może dominujące roboty specjalistyczne nie wnoszą tyle do PKB, co instalowane w ich wyniku maszyny

i urządzenia, a być może coraz większy wkład w inwestycje ma po prostu własność intelektualna.

Rynek pracy też dopisał swoją część historii, gdy wynagrodzenia wyhamowały mocniej niż zakładaliśmy. Dla konsumpcji to nie jest dobra wiadomość, dla inflacji – wręcz przeciwnie. Przy 5–6% dynamice wynagrodzeń nominalnych dużo łatwiej będzie osiągać cel inflacyjny. Na razie sytuacja w RPP zmieniała się w II kwartale jak w kalejdoskopie. Jeszcze na początku roku rozmawialiśmy o kolejnych obniżkach. Potem przyszła ropa, Iran i nawet chwilowe obawy, że trzeba będzie dyskutować już nie o cięciach, lecz o podwyżkach – EBC zresztą tak właśnie zrobił. Ostatecznie jesteśmy po lipcowej gołębiej konferencji prezesa Głapińskiego, który sugeruje, że już po wakacjach sam może złożyć wniosek o obniżkę stóp. My zachowujemy zimną krew, patrząc na fundamenty makro. A te podpowiadają, że na obniżki jest jeszcze za wcześnie. Być może nawet o cały okrągły rok.



# ! Ile warty jest pakiet mniejszościowy w spółce prywatnej?

**Posiadanie 10% udziałów w spółce wycenianej na 100 mln zł nie musi oznaczać, że pakiet ten jest wart 10 mln zł. Proporcjonalne przypisanie wartości całego przedsiębiorstwa jest jedynie punktem wyjścia do dalszej analizy. W praktyce udziały mniejszościowe w spółkach prywatnych sprzedawane są zwykle z dyskontem, ponieważ ich właściciel nie kontroluje przedsiębiorstwa, a znalezienie nabywcy może być trudne i czasochłonne.**

Problem ten występuje dość często. Akcjonariuszami mniejszościowymi zostają założyciele, którzy sprzedali inwestorowi większość spółki, członkowie kadry zarządzającej, pracownicy uczestniczący w programach motywacyjnych, spadkobiercy lub członkowie rodzinnych przedsiębiorstw. Formalnie posiadają oni określony procent kapitału, jednak ich wpływ na najważniejsze decyzje może być niewielki. Nie mogą samodzielnie zmienić zarządu, zdecydować o wypłacie dywidendy, sprzedaży przedsiębiorstwa ani wejściu spółki na giełdę.

Jednocześnie sprzedaż takiego pakietu bywa znacznie trudniejsza niż zbycie akcji spółki publicznej. Nie istnieje zorganizowany rynek, na którym codziennie spotykali się kupujący i sprzedający, a liczba potencjalnych inwestorów jest ograniczona. Dodatkową przeszkodą mogą być zapisy umowy spółki lub umowy wspólników, przewidujące zgodę na sprzedaż, prawo pierwszeństwa albo prawo pierwokupu pozostałych wspólników. Nabywca musi również przeprowadzić analizę spółki i zaakceptować ryzyko, że po zakupie nadal pozostanie uzależniony od decyzji dominującego właściciela.

## Dwa rodzaje dyskonta

W wycenach najczęściej rozróżnia się dyskonto za brak kontroli, określane jako DLOC, oraz dyskonto za brak płynności lub zbywalności, czyli DLOM. Pierwsze z nich odzwierciedla ograniczone możliwości wpływania na działalność spółki. Drugie wynika z tego, że danego składnika aktywów nie można szybko i bez znaczących kosztów zamienić na gotówkę.

DLOM nie jest zatem automatycznie dyskontem właściwym wyłącznie dla pakietu mniejszościowego. Brak rynku może dotyczyć zarówno 100% udziałów w spółce prywatnej, jak i konkretnego niewielkiego pakietu. Natomiast DLOC odnosi się bezpośrednio do praw związanych z wycenianymi udziałami. W niektórych wycenach uzasadnione będzie zastosowanie obu korekt, trzeba jednak uważać, aby dwukrotnie nie uwzględnić tego samego ryzyka. Dyskonta powinny być ponadto nakładane kolejno, a nie dodawane. Przykładowo zastosowanie dwóch dyskont po 20% oznacza łączną redukcję wartości o 36%, a nie o 40%.

Jednym ze źródeł informacji wykorzystywanych do szacowania dyskonta za brak kontroli są transakcje przejęć spółek publicznych. Analizy danych Mergerstat bywają przywoływane jako wskazujące na średnie dyskonto w okolicach 24%. Zestawienia BVR i FactSet dla lat 2010–2020 pokazują, że średnie oraz mediany dla całego rynku przeważnie mieściły się w przedziale około 20–27%, choć wyniki różniły się między branżami i poszczególnymi okresami. Dane te powstają przez przeliczenie premii płaconej za kontrolę na odpowiadające jej dyskonto mniejszościowe.

Nie oznacza to jednak, że 24% można przyjąć w każdej wycenie. Badania dotyczące braku płynności pokazują bardzo szerokie zakresy wyników, od wartości jednocyfrowych do poziomów przekraczających 50%. Amerykańska administracja podatkowa zwraca przy tym uwagę, że samo powołanie się na średnią z badania nie jest wystarczające, ponieważ dyskonto powinno wynikać z cech konkretnej spółki i konkretnego pakietu.

## Od czego zależy wartość pakietu?

Pierwszym czynnikiem jest wielkość i rozpoznawalność przedsiębiorstwa. Im większa spółka, tym zwykle szersza grupa potencjalnych inwestorów, lepsza dostępność informacji i większa szansa na przeprowadzenie transakcji. Brak notowań giełdowych nie zawsze musi więc oznaczać całkowity brak zainteresowania akcjami. W przypadku dużego podmiotu z szerokim akcjonariatem i realną perspektywą debiutu może powstać rynek przedtransakcyjny. Historycznym przykładem znaczenia skali i oczekiwanego IPO było PZU, którego akcje pracownicze zostały zdematerializowane bezpośrednio przed debiutem giełdowym w 2010 r. i były powszechnie obracane jeszcze przed wprowadzeniem na giełdę.

Istotna jest także wielkość samego pakietu. Bardzo mały udział, który nie daje żadnych szczególnych uprawnień, będzie zwykle wyceniany z większym dyskontem. Z kolei pakiet pozwalający blokować określone uchwały, powołać członka rady nadzorczej albo uzyskać istotny wpływ na decyzje może być wart wyraźnie więcej. Zależność nie zawsze jest zatem liniowa – przekroczenie progu dającego dodatkowe prawa może spowodować skokowy wzrost wartości.







Kolejne elementy to sytuacja finansowa spółki, jej perspektywy rozwoju, poziom zadłużenia i jakość zarządzania. Rentowne przedsiębiorstwo o rosnących przychodach będzie łatwiejsze do sprzedaży niż podmiot wymagający restrukturyzacji lub finansowania. Znaczenie ma również polityka dywidendowa. Regularne wypłaty umożliwiają akcjonariuszowi uzyskiwanie zwrotu bez konieczności sprzedaży udziałów, dlatego powinny ograniczać skalę dyskonta. Podobny wpływ może mieć przewidywalny termin wyjścia, na przykład planowane IPO, sprzedaż inwestorowi strategicznemu lub przyznane wspólnikowi prawo żądania odkupu udziałów. Analizy dotyczące DLOM wskazują właśnie na rentowność, zadłużenie, dywidendy, jakość zarządzania, ograniczenia w sprzedaży oraz oczekiwany okres utrzymywania inwestycji jako istotne elementy wyceny.

Duże znaczenie ma struktura akcjonariatu. Przy rozproszonym kapitale nawet relatywnie niewielki pakiet może być atrakcyjny dla inwestora budującego pozycję kontrolną. Jeżeli natomiast jeden akcjonariusz posiada zdecydowaną większość, zakup kilku procent udziałów zwykle nie zmienia układu sił. Wtedy kluczowe stają się standardy corporate governance, dostęp do informacji oraz sposób traktowania mniejszości przez głównego właściciela. Ryzyko zawierania transakcji z podmiotami powiązanymi, niewypłacania dywidendy czy podejmowania decyzji korzystnych głównie dla większościowego akcjonariusza może istotnie obniżyć wartość pakietu.

Dyskonto mogą natomiast ograniczać dodatkowe uprawnienia zapisane w umowie wspólników: prawo do miejsca w radzie nadzorczej, prawo weta, tag along, opcja put, gwarantowana dywidenda czy obowiązki okresowego dostarczania informacji finansowych. Ostatecznie wycenie podlega bowiem nie tylko procent kapitału, ale cały zestaw praw i ograniczeń związanych z udziałami.

### **Kiedy potrzebna jest wycena?**

Wartość pakietu mniejszościowego ustala się przede wszystkim przy jego sprzedaży lub wejściu nowego inwestora. Profesjonalna wycena może być pomocna nawet wtedy, gdy strony mogą swobodnie uzgodnić cenę, ponieważ stanowi punkt odniesienia w negocjacjach.

Szczególnym przypadkiem jest przymusowy wykup, czyli squeeze-out. Kodeks spółek handlowych pozwala w spółce akcyjnej niepublicznej na wykup akcjonariuszy reprezentujących łącznie nie więcej niż 5% kapitału przez akcjonariuszy posiadających co najmniej 95%. Jeżeli akcje nie są notowane na rynku regulowanym, cenę ustala biegły wybrany przez walne zgromadzenie albo wyznaczony przez sąd rejestrowy.

Wycena może być potrzebna również dla celów sprawozdawczych, gdy udziały mają zostać ujęte według wartości godziwej. MSSF 13 wymaga w takim przypadku zastosowania technik wyceny opartych na założeniach, które przyjąłby uczestnicy rynku, a w odniesieniu do nienotowanych instrumentów kapitałowych dopuszcza

między innymi podejście dochodowe, rynkowe i skorygowanych aktywów netto. Wartość udziałów bywa także określana przy dziale spadku, podziale majątku, sporach wspólników, umorzeniu udziałów, zabezpieczeniu finansowania lub rozliczaniu programów motywacyjnych.

### **Podsumowanie**

Pakiet mniejszościowy w spółce prywatnej jest zwykle wart mniej niż proporcjonalna część wartości całego przedsiębiorstwa, ale nie istnieje jedno dyskonto właściwe dla wszystkich przypadków. Poziom około 20–25% może stanowić punkt odniesienia dla braku kontroli, jednak rzeczywista korekta może być zarówno znacznie niższa, jak i wyższa. Decydują prawa związane z pakietem, możliwość jego sprzedaży, sytuacja finansowa spółki, polityka dywidendowa, struktura akcjonariatu i zachowanie właściciela większościowego.

Z tego względu wycena nie powinna ograniczać się do mechanicznego pomnożenia wartości spółki przez procent udziałów ani do zastosowania średniego dyskonta z jednego badania. Skorzystanie z usług doświadczonego doradcy pozwala uporządkować te czynniki, dobrać właściwą metodykę i lepiej uzasadnić wartość zarówno w negocjacjach, jak i w postępowaniu formalnym.

*Niniejszy tekst ma charakter ogólny i nie stanowi porady prawnej, podatkowej ani rekomendacji dotyczącej konkretnej transakcji.*

W analizowanych ostatnich trzech miesiącach (marzec–maj) aktywność transakcyjna wzrosła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Liczba transakcji znajduje się powyżej średniej z ostatnich trzech lat.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu ostatnich trzech miesięcy miało miejsce 136 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

## Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Ze względu na opóźnienia w publikacji informacji o transakcjach, ostatni 3-miesięczny okres analizy obejmuje przedział od marca 2026 r. do maja 2026 r.

W ciągu analizowanych trzech miesięcy zrealizowano 136 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 120 transakcjami w okresie grudzień 2025 r. – luty 2026 r. oraz 88 transakcjami w analogicznym okresie roku poprzedniego.

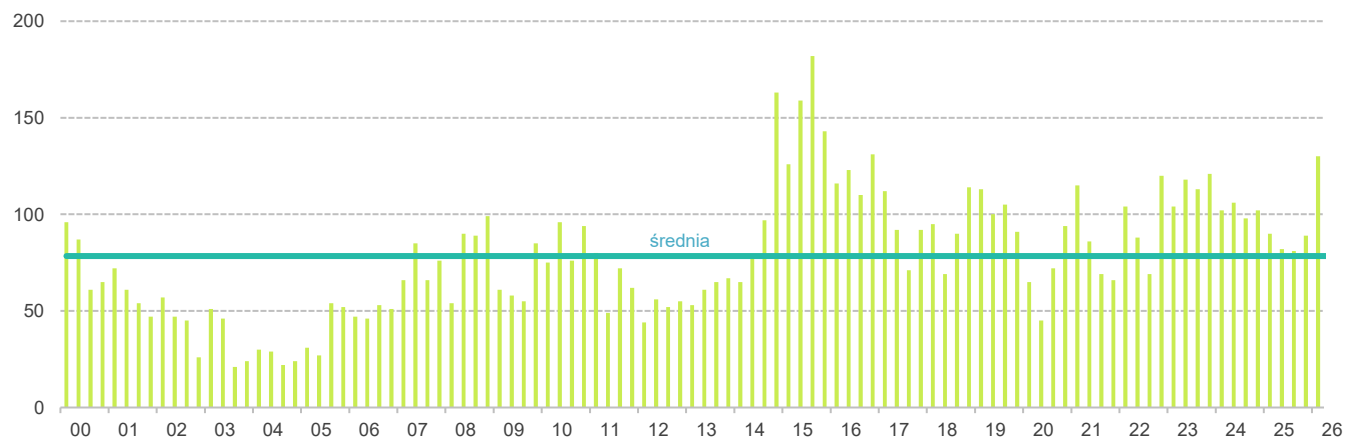
W ostatnich trzech miesiącach inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 70 transakcji, w porównaniu z 55 transakcjami w okresie grudzień 2025 r. – luty 2026 r. Udział inwestorów lokalnych wzrósł z 45,8% w okresie grudzień 2025 r. – luty 2026 r. do 51,5% w ostatnich trzech miesiącach.

W całym okresie styczeń–maj 2026 r. miało miejsce 217 przejęć, o 46% więcej niż w tym samym okresie 2025

r., kiedy zrealizowano 149 transakcji. Od początku 2026 r. zauważalne jest istotne przyspieszenie w liczbie przeprowadzanych transakcji, co może wynikać z osiągnięcia szczytu koniunkturalnego, jednak trudna sytuacja geopolityczna może schłodzić rynek M&A w najbliższych miesiącach.

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

### Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce w poszczególnych kwartałach, od 2020 r. do I kw. 2026 r.



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv i Mergermarket



## Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

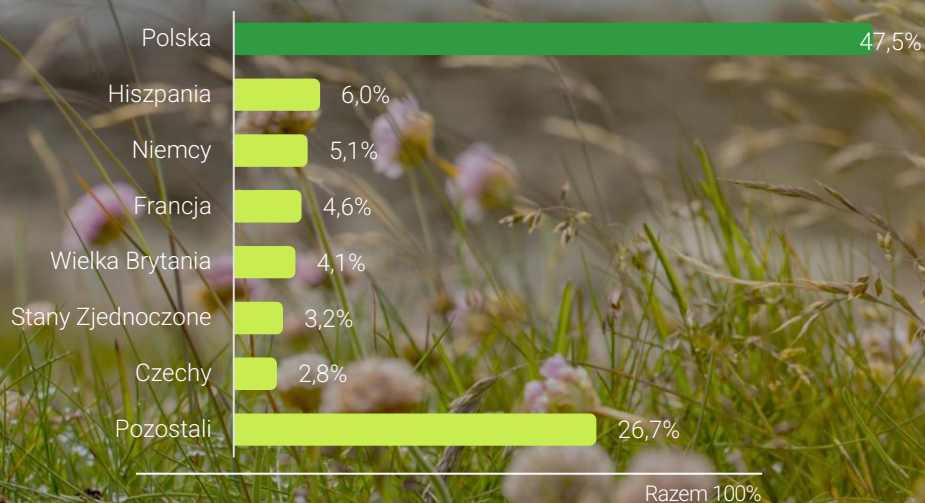
W pierwszych pięciu miesiącach 2026 r. inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 47,5% transakcji, w porównaniu z 55,7% transakcji w analogicznym okresie 2025 roku. Przejmujący spoza Polski pochodzili głównie z Hiszpanii (13 transakcji), Niemiec (11 transakcji), Francji (10 transakcji), Wielkiej Brytanii (9 transakcji), USA (7 transakcji) oraz Czech (6 transakcji).

Liczba transakcji przeprowadzonych przez podmioty z Polski wzrosła z 83 w pierwszych pięciu miesiącach 2025 r. do 103 w analogicznym okresie 2026 roku.

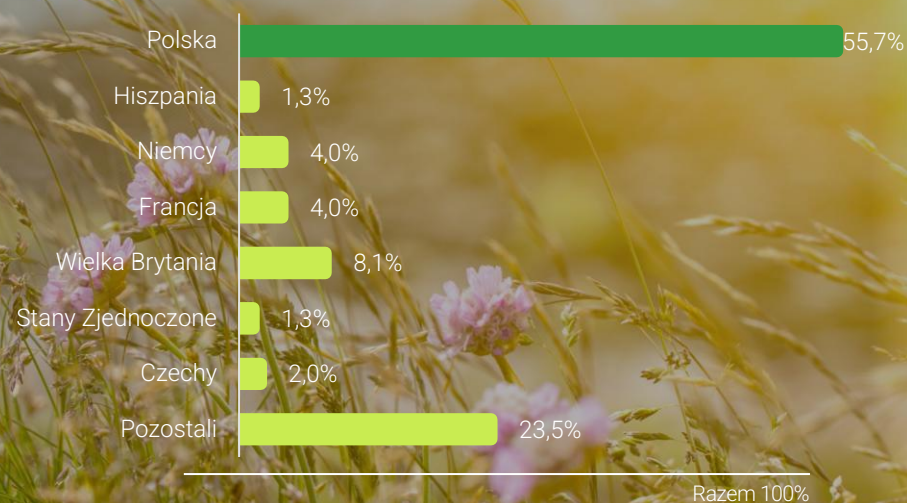
W miesiącach marzec–maj 2026 r. udział inwestorów z Polski wyniósł 51,5% w porównaniu z 45,8% w okresie grudzień 2025 r. – luty 2026 r. Wzrostowi udziału inwestorów z Polski towarzyszył wzrost całkowitej liczby transakcji.

### Struktura nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora

#### styczeń–maj 2026 roku



#### styczeń–maj 2025 roku



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv i Mergermarket

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w pierwszych pięciu miesiącach 2026 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora przemysłu oraz technologii, które odpowiadały odpowiednio za 18% i 16% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory energetyki (15%), ochrony zdrowia (12%) oraz nieruchomości (12%). Istotny spadek aktywności transakcyjnej odnotowano w sektorach usług i produktów konsumenckich oraz mediów.

W okresie marzec–maj 2026 r. najwięcej transakcji zostało przeprowadzonych w sektorze przemysłu (21%) oraz nieruchomości (14%).

## Podział transakcji ze względu na sektory

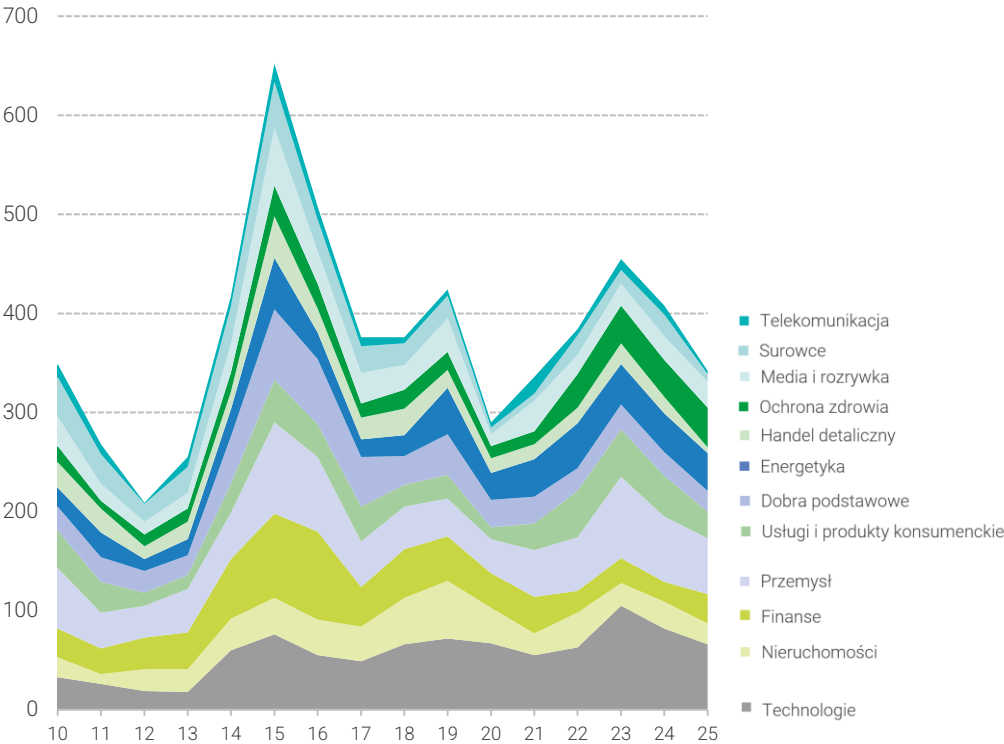
|                                | 2000-05.2026 | 2024 | 2025 | sty-maj25 | sty-maj26 |
|--------------------------------|--------------|------|------|-----------|-----------|
| Dobra podstawowe               | 8%           | 6%   | 6%   | 2%        | 6%        |
| Usługi i produkty konsumenckie | 9%           | 10%  | 8%   | 10%       | 5%        |
| Energetyka                     | 8%           | 10%  | 11%  | 15%       | 15%       |
| Finanse                        | 11%          | 5%   | 9%   | 10%       | 4%        |
| Ochrona zdrowia                | 5%           | 9%   | 12%  | 11%       | 12%       |
| Technologie                    | 14%          | 20%  | 19%  | 17%       | 16%       |
| Przemysł                       | 14%          | 16%  | 16%  | 19%       | 18%       |
| Surowce                        | 7%           | 5%   | 2%   | 1%        | 1%        |
| Media                          | 7%           | 6%   | 8%   | 7%        | 4%        |
| Nieruchomości                  | 7%           | 7%   | 6%   | 3%        | 12%       |
| Handel detaliczny              | 5%           | 4%   | 2%   | 3%        | 7%        |
| Telekomunikacja                | 3%           | 2%   | 1%   | 1%        | 1%        |
| Łącznie transakcji             | 8321         | 408  | 342  | 149       | 217       |

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv i Mergermarket

Poniższy wykres ukazuje zmiany w liczbie transakcji na przestrzeni lat 2010–2025 w podziale na sektory. Największa liczba transakcji w 2025 r., podobnie jak w roku poprzednim, dotyczyła spółek technologicznych. Stanowiły one 19% wszystkich transakcji w 2025 r. W porównaniu z 2024 r. zauważalny był rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze finansów, którego udział wzrósł z 5% do 9% oraz ochrony zdrowia – wzrost z 9% do 12%.

Największy spadek odnotował sektor technologii, jednak nadal udział tego sektora znajduje się na wysokim poziomie w porównaniu z historycznymi wartościami.

## Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2010–2025



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv i Mergermarket



# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

## Wyceny na GPW w Warszawie

Drugi kwartał 2026 roku przyniósł dynamiczne wzrosty indeksów na GPW o 3–12%. Podpisanie porozumienia ramowego pomiędzy USA a Iranem doprowadziło do optymizmu i wzrostu notowań w czerwcu bieżącego roku. Na koniec kwartału indeksy były średnio o 8% powyżej wartości z końca pierwszego kwartału 2026 roku.

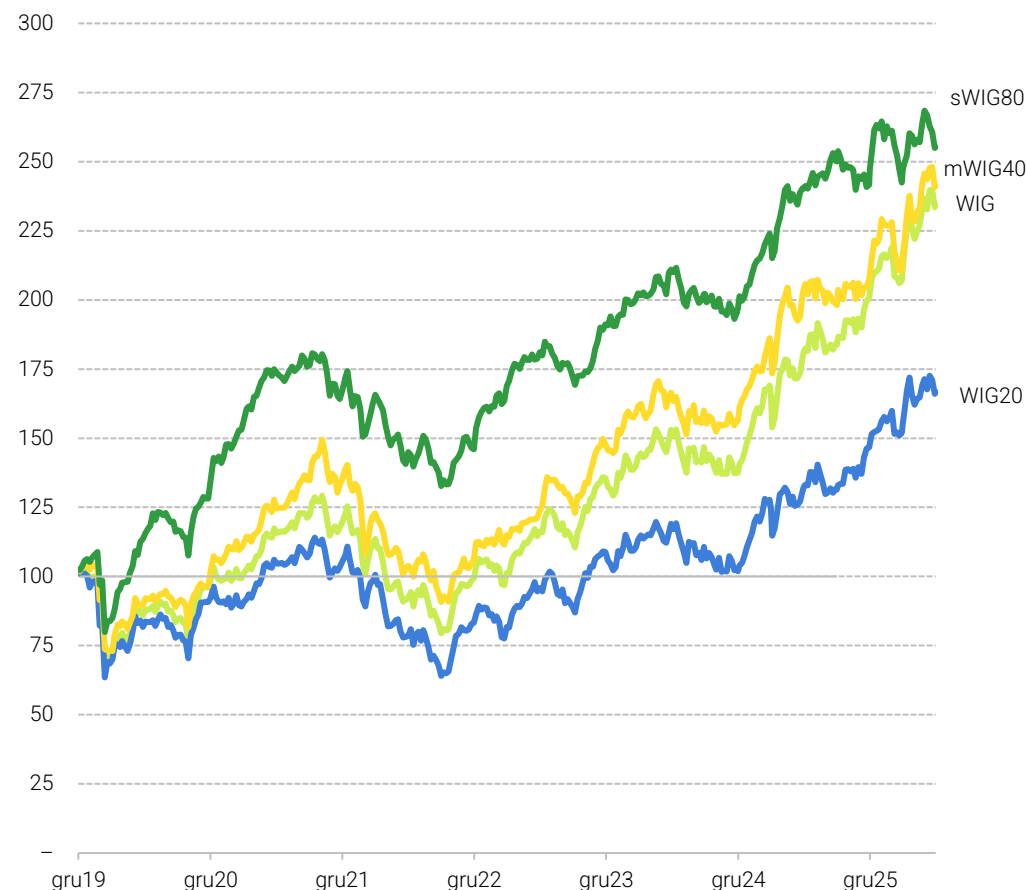
W ostatnim kwartale największy wzrost zanotował indeks mWIG40, który wzrósł o 11,6% w porównaniu z pierwszym kwartałem 2026 roku, osiągając wartość 9.445 pkt.

Indeks WIG osiągnął na koniec II kwartału 2026 r. wartość 135.647 pkt, o 10,8% więcej niż na koniec I kwartału 2026 roku.

W II kwartale 2026 roku indeksy sWIG80 oraz WIG20 wzrosły odpowiednio o 3,3% oraz 7,4%.

Na rynku utrzymuje się wysoka zmienność notowań wynikająca z niepewnej sytuacji geopolitycznej. Niezdolność do osiągnięcia trwałego porozumienia pokojowego oraz wznowienie konfliktu pomiędzy USA i Izraelem a Iranem mogą przełożyć się na niższy wzrost gospodarczy, a tym samym doprowadzić do spadków na giełdzie.

## Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce 31.12.2019 = 100



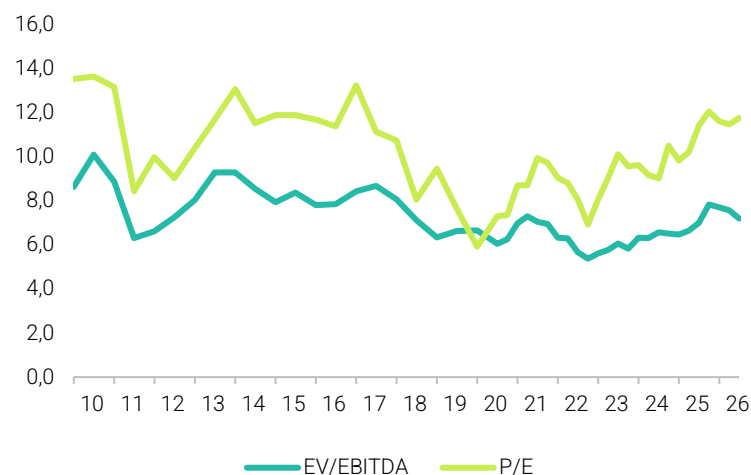
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

## Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W II kwartale 2026 r. mnożniki wyceny na GPW bazujące na sprzedaży, wyniku EBITDA oraz zysku netto utrzymały się na podobnych poziomach mimo wzrostów indeksów giełdowych. Dynamiczna zwyżka notowań w 2025 roku doprowadziła do przesunięcia mnożników powyżej długoterminowych średnich, a nawet blisko szczytowych poziomów. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła wartość 7,2x na koniec II kw. 2026 r. w porównaniu z 7,6x na koniec I kwartału 2026 r. Wskaźnik znajduje się powyżej długoterminowej średniej.

Natomiast EV/Sales wzrósł nieznacznie do 1,06x i również przekracza poziom długoterminowej średniej.

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

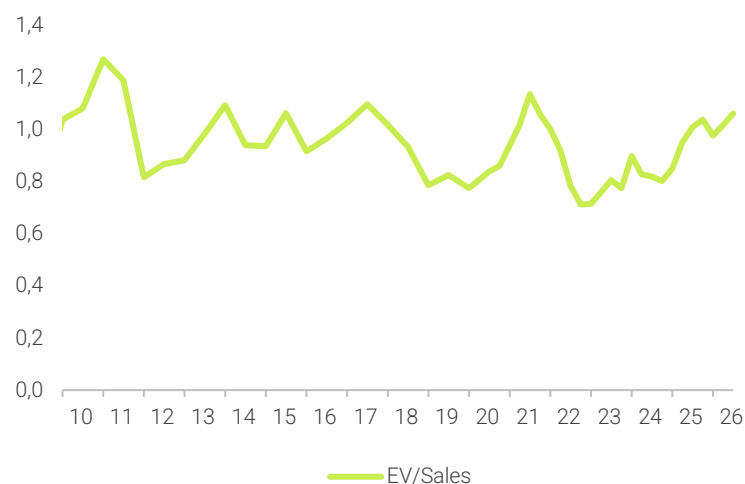


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych, P/E (cena do zysku na akcję), wyniosła 11,8x (vs. 11,5x na koniec I kwartału 2026 r.)<sup>1</sup> i znajduje się już powyżej długoterminowej średniej i blisko szczytowych poziomów z poprzednich cykli.

W efekcie ostatnich wzrostów wszystkie mnożniki wyszły już zdecydowanie ze strefy niskich lub umiarkowanych wycen i przesunęły się w kierunku podwyższonych lub dość wysokich wycen (podobnie jest z niepokazywanym przez nas wskaźnikiem P/BV, cena do wartości księgowej, który dotarł już do historycznie bardzo wysokich poziomów).

### Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/Sales



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

<sup>1</sup> Przy kalkulacji wartości ww. wskaźników brano pod uwagę wyniki LTM, wartości Equity oraz Enterprise Value na podstawie najnowszych notowań i danych bilansowych oraz wskaźnik zysku na akcję z wyłączeniem ujawnionych transakcji nadzwyczajnych.



# Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

Po spadku premii za ryzyko rynkowe oraz rentowności obligacji skarbowych obecną przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce szacujemy na

## 9,47%

### Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

| Sektor                              | Średni koszt kapitału własnego w sektorze |
|-------------------------------------|-------------------------------------------|
| Banki regionalne/spółdzielcze       | 6,9%                                      |
| Banki uniwersalne                   | 9,8%                                      |
| Budowlany                           | 11,4%                                     |
| Chemiczny (podstawowy)              | 8,4%                                      |
| Chemiczny (specjalistyczny)         | 10,0%                                     |
| Chemiczny (zdywersyfikowany)        | 11,4%                                     |
| Części samochodowe                  | 9,9%                                      |
| Deweloperski                        | 7,6%                                      |
| Dystrybucja ropy/gazu               | 8,1%                                      |
| Edukacja                            | 7,5%                                      |
| Elektronika (konsumencka i biurowa) | 10,6%                                     |
| Elektronika (ogólna)                | 9,9%                                      |

| Sektor                                  | Średni koszt kapitału własnego w sektorze |
|-----------------------------------------|-------------------------------------------|
| Energetyka                              | 7,9%                                      |
| Energia odnawialna                      | 8,3%                                      |
| Farmaceutyczny                          | 10,2%                                     |
| Handel detaliczny                       | 9,4%                                      |
| Handel detaliczny (spożywczy i żywność) | 9,4%                                      |
| Handel detaliczny (materiały budowlane) | 10,3%                                     |
| Handel detaliczny (motoryzacyjny)       | 9,6%                                      |
| Handel detaliczny (online)              | 7,9%                                      |
| Hotele i hazard                         | 9,1%                                      |
| Hurtownicy żywności                     | 7,9%                                      |
| Inwestycje i zarządzanie aktywami       | 8,6%                                      |
| Inżynieria/budownictwo                  | 9,2%                                      |

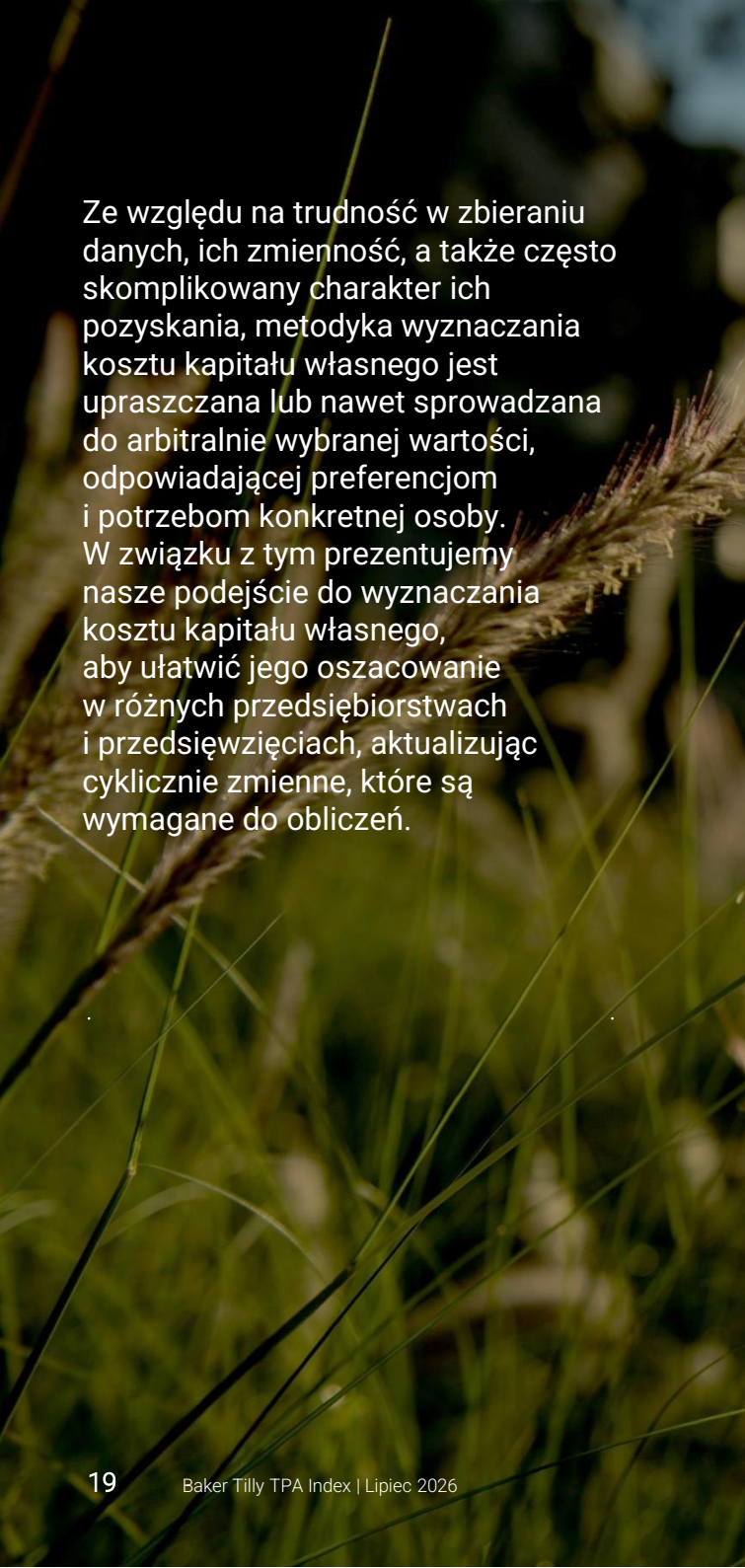
## Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

| Sektor                                | Średni koszt kapitału własnego w sektorze |
|---------------------------------------|-------------------------------------------|
| Kanalizacja i ścieki                  | 8,9%                                      |
| Komputery / urządzenia peryferyjne    | 9,9%                                      |
| Leki (biotechnologia)                 | 10,2%                                     |
| Maszynowy                             | 10,0%                                     |
| Materiały budowlane                   | 9,6%                                      |
| Podwykonawcy budowlani                | 9,6%                                      |
| Meble / wyposażenie domu              | 8,1%                                      |
| Metale i górnictwo                    | 10,0%                                     |
| Metale szlachetne                     | 9,4%                                      |
| Militaria/obronność                   | 10,5%                                     |
| Napoje alkoholowe                     | 7,8%                                      |
| Napoje bezalkoholowe                  | 7,0%                                      |
| Nieruchomości                         | 7,7%                                      |
| Obuwie                                | 10,4%                                     |
| Odzież                                | 8,8%                                      |
| Opakowania                            | 8,5%                                      |
| Opony                                 | 8,7%                                      |
| Oprogramowanie (Internet)             | 8,8%                                      |
| Oprogramowanie (rozrywka)             | 9,8%                                      |
| Oprogramowanie (systemy i aplikacje)  | 9,3%                                      |
| Papierowy i drzewny                   | 8,1%                                      |
| Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna | 8,3%                                      |
| Półprzewodniki                        | 10,8%                                     |

| Sektor                                | Średni koszt kapitału własnego w sektorze |
|---------------------------------------|-------------------------------------------|
| Produkty gospodarstwa domowego        | 8,5%                                      |
| Produkty zdrowotne                    | 10,5%                                     |
| Przemysł stoczniowy i morski          | 9,0%                                      |
| Przetwórstwo spożywcze                | 7,2%                                      |
| R.E.I.T.                              | 7,8%                                      |
| Reasekuracja                          | 10,2%                                     |
| Reklama                               | 9,1%                                      |
| Rekreacja                             | 9,5%                                      |
| Restauracje                           | 8,3%                                      |
| Rolnictwo                             | 7,3%                                      |
| Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)  | 9,3%                                      |
| Ropa i gaz (zintegrowany)             | 7,1%                                      |
| Rozrywkowy                            | 8,3%                                      |
| Samochody i ciężarówki                | 11,6%                                     |
| Sprzedaż detaliczna                   | 10,1%                                     |
| Sprzedaż hurtowa                      | 9,0%                                      |
| Sprzęt elektryczny                    | 9,8%                                      |
| Sprzęt i usługi biurowe               | 7,8%                                      |
| Sprzęt telekomunikacyjny              | 8,4%                                      |
| Sprzęt wydobywczy                     | 9,1%                                      |
| Stalowy                               | 9,1%                                      |
| Szpitala / placówki opieki zdrowotnej | 8,2%                                      |
| Technologie dla ochrony zdrowia       | 10,2%                                     |

| Sektor                            | Średni koszt kapitału własnego w sektorze |
|-----------------------------------|-------------------------------------------|
| Telekomunikacja                   | 7,8%                                      |
| Telewizja                         | 9,3%                                      |
| Telewizja kablowa                 | 16,3%                                     |
| Transport                         | 8,5%                                      |
| Transport kolejowy                | 8,1%                                      |
| Transport lotniczy                | 10,0%                                     |
| Transport samochodowy             | 9,3%                                      |
| Tytoń                             | 6,1%                                      |
| Ubezpieczenia (majątkowe)         | 7,7%                                      |
| Ubezpieczenia (ogólne)            | 8,5%                                      |
| Ubezpieczenia (życie)             | 8,6%                                      |
| Usługi biznesowe i konsumenckie   | 8,8%                                      |
| Usługi dla nieruchomości          | 8,1%                                      |
| Usługi finansowe                  | 9,5%                                      |
| Usługi informacyjne               | 8,7%                                      |
| Usługi informatyczne              | 9,2%                                      |
| Usługi środowiskowe i odpadowe    | 9,7%                                      |
| Usługi telekomunikacyjne          | 8,3%                                      |
| Usługi wsparcia opieki zdrowotnej | 8,8%                                      |
| Użyteczności publicznej           | 8,0%                                      |
| Węgiel                            | 8,1%                                      |
| Wydawnictwa i gazety              | 8,4%                                      |





Ze względu na trudność w zbieraniu danych, ich zmienność, a także często skomplikowany charakter ich pozyskania, metodyka wyznaczania kosztu kapitału własnego jest upraszczana lub nawet sprowadzana do arbitralnie wybranej wartości, odpowiadającej preferencjom i potrzebom konkretnej osoby. W związku z tym prezentujemy nasze podejście do wyznaczania kosztu kapitału własnego, aby ułatwić jego oszacowanie w różnych przedsiębiorstwach i przedsięwzięciach, aktualizując cyklicznie zmienne, które są wymagane do obliczeń.

## Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Punktem wyjścia w wyznaczaniu kosztu kapitału własnego jest stopa wolna od ryzyka, która kompensuje inwestora za odroczenie konsumpcji oraz za przyszłą inflację. Ze względu na długoterminowy charakter kapitału własnego stosowana jest tu rentowność obligacji skarbowych o długim terminie zapadalności, zwyczajowo są to obligacje 10-letnie. Na 30.06.2026 r. ich rentowność wyniosła 5,30% (w porównaniu z 5,90% na 31.03.2026 r.). Taki byłby koszt kapitału dla inwestycji pozbawionych dodatkowego ryzyka.

Jednak inwestycje w ryzykowne przedsięwzięcia muszą przynosić wyższą stopę zwrotu. Dlatego do stopy wolnej od ryzyka dodawana jest premia za ryzyko rynkowe. Reprezentuje ona przeciętne ryzyko inwestycji w działalność biznesową i może być mierzona na podstawie historycznych wyników lub oczekiwanych zwrotów w kolejnych latach. Aktualnie wartość premii za ryzyko rynkowe wyznaczonej na podstawie oczekiwanych wyników w przyszłości wynosi 4,17% (vs. 4,77% na 31.03.2026 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wynosi 9,47%.

Spadek kosztu kapitału w porównaniu z 31.03.2026 r. wynikał z niższej stopy wolnej od ryzyka oraz niższej premii za ryzyko rynkowe.

Jednak ryzyko poszczególnych typów działalności istotnie się różni. Aby uwzględnić efekt zróżnicowania ryzyka w poszczególnych sektorach, stosowany jest współczynnik beta, który jest miarą wrażliwości działalności operacyjnej na koniunkturę gospodarczą. Im wyższa jest ta wrażliwość, a zatem i zmienność wyników, tym wyższą wartość przyjmuje ten wskaźnik. Przyjmuje on wartości powyżej 1,0 dla działalności o ryzyku wyższym niż średnia oraz poniżej 1,0 dla działalności mniej wrażliwych na wahania koniunktury. W efekcie, przy wyznaczaniu kosztu kapitału dla konkretnej branży, premia za ryzyko rynkowe jest mnożona przez współczynnik beta, aby oddać faktyczne ryzyko dla danej działalności.

Na końcu niniejszego tekstu zamieszczona została tabela przedstawiająca wartości wskaźnika beta dla poszczególnych sektorów gospodarki wyznaczone na podstawie historycznych zmian notowań w porównaniu ze zmianami indeksu giełdowego. Dane pochodzą z rynku europejskiego, jednak uważamy, że są reprezentatywne również dla polskiej gospodarki.

## Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Wymienione składowe wyznaczają całkowity koszt kapitału własnego zgodnie z powszechnie stosowanym modelem CAPM – najczęściej stosowanym i powszechnie akceptowanym, mimo swoich niedoskonałości i wymaganych założeń. W swojej podstawowej formie model ten wyznacza zatem koszt kapitału własnego na podstawie poniższego wzoru:

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

$k_e$  koszt kapitału własnego

$r_{fPL}$  rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce (aktualnie 5,30%)

$\beta$  współczynnik beta

$MRP$  rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,17%)

W przypadku analizy na potrzeby polskich przedsiębiorstw, generujących przychody głównie na rynku krajowym oraz posiadających aktywa zlokalizowane w Polsce, powyższe podejście będzie zupełnie wystarczające.

## Koszt kapitału własnego dla zaawansowanych

Jak zostało wspomniane wcześniej, powyższa metoda pozwoli nam określić koszt kapitału w uproszczony sposób dla działalności skupionej w Polsce. Bardziej złożonym podejściem będzie szersza analiza i nieco bardziej rozbudowany wzór prezentowany poniżej.

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

$k_e$  koszt kapitału własnego

$r_f$  stopa wolna od ryzyka w danej walucie

$CRP$  ryzyko kraju (*country risk premium*)

$\beta$  współczynnik beta

$MRP$  rynkowa premia za ryzyko

$\alpha$  dodatkowa premia za ryzyko

Aby oszacować koszt kapitału w tym podejściu, zaczynamy od wyznaczenia stopy wolnej od ryzyka ( $r_f$ ) dla danej waluty, w której sporządzamy prognozę przepływów pieniężnych.

Dla złotego będzie to rentowność polskich obligacji długoterminowych skorygowana o ryzyko kraju, którą możemy zmierzyć przez kwotowanie CDS (ponieważ rating Polski jest na poziomie A, zakup obligacji skarbowych nie jest inwestycją pozbawioną ryzyka). Obecnie taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 4,46%. Dla waluty EUR będzie to 2,86%, a dla USD jest na poziomie 3,96%.



# Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Następnie należy uwzględnić ryzyko kraju, w którym prowadzona jest działalność i sprzedaż. Będzie to średnia ważona dla poszczególnych państw, w których prowadzona jest działalność. Przykładowe wartości dla wybranych krajów zawarte są w tabeli obok. Dla działalności prowadzonej w całości w Polsce suma stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko dla Polski będzie w przybliżeniu równa rentowności obligacji skarbowych, stąd nasze uproszczenie wspomniane na początku.

Element ryzyka rynkowego działa tu analogicznie jak w podejściu uproszczonym – ryzyko rynkowe pomnożone przez betę. W tym miejscu warto również wspomnieć o indywidualnym podejściu do wskaźnika beta. W tabeli na końcu tekstu podajemy dwie wartości współczynnika.

Beta oznacza wrażliwość wyznaczoną jako średnia dla spółek sektora i powinna być stosowana, jeśli stosunek zadłużenia do kapitału własnego w analizowanym przypadku odpowiada średniej w branży. Jednak w naszej opinii bardziej miarodajne będzie wyznaczenie wskaźnika

na podstawie bety aktywów, która odzwierciedla ryzyko biznesowe bez dźwigni finansowej. W przypadku spółki bez zadłużenia będzie ona już ostateczną wartością. Natomiast dla podmiotów korzystających z finansowania dłużnego beta ( $\beta$ ) wyznaczona jest przez korektę bety aktywów ( $\beta_A$ ) o efekt dźwigni finansowej, czyli stosunek zadłużenia (D) do kapitału własnego (E) z uwzględnieniem tarczy podatkowej (przy stawce podatkowej t).

Uzupełniającym składnikiem jest jeszcze dodatkowa premia za inne ryzyko, np. wielkość spółki. Mniejsze spółki i projekty wiążą się z większym ryzykiem i powinny oferować wyższą stopę zwrotu. Szacunek tej dodatkowej premii również zawarty jest w tabeli obok i zależy od wartości kapitału własnego jako miary skali działalności – im jest ona niższa, tym większa wartość dodatkowej premii doliczana jest do kosztu kapitału. W ten sposób możemy dojść do kosztu kapitału własnego, który w bardziej dokładny sposób odzwierciedli ryzyko inwestycji.

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

- $\beta$  współczynnik beta
- $\beta_A$  współczynnik beta aktywów
- D wartość zadłużenia
- E wartość kapitału własnego
- t stawka podatkowa

## Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na dzień 30.06.2026 r.

| Parametr                     | Wartość    |
|------------------------------|------------|
| $r_{fPL}$                    | 5,30%      |
| $r_f$                        |            |
| PLN                          | 4,46%      |
| EUR                          | 2,86%      |
| USD                          | 3,96%      |
| CRP                          |            |
| Polska                       | 1,21%      |
| Niemcy                       | 0,00%      |
| USA                          | 0,25%      |
| Francja                      | 0,86%      |
| Hiszpania                    | 1,71%      |
| MRP                          | 4,17%      |
| Kapitał własny do (mln USD): | $\alpha^*$ |
| 500                          | 0,89%      |
| 328                          | 1,18%      |
| 216                          | 1,34%      |
| 131                          | 1,21%      |
| 63                           | 2,10%      |
| 29                           | 4,80%      |

\* Dodatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych z Refinitiv, Ibbotson, Damodaran, Kroll.

# Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

## Wartość współczynników beta dla poszczególnych sektorów gospodarki

| Sektor                                  | Beta | Beta aktywów |
|-----------------------------------------|------|--------------|
| Banki regionalne/spółdzielcze           | 0,4  | 0,2          |
| Banki uniwersalne                       | 1,1  | 0,5          |
| Budowlany                               | 1,5  | 1,4          |
| Chemiczny (podstawowy)                  | 0,7  | 0,5          |
| Chemiczny (specjalistyczny)             | 1,1  | 1,0          |
| Chemiczny (zdywersyfikowany)            | 1,5  | 1,0          |
| Części samochodowe                      | 1,1  | 0,8          |
| Deweloperski                            | 0,5  | 0,4          |
| Dystrybucja ropy/gazu                   | 0,7  | 0,5          |
| Edukacja                                | 0,5  | 0,5          |
| Elektronika (konsumencka i biurowa)     | 1,3  | 1,3          |
| Elektronika (ogólna)                    | 1,1  | 1,0          |
| Energetyka                              | 0,6  | 0,5          |
| Energia odnawialna                      | 0,7  | 0,5          |
| Farmaceutyczny                          | 1,2  | 1,1          |
| Handel detaliczny                       | 1,0  | 0,9          |
| Handel detaliczny (spożywczy i żywność) | 1,0  | 0,7          |
| Handel detaliczny (materiały budowlane) | 1,2  | 0,9          |
| Handel detaliczny (motoryzacyjny)       | 1,0  | 0,9          |
| Handel detaliczny (online)              | 0,6  | 0,4          |
| Hotele i hazard                         | 0,9  | 0,8          |

| Sektor                            | Beta | Beta aktywów |
|-----------------------------------|------|--------------|
| Hurtownicy żywności               | 0,6  | 0,4          |
| Inwestycje i zarządzanie aktywami | 0,8  | 0,6          |
| Inżynieria/budownictwo            | 0,9  | 0,8          |
| Kanalizacja i ścieki              | 0,9  | 0,5          |
| Komputery /urządzenia peryferyjne | 1,1  | 1,2          |
| Leki (biotechnologia)             | 1,2  | 1,1          |
| Maszynowy                         | 1,1  | 1,1          |
| Materiały budowlane               | 1,0  | 0,9          |
| Podwykonawcy budowlani            | 1,0  | 0,9          |
| Meble / wyposażenie domu          | 0,7  | 0,4          |
| Metale i górnictwo                | 1,1  | 1,0          |
| Metale szlachetne                 | 1,0  | 1,0          |
| Militaria/obronność               | 1,3  | 1,2          |
| Napoje alkoholowe                 | 0,6  | 0,4          |
| Napoje bezalkoholowe              | 0,4  | 0,4          |
| Nieruchomości                     | 0,6  | 0,4          |
| Obuwie                            | 1,2  | 1,1          |
| Odzież                            | 0,8  | 0,8          |
| Opakowania                        | 0,8  | 0,5          |
| Opony                             | 0,8  | 0,6          |
| Oprogramowanie (Internet)         | 0,8  | 0,6          |

| Sektor                                 | Beta | Beta aktywów |
|----------------------------------------|------|--------------|
| Oprogramowanie (rozrywka)              | 1,1  | 1,0          |
| Oprogramowanie (systemy i aplikacje)   | 1,0  | 1,0          |
| Papierowy i drzewny                    | 0,7  | 0,6          |
| Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna  | 0,7  | 0,6          |
| Półprzewodniki                         | 1,3  | 1,2          |
| Produkty gospodarstwa domowego         | 0,8  | 0,7          |
| Produkty zdrowotne                     | 1,3  | 1,1          |
| Przemysł stoczniowy i morski           | 0,9  | 0,7          |
| Przetwórstwo spożywcze                 | 0,5  | 0,4          |
| REIT                                   | 0,6  | 0,4          |
| Reasekuracja                           | 1,2  | 1,1          |
| Reklama                                | 0,9  | 0,7          |
| Rekreacja                              | 1,0  | 0,9          |
| Restauracje                            | 0,7  | 0,6          |
| Rolnictwo                              | 0,5  | 0,3          |
| Ropa i gaz (produkcja i wydobycie)     | 1,0  | 0,7          |
| Ropa i gaz (zintegrowany)              | 0,4  | 0,4          |
| Rozrywkowy                             | 0,7  | 0,7          |
| Samochody i ciężarówki                 | 1,5  | 0,9          |
| Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany) | 1,2  | 1,1          |
| Sprzedaż hurtowa                       | 0,9  | 0,6          |



## Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

| Sektor                               | Beta | Beta aktywów |
|--------------------------------------|------|--------------|
| Sprzęt elektryczny                   | 1,1  | 1,1          |
| Sprzęt i usługi biurowe              | 0,6  | 0,5          |
| Sprzęt telekomunikacyjny             | 0,7  | 0,8          |
| Sprzęt wydobywczy                    | 0,9  | 0,8          |
| Stalowy                              | 0,9  | 0,9          |
| Szpitala /placówki opieki zdrowotnej | 0,7  | 0,3          |
| Technologie dla ochrony zdrowia      | 1,2  | 1,1          |
| Telekomunikacja                      | 0,6  | 0,4          |
| Telewizja                            | 1,0  | 0,9          |
| Telewizja kablowa                    | 2,6  | 0,8          |

| Sektor                          | Beta | Beta aktywów |
|---------------------------------|------|--------------|
| Transport                       | 0,8  | 0,5          |
| Transport kolejowy              | 0,7  | 0,6          |
| Transport lotniczy              | 1,1  | 0,8          |
| Transport samochodowy           | 1,0  | 0,7          |
| Tytoń                           | 0,2  | 0,2          |
| Ubezpieczenia (majątkowe)       | 0,6  | 0,5          |
| Ubezpieczenia (ogólne)          | 0,8  | 0,7          |
| Ubezpieczenia (życie)           | 0,8  | 0,6          |
| Usługi biznesowe i konsumenckie | 0,8  | 0,7          |
| Usługi dla nieruchomości        | 0,7  | 0,3          |

| Sektor                            | Beta | Beta aktywów |
|-----------------------------------|------|--------------|
| Usługi finansowe                  | 1,0  | 0,4          |
| Usługi informacyjne               | 0,8  | 0,4          |
| Usługi informatyczne              | 0,9  | 0,9          |
| Usługi środowiskowe i odpadowe    | 1,1  | 0,8          |
| Usługi telekomunikacyjne          | 0,7  | 0,4          |
| Usługi wsparcia opieki zdrowotnej | 0,8  | 0,6          |
| Użyteczności publicznej           | 0,6  | 0,4          |
| Węgiel                            | 0,7  | 0,7          |
| Wydawnictwa i gazety              | 0,8  | 0,5          |

Źródło: Analiza prof. A. Damodarana, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

# Opis wskaźników koniunktury

## Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

Jest on prezentowany od stycznia 2011 r., przy czym zawiera szeregi od stycznia 2004 r. Do budowy ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury gospodarczej dla poszczególnych rodzajów działalności wykorzystywane są zestandaryzowane wskaźniki proste wyrównane sezonowo, pochodzące z badań koniunktury gospodarczej: przetwórstwa przemysłowego (wskaźniki bieżącego poziomu zapasów, bieżącego portfela zamówień oraz przewidywanej produkcji), budownictwa (wskaźniki bieżącego portfela zamówień i przewidywanego zatrudnienia), handlu detalicznego (wskaźniki bieżącego poziomu zapasów, sprzedaży w ostatnich trzech miesiącach oraz przewidywanej sprzedaży) oraz usług (wskaźniki ogólnej sytuacji jednostki, popytu w ostatnich trzech miesiącach oraz przewidywanego popytu). Na ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej składają się wyżej wymienione wskaźniki proste z przyporządkowanymi im wagami – przetwórstwo przemysłowe (50%), usługi (38%), handel detaliczny (6%), budownictwo (6%). Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej jest zestandaryzowany wobec poziomu 100 o odchyleniu standardowym 10. Gdy jego wartość jest większa od 100, oznacza to, że kształtuje się on na poziomie powyżej średniej długookresowej, a gdy jest niższa od 100 – poniżej tej średniej. W przetwórstwie przemysłowym badaniem objęte są podmioty o liczbie pracujących 10 i więcej osób. W pozostałych badaniach (budownictwo, handel, usługi) uczestniczą również podmioty o liczbie pracujących do 9 osób.

## BWUK

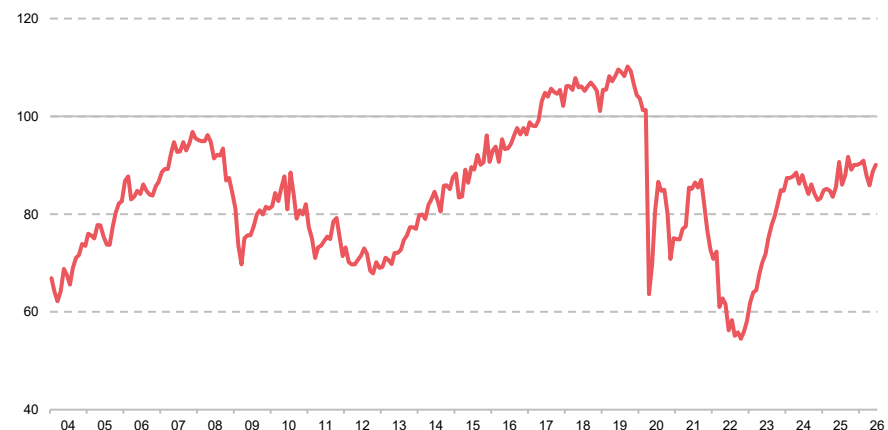
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej publikowany jest przez Główny Urząd Statystyczny. Obliczany jest jako średnia arytmetyczna sald odpowiedzi dotyczących: ocen zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie ostatnich 12 miesięcy, ocen zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie najbliższych 12 miesięcy, ocen zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w okresie ostatnich 12 miesięcy, ocen zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w okresie najbliższych 12 miesięcy oraz ocen obecnego dokonywania ważnych zakupów. Wskaźnik ufności konsumenckiej może przyjmować wartości od -100 do +100. Wartość dodatnia oznacza przewagę liczebną konsumentów nastawionych optymistycznie nad konsumentami nastawionymi pesymistycznie, natomiast wartość ujemna oznacza przewagę liczebną konsumentów nastawionych pesymistycznie nad konsumentami nastawionymi optymistycznie. Dla umożliwienia porównywalności oraz obliczenia indeksu Baker Tilly TPA wartość podawana przez GUS powiększona została o 100, w związku z czym poruszamy się w zakresie od 0 do 200, gdzie wartość 100 jest wartością neutralną.

## Historyczne wartości Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

## Historyczne wartości BWUK



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS



## Opis wskaźników koniunktury

### Economic Sentiment Indicator (ESI)

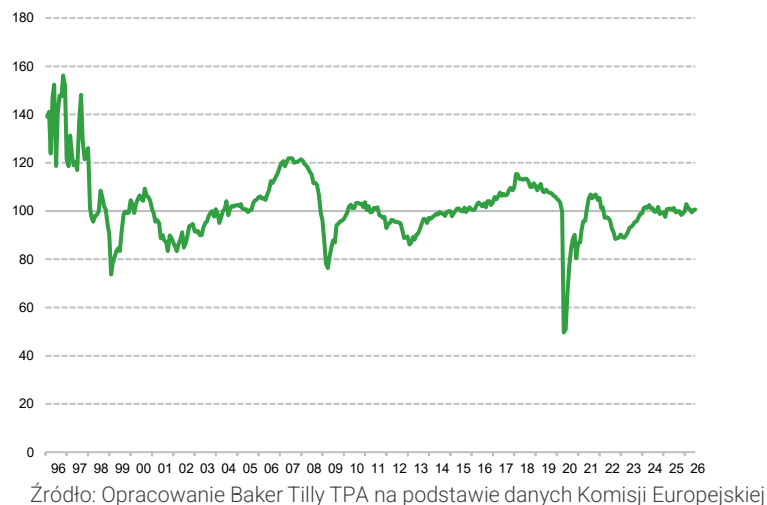
#### Komisji Europejskiej

Jest on średnią ważoną sald odpowiedzi na wybrane pytania skierowane do firm i konsumentów w pięciu sektorach, wskazujące na panujące w nich nastroje. Sektory te obejmują przemysł (waga 40%), usługi (30%), konsumenci (20%), handel detaliczny (5%) i budownictwo (5%). Salda są konstruowane jako różnica między odsetkiem respondentów, którzy udzielili odpowiedzi pozytywnej i negatywnej. Zagregowane dane dla UE i strefy euro oblicza się na podstawie wyników krajowych korygowanych sezonowo. Wskaźnik ESI jest skalowany do długoterminowej średniej 100 i odchylenia standardowego 10. Zatem wartości powyżej 100 wskazują na ponadprzeciętne nastroje gospodarcze, i odwrotnie.

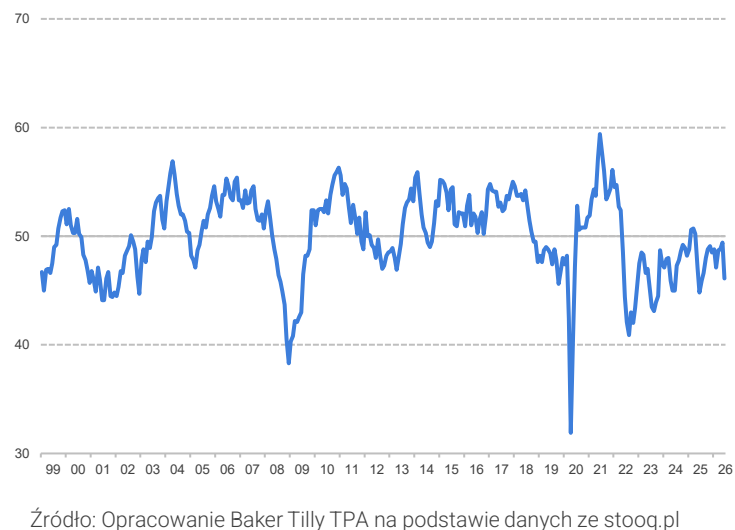
### Indeks PMI przemysłu

Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych warunkach biznesowych. PMI opiera się na comiesięcznych badaniach menedżerów łańcucha dostaw w 19 branżach. Odczyt indeksu 50,0 oznacza, że sytuacja pozostaje niezmieniona, liczba powyżej 50,0 wskazuje na poprawę, a wskazania poniżej 50,0 sugerują pogorszenie. Indeks 50,0 powstałby, gdyby wszyscy respondenci nie zgłosili żadnej zmiany lub liczba respondentów zgłaszających poprawę była równa liczbie respondentów wskazujących na pogorszenie. Im dalej od 50,0, tym silniejsza zmiana następuje w ciągu danego miesiąca.

### Historyczne wartości ESI dla Polski



### Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



## Opis wskaźników koniunktury

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

### Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie Baker Tilly TPA)

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej, znormalizowany



Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany



Economic Sentiment Indicator, znormalizowany



Indeks PMI przemysłu, znormalizowany



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA



[www.bakertilly-tpa.pl](http://www.bakertilly-tpa.pl)



**Baker Tilly TPA** świadczy kompleksowe usługi audytorskie oraz doradztwa biznesowego. Łączymy rozwiązania najwyższej jakości z międzynarodowym doświadczeniem oraz najlepszymi regionalnymi praktykami rynkowymi.



Jesteśmy członkiem międzynarodowej grupy doradczej TPA i globalnej sieci Baker Tilly International, co pozwala nam na działania o zasięgu globalnym, ale przede wszystkim gwarantuje najwyższe i ujednolicone standardy pracy.



Naszą ofertę uzupełniają usługi strategicznego doradztwa podatkowego, outsourcingu księgowości i płac, doradztwa dla sektora nieruchomości, a także doradztwa personalnego świadczone pod marką TPA Poland. Zapewniamy także obsługę prawną poprzez naszą kancelarię Baker Tilly Legal Poland.



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

# O Baker Tilly TPA

## Doradztwo transakcyjne



Baker Tilly TPA oferuje rozwiązania z zakresu corporate finance, które ułatwiają podejmowanie kluczowych decyzji biznesowych.



Zapewniamy szeroki dostęp do specjalistycznej, interdyscyplinarnej wiedzy i doświadczenia naszych ekspertów z różnych działów, a także know-how i kompetencji dostarczanych przez globalną sieć Baker Tilly International.



Oferta Baker Tilly TPA opiera się na klasycznych narzędziach analitycznych i decyzyjnych, wzbogaconych o konkretne instrumenty doradcze i fachową wiedzę naszych zespołów.



Tak skonstruowana oferta pozwala na zaspokojenie potrzeb i oczekiwań naszych Klientów oraz zapewnienie skutecznych i efektywnych rozwiązań biznesowych.

## Usługi corporate finance świadczone przez nasz zespół:

- Wycena przedsiębiorstw
- Modelowanie finansowe
- Audyt modeli finansowych
- Wycena wartości niematerialnych i prawnych
- Tworzenie i weryfikacja biznesplanów
- Prognozowanie i planowanie
- Wycena instrumentów finansowych i pochodnych
- Opinia odnośnie do wartości godziwej oraz rynkowości warunków transakcji (fairness opinion)
- Alokacja ceny nabycia (PPA)
- Badanie pod kątem utraty wartości
- Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa
- Analiza scenariuszy
- Analizy rynkowe

## O Baker Tilly TPA

### Nasze kluczowe usługi w obszarze corporate finance:



#### Wycena przedsiębiorstw

- Cykliczna (roczna/kwartalna) wycena spółek portfelowych
- Wyceny związane z transakcjami
- Wycena na potrzeby opinii odnośnie do wartości godziwej (fairness opinion)
- Wyceny na potrzeby testów na utratę wartości



#### Wycena instrumentów finansowych i pochodnych

- Wycena wszystkich rodzajów obligacji
- Wycena udzielonych pożyczek
- Obliczanie rynkowej marży dla pożyczek lub obligacji
- Wycena opcji



#### Modelowanie finansowe

- Tworzenie modelu finansowego
- Audyt modeli finansowych – strukturalna i techniczna poprawność, zgodność, kompletność, spójność

### Współpracujemy z klientami z sektora:

- Bankowości i ubezpieczeń
- Funduszy inwestycyjnych
- Real estate & construction
- Energetycznego
- Przemysłowego
- IT & Tech
- Motoryzacyjnego i wielu innych

Nasi eksperci przygotowali\*:

PONAD  
**900**  
WYCEN

PONAD  
**50**  
ANALIZ FINANSOWYCH

\* Dane za okres od 2020 do 2026 r.

# O Baker Tilly TPA

## Kontakt z autorami:



### Krzysztof Horodko

Partner zarządzający,  
krzysztof.horodko@bakertilly-tpa.pl  
Tel.: +48 603 935 516

Krzysztof Horodko jest ekspertem w zakresie doradztwa transakcyjnego. Brał udział w licznych projektach dotyczących sprzedaży i nabycia przedsiębiorstw, przeglądach due diligence oraz w projektach restrukturyzacyjnych.

W trakcie swojej wieloletniej praktyki był również zaangażowany w przygotowanie wielu wycen. Pracował m.in. dla przemysłu naftowego, energetycznego oraz przedsiębiorstw działających w branży telekomunikacyjnej, cukierniczej i budowlanej. Realizował również wielokrotnie projekty dla firm rodzinnych. Posiada uprawnienia biegłego rewidenta. Jest wykładowcą i szkoleniowcem z zakresu wycen, kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, MSR/MSSF oraz autorem wielu profesjonalnych publikacji w mediach branżowych. Posługuje się biegle językami niemieckim, angielskim oraz francuskim.



### Tomasz Manowiec, CFA, CVA, FCCA

Associate Partner w dziale corporate finance  
tomasz.manowiec@bakertilly-tpa.pl  
Tel.: +48 795 554 311

Tomasz Manowiec jest ekspertem w zakresie wycen, analiz finansowych i inwestycyjnych oraz modelowania finansowego. Posiada tytuł CFA (Chartered Financial Analyst), CVA (Certified Valuation Analyst), FCCA (Fellow Chartered and Certified Accountant), FMVA (Financial Modeling and Valuation Analyst), a także licencję doradcy inwestycyjnego oraz maklera papierów wartościowych. Jest również członkiem EACVA (European Association of Certified Valuators and Analysts).

Swoje kilkunastoletnie doświadczenie zdobywał jako analityk oraz zarządzający funduszami inwestycyjnymi, a następnie świadcząc usługi doradcze w ramach realizacji kilkuset projektów w zakresie wycen, due diligence, sporządzania modeli finansowych i biznesplanów. Jest wykładowcą oraz autorem wielu profesjonalnych publikacji w obszarze finansów przedsiębiorstw, inwestycji, analizy finansowej oraz rynku kapitałowego.



### Maciej Pyszczyk, CFA

Supervisor w dziale corporate finance  
maciej.pyszczyk@bakertilly-tpa.pl

Maciej Pyszczyk jest Supervisorem w zespole Corporate Finance Baker Tilly TPA. Specjalizuje się w finansach przedsiębiorstw, w szczególności w modelowaniu finansowym oraz wycenach przedsiębiorstw i instrumentów finansowych.

Uczestniczył w projektach obejmujących przygotowanie i audyt modeli finansowych, wyceny z wykorzystaniem różnych podejść oraz metod, a także analizach rentowności i opłacalności projektów oraz analizach branżowych.

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej na kierunku Finanse i Rachunkowość. Maciej posiada tytuł Chartered Financial Analyst od CFA Institute oraz certyfikat FMVA.





#### Kontakt

##### **Warszawa**

ul. Przyokopowa 33  
01-208 Warszawa  
Tel: +48 22 647 97 00

##### **Poznań**

ul. Młyńska 12  
61-730 Poznań  
Tel: +48 61 630 05 00

##### **Katowice**

Al. W. Korfantego 138A  
40-156 Katowice  
Tel: +48 32 732 00 00