

AUDYT · DORADZTWO BIZNESOWE

Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Kwiecień 2026

Now, for tomorrow



W bieżącej edycji,
oprócz aktualizacji wartości
Baker Tilly TPA Index
i pozostałych stałych
elementów, analizujemy
znaczenie wzrostu dla
wartości przedsiębiorstwa.

Szanowni Państwo,

przedstawiamy kolejne wydanie naszej cyklicznej publikacji przygotowanej przez zespół Baker Tilly TPA. Co kwartał podsumowujemy aktualną sytuację gospodarczą i jej perspektywy dla Polski, a także prezentujemy dane dotyczące aktywności transakcyjnej 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 zbliżył się do strefy szczytu koniunkturalnego, choć na razie **wskazuje na stabilne utrzymywanie się dobrej koniunktury**. Nasz komentarz w bieżącym wydaniu ponownie został wzbogacony o wypowiedź eksperta – dra Marcina Mazurka, głównego ekonomisty mBanku.
- **Liczba transakcji M&A w analizowanych trzech miesiącach (grudzień 2025 r. - luty 2026 r.) wzrosła** w porównaniu z poprzednim okresem i znajduje się **powyżej średniej z ostatnich trzech lat**. W tym czasie zrealizowano **106 transakcji** fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 81 transakcjami w okresie wrzesień-listopad 2025 r.
- Początek 2026 r. przyniósł dynamiczne wzrosty indeksów na GPW o 7-10%. Wybuch wojny pomiędzy USA i Izraelem a Iranem doprowadził do korekty notowań w marcu bieżącego roku. Na koniec kwartału indeksy nadal jednak pozostawały kilka procent powyżej wartości z końca 2025 r. **Mnożniki wycen spółek publicznych są już od jakiegoś czasu na cyklicznie wysokich poziomach**, co oznacza, że perspektywy dalszych silnych wzrostów wydają się mniej prawdopodobne.
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego** w gospodarce aktualnie szacujemy na **10,67%**.

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

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

Podsumowanie I 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.

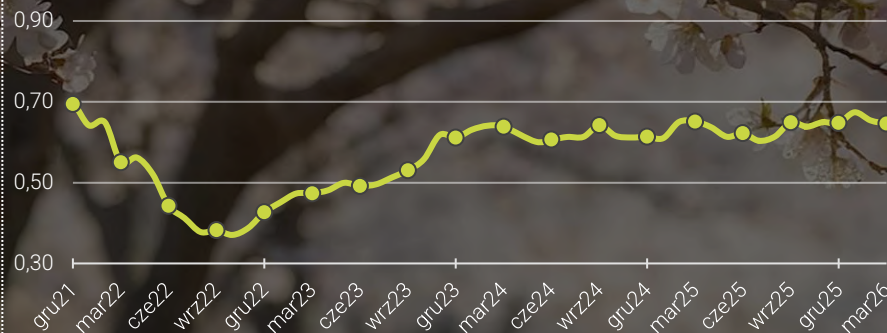
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,65

grudzień 2025 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 (grudzień-luty) wzrosła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz jest na podobnym poziomie jak w porównywalnym okresie roku poprzedniego.

106

wrzesień–listopad 2025 r.: 81

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

I kwartał 2026 r.

10,67%

IV kwartał 2025 r. – 9,41%

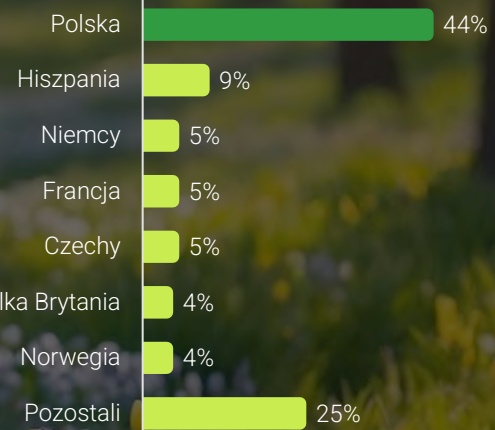
Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Energetyka
Przemysł

Struktura nabywców w transakcjach w okresie grudzień 2025 r.–luty 2026 r.



gru. 2025 r.
–
lut. 2026 r.



47

podmiotów polskich

59

podmiotów zagranicznych

Mediana EV/EBITDA na GPW
marzec 2026 r.

7,56x

grudzień 2025 r. – 7,69x

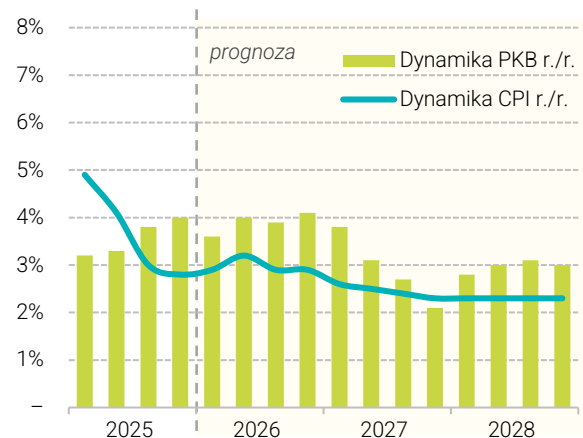
Mediana EV/Sales na GPW
marzec 2026 r.

1,02x

grudzień 2025 r. – 0,98x

Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.

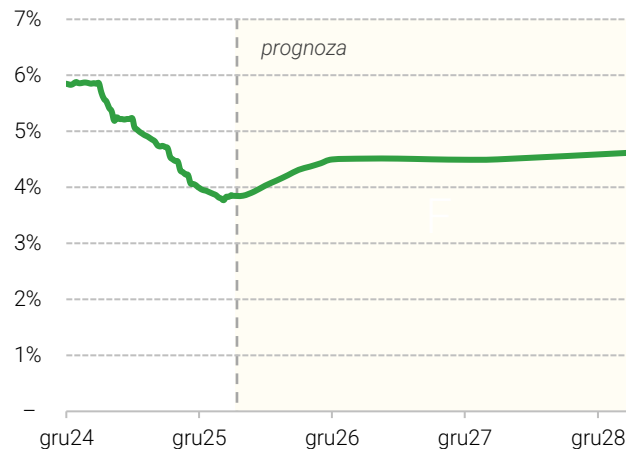


Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie projekcji NBP z marca 2026 r.

Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- W 2025 roku PKB odnotował wzrost na poziomie 3,6%, a inflacja również wyniosła 3,6%. W 2026 roku oczekuje się utrzymania dynamiki PKB na poziomie około 4%. Zgodnie z prognozą tempo wzrostu PKB zacznie się obniżać od I kwartału 2027 roku. Inflacja natomiast ma spaść do 2,3% w 2026 roku, przy czym prognoza ta nie uwzględnia szoku na rynku energetycznym wynikającego z trwającego konfliktu pomiędzy USA i Izraelem a Iranem.
- Aktualne kwotowania instrumentów finansowych dla WIBOR 3M wskazują, że stopa ta osiągnęła swoje minimum na poziomie około 3,8% i pod koniec 2026 roku wróci do poziomu 4,5%.
- Średnia cena energii z dostawą w I kwartale 2026 roku wzrosła o 9,0% kw./kw. oraz o 9,4% r./r. i wyniosła 528 PLN/MWh, czego przyczyną była głównie wyjątkowa mroźna zima. Ceny kontraktów terminowych z dostawą w 2026 r. wskazują na średnią cenę na poziomie około 450 PLN/MWh. Natomiast ceny kontraktów rocznych przewidują spadek cen do 430 PLN/MWh w 2027 r. oraz do 400 PLN/MWh w 2029 roku.

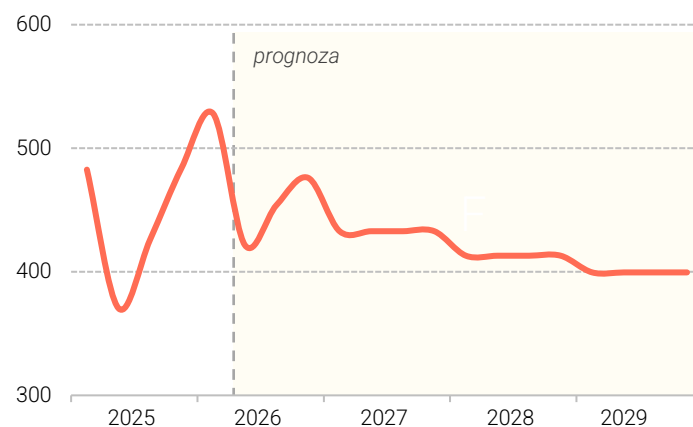
WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv.

Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 31.03.2026 r.

Średnia kwartalna cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE, marzec 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.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 31.03.2026 r.

Zapadalność	Rentowność
1 rok	3,87%
2 lata	4,52%
3 lata	4,87%
5 lat	5,33%
10 lat	5,90%

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie LSEG

Spis treści

6

**Baker Tilly TPA
Index**

13

**Aktywność transakcyjna
i mnożniki wyceny**

28

**O Baker Tilly TPA
Autorzy**

10

**Komentarz
makroekonomiczny
eksperta**

18

**Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?**

11

**Jakie znaczenie ma
wzrost dla wartości
przedsiębiorstwa?**

25

**Załącznik – opis
wskaźników koniunktury**

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

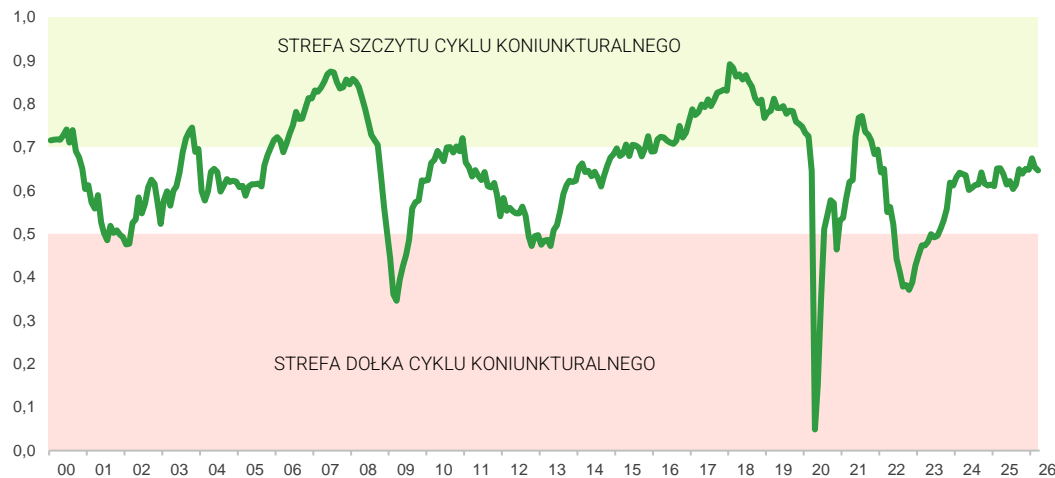
Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,65, a więc tyle samo co w grudniu 2025 r. Na początku roku nastąpiło wreszcie wyjście z ponad dwuletniej stabilizacji i przejściowo osiągnięty został najwyższy wynik tego cyklu, czyli 0,67 w styczniu. Odczyty indeksu wskazują na stabilizację sytuacji makroekonomicznej w Polsce, czemu towarzyszy również stabilna dynamika PKB w okresie ostatnich dwóch lat w okolicy 3,0-4,0%.

Strefa szczytu koniunkturalnego (powyżej 0,70) nie została wciąż osiągnięta. Zgodnie z najnowszymi prognozami szczyt poziomu dynamiki PKB rozciąga się na okres od IV kwartału 2025 r. do IV kwartału 2026 r., w których spodziewane tempo wzrostu zawiera się w przedziale 3,5-4,0%, o ile dynamiczna sytuacja na globalnym rynku nie pogorszy tej perspektywy.

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

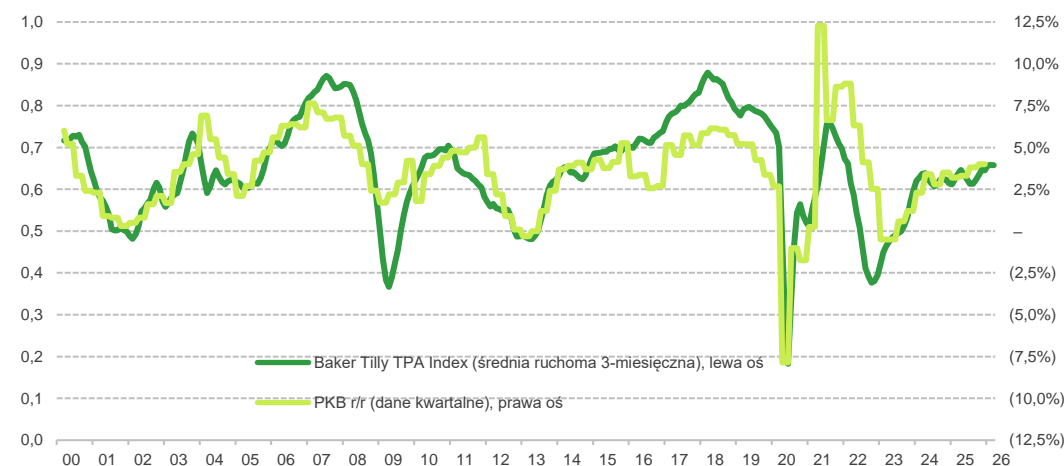
W pierwszych miesiącach 2026 r. wskaźniki makroekonomiczne zareagowały na konflikt na Bliskim Wschodzie i zanotowały drobne spadki. Mimo to nadal znajdują się w zakresie od 60 do 71 centyla, zostawiając jeszcze trochę miejsca do wzrostów, zanim będą wskazywać na zakończenie dobrej koniunktury. Stąd też łączny wynik 0,65 dla naszego Baker Tilly TPA Index. Z czterech obserwowanych wskaźników tylko jeden zanotował w tym cyklu odczyty sięgające 70. centyla swojego zakresu historycznych wartości – jest to ESI Composite. Dla przypomnienia – barierę 70. centyla identyfikujemy jako strefę szczytu koniunkturalnego. Spodziewamy się, że w trakcie 2026 r. poziom ten może zostać osiągnięty, choć z mniejszą pewnością niż przy poprzedniej aktualizacji.

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

Obecnie analiza gospodarcza jest niezwykle trudna, a przyszła koniunktura wręcz niemożliwa do przewidzenia ze względu na nieznaną datę zakończenia konfliktu na Bliskim Wschodzie. Sytuacja jest bardzo dynamiczna, ale kluczowy aspekt, tj. zamknięcie Cieśniny Ormuz dla światowego handlu, pozostaje niezmienny. W efekcie wszystkie prognozy sprzed marca stały się prawie lub wręcz zupełnie nieaktualne. Nawet ostatnia projekcja NBP, do której zawsze przykładamy dużą wagę, w momencie jej publikacji w pierwszych dniach marca była obciążona istotnymi brakami, ponieważ nie uwzględniała konfliktu w ogóle.

Niestety przedłużające się blokowanie przepływu statków ma bardzo negatywne skutki dla całego świata. Przez cieśninę przepływało bowiem ok. 1/5 transportu ropy oraz 1/4 handlu LNG, LPG, siarki oraz nawozów. Konsekwencje wstrzymania transportów morskich z krajów Zatoki

Perskiej na razie odczuwalne są poprzez efekt cenowy – wszystkie wspomniane zasoby kosztują obecnie o kilkadziesiąt procent więcej niż jeszcze w lutym. Bez odblokowania przepływów będziemy musieli zderzyć się z istotnie wyższą inflacją globalnie, co zapewne pociągnie za sobą podwyżki stóp procentowych i zahamowanie wzrostu gospodarczego.

Jeszcze większe zagrożenie leży jednak po stronie fizycznej dostępności poszczególnych surowców. Na początku kwietnia do portów dotarły ostatnie statki, którym udało się jeszcze opuścić Zatokę Perską przed blokadą. Od tej pory łańcuchy dostaw zostały zerwane i niezbędne jest poszukiwanie alternatywnych źródeł, a w przypadku ich braku sięganie do zapasów, które, zależnie od kraju i surowca, mogą wystarczyć na kilka tygodni lub kilka miesięcy. Już pojawiają się informacje o wyłączeniach przemysłu (np. w Indiach, Pakistanie), czy wyczerpujących się

zapasach paliwa lotniczego, a z każdym tygodniem problemy będą narastać i poszerzać się. Dlatego tak ważne jest jak najszybsze przywrócenie transportu przez cieśninę, a w przeciwnym wypadku będziemy mieć do czynienia z poważnymi negatywnymi skutkami gospodarczymi i społecznymi.

Nawet sam efekt cenowy wystarczający jest do zahamowania gospodarki przez prosty mechanizm: wyższe ceny ropy -> wyższe ceny paliw i innych produktów ropopochodnych -> spadek siły nabywczej konsumentów i popytu -> spadek PKB. W ciągu ostatnich 50 lat każdy przypadek nagłego skoku ceny ropy o co najmniej 40-50% w porównaniu do średniej z ostatniego roku prowadził do wystąpienia recesji w Stanach Zjednoczonych (wyjątkiem był nagły wzrost po zamknięciu w pandemii COVID, kiedy ceny raczej wróciły do normy niż wzrosły, więc nie wywołały tego negatywnego efektu).

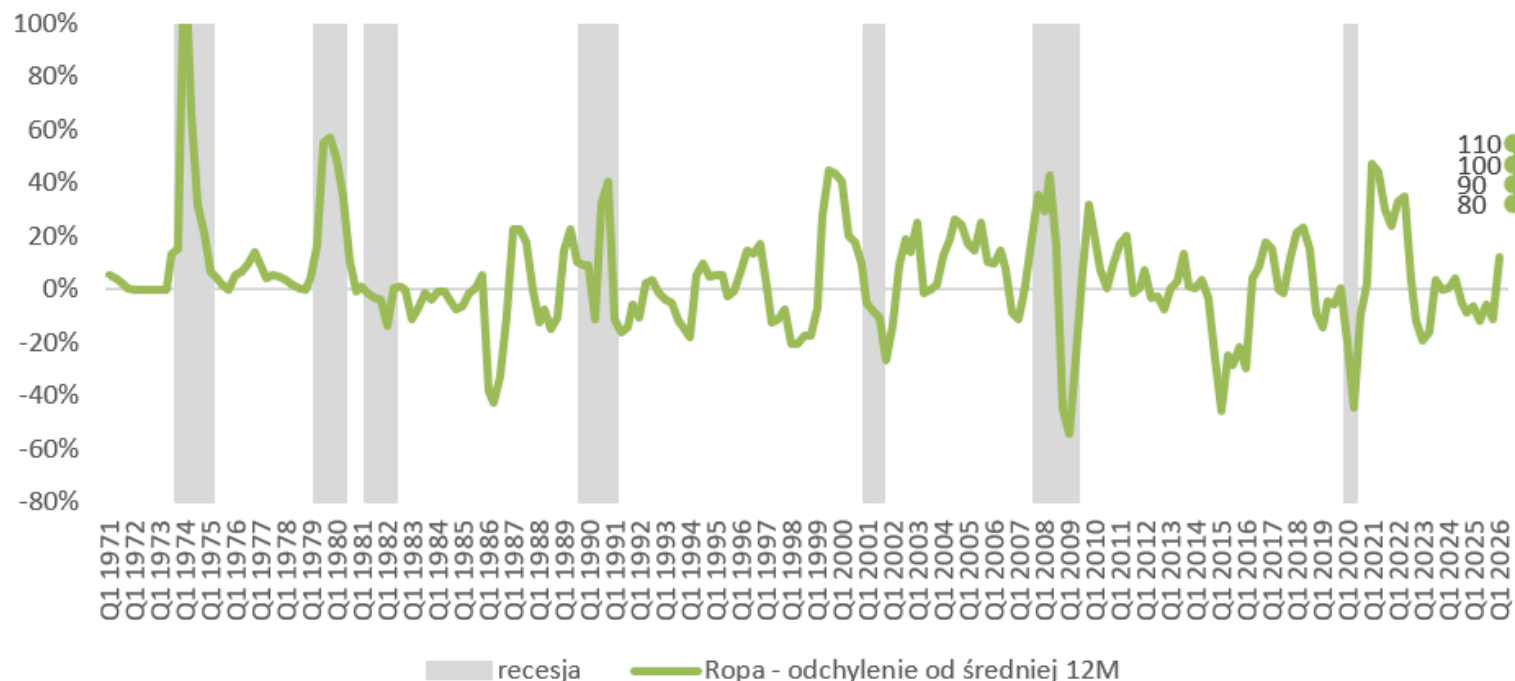
Znaczenie Zatoki Perskiej i Cieśniny Ormuz dla wybranych surowców oraz zmiany ich cen od rozpoczęcia konfliktu

Surowiec	Udział globalnej podaży z Zatoki Perskiej	Udział globalnego handlu przez Ormuz	Zmiana ceny vs luty 2026
Ropa naftowa	~20%	~20-25%	+30-100%
LNG	~3% (gaz ogółem)	~20-25%	+100-140%
LPG	~10%	~25-30%	+30-80%
Siarka	~5-15%	~20-30%	~+30-60% (pośrednio)
Nawozy	~10-20% (szacunek)	~20-30%	~+50%

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych IEA, UNCTAD, Wall Street Journal.

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Zmiana ceny ropy wobec 12-miesięcznej średniej i okresy recesji w USA (zaznaczone na szaro)



Zródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Na wykresie zaznaczone zostały wartości dla drugiego kwartału 2026 r. dla ceny w przedziale 80-110 USD. Utrzymywanie się tych poziomów przez dłuższy czas ma szanse na wywołanie recesji w USA, która może rozlać się na cały świat.

Na tym tle polska gospodarka na razie wygląda bardzo dobrze dzięki impulsowi inwestycyjnemu, który wreszcie się materializuje. W jego wyniku dynamika PKB

w pierwszym półroczu będzie wciąż wysoka. Kolejne okresy są już pod większym znakiem zapytania, szczególnie że jesteśmy już w późnym etapie obecnego cyklu koniunkturalnego. Pewne oznaki słabości wysyła już rynek pracy, ponieważ stopa bezrobocia wzrosła do ponad 6,0%, poziomowi nie widzianego od blisko pięciu lat.

W związku z tym wydaje się, że obecny czas jest dobrym momentem

na przygotowanie się na potencjalnie trudniejszy okres spowolnienia. Natomiast w kontekście inwestycji portfelowych wysokie wyceny i ryzyko gorszej koniunktury powinny raczej sprzyjać wyjściom z inwestycji niż nabywaniu nowych aktywów. Prawdopodobnie znacznie lepszy czas na to będzie za kilka-kilkanaście miesięcy, choć w obecnym otoczeniu nie ma nic pewnego.

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 to olbrzymia liczba czynników, a także może on 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 wyznaczenia 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 eksperta do sytuacji makroekonomicznej w Polsce - dr Marcin Mazurek, główny ekonomista mBanku

A miało być tak pięknie...

Niska inflacja w Polsce miała otworzyć przestrzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej. Przez większą część ostatnich miesięcy scenariusz ten wydawał się realistyczny: presja cenowa słabła, inflacja wracała w okolice celu, a fundamenty popytowe pozostawały umiarkowane. Absolutnie wszystkie elementy składały się na osiągnięcie naprawdę niskiej inflacji w 2026 roku.

Sytuacja zmieniła się gwałtownie po eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie i ataku USA oraz Izraela na Iran. Skok cen ropy nie tylko podbił krótkookresową ścieżkę inflacji, lecz także znacząco skomplikował prowadzenie polityki pieniężnej. Efekt ten nie wynika z ryzyka trwałej inflacji, lecz z niepewności co do skali i czasu oddziaływania szoku podażowego. W konsekwencji Rada Polityki Pieniężnej

została w praktyce wciągnięta w tryb oczekiwania i obserwowania.

To zawieszenie decyzyjne nie jest chwilowe. Inflacja w kolejnych kwartałach będzie stopniowo rosła, ale pozostanie w przedziale dopuszczalnych odchyliń od celu (1,5–3,5%). Kluczowe jest przy tym to, że nie spodziewamy się silnych efektów drugiej rundy. Sytuacja popytowa w gospodarce jest zasadniczo inna niż w latach 2021–2022: luki popytowe są nieporównywalnie mniejsze, szok naftowy nie miał preludeum w postaci już zerwanych łańcuchów dostaw, rynek pracy nie generuje presji płacowej, a przestrzeń do przerzucania kosztów na ceny końcowe jest ograniczona.

Dodatkowym wyzwaniem jest perspektywa inwestycyjna. Wezbranie fali inwestycji, napędzane m.in. środkami unijnymi, osiągnięciem paskowyż w 2027 roku. To oznacza, że najsilniejsze efekty w postaci wsparcia

wzrostu PKB pojawią się za moment, ale nie będą powtarzać się w 2027 roku. Dynamika inwestycji zacznie wyraźnie słabnąć, co zbiegnie się w czasie z opóźnionymi, negatywnymi skutkami szoku naftowego dla aktywności gospodarczej. Uważamy, że o ile wzrost PKB w tym roku zakreśli się wokół 3,5% (niestety po szoku naftowym musieliśmy sięgnąć po liczbę poniżej 4%), w przyszłym prawdziwym osiągnięciem może być dobiecie do 3%. To właśnie wtedy powrócą dyskusje o potrzebie obniżek stóp procentowych.

W międzyczasie trzymajmy kciuki, aby sytuacja na Bliskim Wschodzie zmierzała do uspokojenia. Obecnie szok naftowy jest głównie szokiem cenowym. Skutki fizycznego niedoboru surowca, które mogą pojawić się, gdy Cieśnina Ormuz pozostanie zamknięta, będą daleko bardziej destrukcyjne dla wzrostu PKB.



Jakie znaczenie ma wzrost dla wartości przedsiębiorstwa?

Wzrost przedsiębiorstwa jest jednym z kluczowych czynników determinujących jego wartość, a tempo wzrostu bezpośrednio wpływa na wycenę przedsiębiorstwa, zarówno w modelach dochodowych (DCF), jak i w podejściu rynkowym (mnożnikowym).

W ujęciu finansowym wartość przedsiębiorstwa wynika z oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych zdyskontowanych do wartości bieżącej. W najprostszym ujęciu zależność tę można zobrazować poprzez model kapitalizacji przepływu pieniężnego o stałym tempie wzrostu (model Gordona). Zakłada on, że bazowy coroczny przepływ pieniężny (CF) rośnie w nieskończoność w stałym tempie g , a wartość bieżąca przyszłych przepływów przy przyjętym koszcie kapitału (r) dana jest wzorem:

$$V = CF / (r - g)$$

Z powyższego równania wynika, że im wyższe tempo wzrostu g , tym wyższa wartość przedsiębiorstwa (przy założeniu stałości pozostałych parametrów). Jednocześnie model cechuje wysoka wrażliwość wyceny na relację między stopą dyskontową a wzrostem – niewielkie zmiany g mogą prowadzić do istotnych zmian wyniku. Np. przy koszcie kapitału wynoszącym 10% wzrost na poziomie 1% generuje wartość równą ok. 11-krotności przepływu bazowego, a przy 5% wzrostu już 20-krotność.

W bardziej zaawansowanych modelach DCF wzrost odgrywa podwójną rolę, ponieważ wpływa zarówno na projekcje

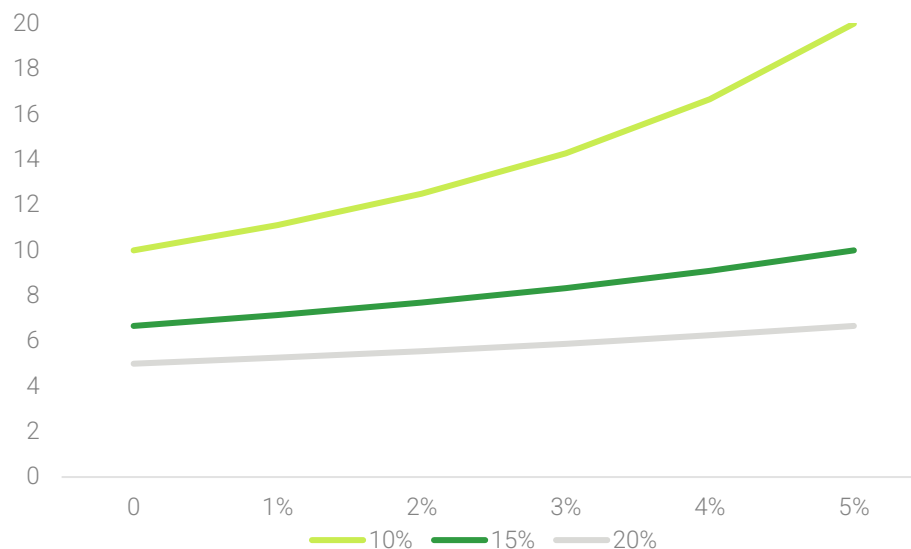
przepływów w okresie szczegółowej prognozy, jak i na wartość rezydualną (ang. terminal value), która często stanowi znaczną część całkowitej wyceny. W praktyce oznacza to, że założenia dotyczące długoterminowego wzrostu są jednym z najbardziej krytycznych elementów modelu wyceny, w szczególności te dotyczące lat po okresie szczegółowej prognozy. Istotne zatem jest, by zakładać w nim dynamikę, która odpowiada realnym możliwościom długoterminowego rozwoju (na pewno nie powinna przekraczać realnego wzrostu PKB).

Znaczenie wzrostu widoczne jest również w podejściu rynkowym. Spółki o wyższych oczekiwanych stopach wzrostu zazwyczaj notowane są przy wyższych mnożnikach,

takich jak P/E, EV/EBITDA czy EV/Sales. Inwestorzy są skłonni płacić premię za potencjał wzrostu, oczekując, że przyszłe wyniki finansowe uzasadnią wyższą cenę.

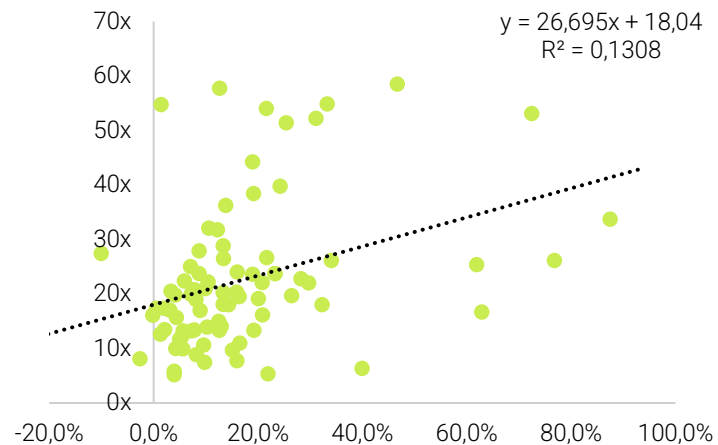
Potwierdzają to dane empiryczne. Sprawdziliśmy zależność mnożników EV/S (Enterprise Value do przychodów) oraz EV/EBITDA od historycznej dynamiki wyników spółek z indeksu NASDAQ100, zrzeszającego spółki technologiczne, w przypadku których wzrost ma kluczowe znaczenie dla inwestorów. Na kolejnej stronie prezentujemy wykresy przedstawiające zależność wspomnianych mnożników od wzrostu, odpowiednio, przychodów i EBITDA.

Zależność wartości bieżącej skapitalizowanego przepływu o wartości 1 od kosztu kapitału (ścieżka dla 10%, 15% i 20%) oraz tempa wzrostu





Zależność wartości mnożnika EV/EBITDA od 5-letniej dynamiki EBITDA dla spółek z indeksu NASDAQ100

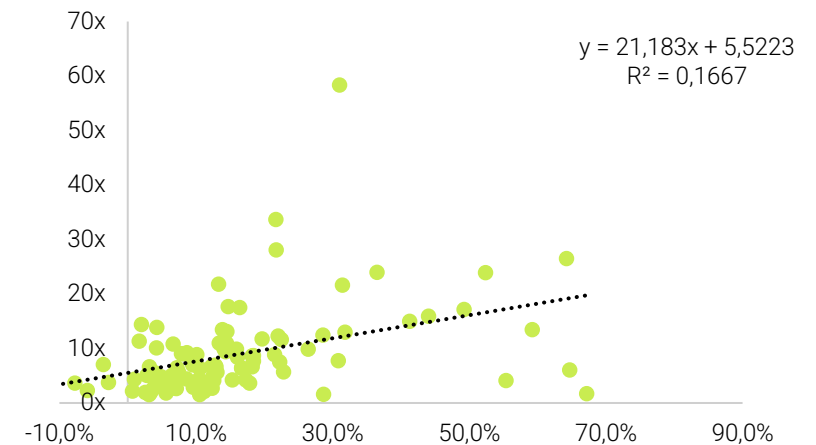


Analiza rynku spółek technologicznych wskazuje, że wyższy wzrost sprzedaży oraz EBITDA przekładają się na wyższy mnożnik spółki. Wskaźnik dopasowania nie jest wysoki, ponieważ na mnożniki wpływa również wiele innych czynników. Niemniej w przypadku przychodów każdy dodatkowy punkt procentowy wzrostu prowadził do mnożnika wyższego o 0,27.

Dla mnożnika EBITDA każdy dodatkowy punkt procentowy wzrostu oznaczał mnożnik wyższy o 0,21.

W tym kontekście często wykorzystywany jest wskaźnik PEG (Price/Earnings to Growth), który odnosi wskaźnik P/E (czyli współczynnik ceny do zysku) do tempa wzrostu zysków. PEG na poziomie około 1 bywa interpretowany jako „sprawiedliwa” wycena względem wzrostu, podczas gdy wartości powyżej 1 mogą sugerować przewartościowanie (lub wysokie oczekiwania), a poniżej 1 – potencjalne niedowartościowanie.

Zależność wartości mnożnika EV/S od 5-letniej dynamiki przychodów dla spółek z indeksu NASDAQ100



Oznacza to, że spółka z roczną dynamiką zysków na poziomie 15% będzie mieć mniej więcej mnożnik zysków równy 15x, a spółka z 25% tempem wzrostu wyników mnożnik 25x. Warto jednak pamiętać, że jest to pewne uproszczenie (ang. rule of thumb) i nie musi działać w każdych warunkach rynku. Co więcej, przy niskich wartościach wzrostu wskaźnik ten traci jednak swoje zastosowanie, ponieważ nieuzasadnione byłoby wycenianie spółek z 2% wzrostem na bazie mnożnika 2x.

Warto jednak podkreślić, że wzrost sam w sobie nie zawsze tworzy wartość – dokładanie sprzedaży bez marży, czy sprzedawanie produktu poniżej kosztu nie przyczynią się do niej. Kluczowe znaczenie ma relacja między stopą zwrotu z inwestowanego kapitału (ROIC) a jego kosztem (WACC). Wzrost generuje wartość tylko wtedy, gdy przedsiębiorstwo inwestuje w projekty o dodatniej wartości bieżącej netto (NPV), czyli gdy $ROIC > WACC$.

W przeciwnym razie szybki wzrost może prowadzić do destrukcji wartości, mimo rosnących przychodów czy zysków księgowych.

Dodatkowo należy uwzględnić ryzyko związane ze wzrostem. Wyższe tempo wzrostu często wiąże się z większą niepewnością, wyższymi nakładami inwestycyjnymi oraz potencjalną zmiennością wyników. W efekcie inwestorzy mogą wymagać wyższej stopy dyskontowej, co częściowo kompensuje pozytywny wpływ wzrostu na wycenę.

Podsumowując, wzrost jest jednym z fundamentalnych czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa, zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i rynkowym. Jego wpływ nie jest jednak jednoznaczny – zależy od jakości wzrostu, efektywności alokacji kapitału oraz poziomu ryzyka. Dlatego w analizie wartości kluczowe jest nie tylko tempo wzrostu, ale także jego źródła i trwałość.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Ze względu na opóźnienia w publikacji informacji o transakcjach, ostatni 3-miesięczny okres analizy obejmuje przedział od grudnia 2025 r. do lutego 2026 r.

W ciągu analizowanych trzech miesięcy zrealizowano 106 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 81 transakcjami w okresie wrzesień-listopad 2025 r. oraz 105 transakcjami w analogicznym okresie roku poprzedniego.

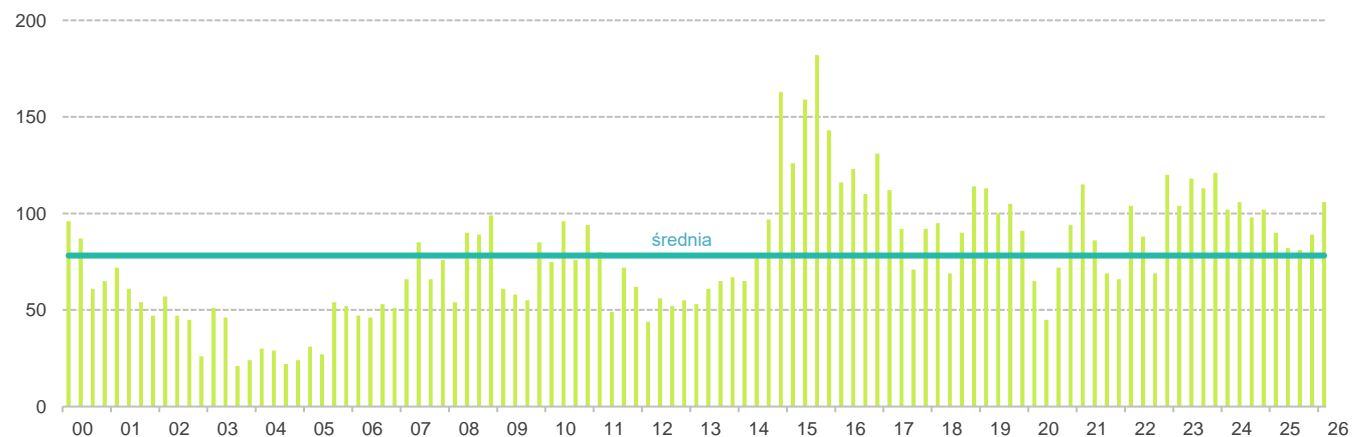
W ostatnich trzech miesiącach inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 47 transakcji, w porównaniu z 46 transakcjami w IV kwartale 2025 r. Udział inwestorów lokalnych jednak spadł z 52% w okresie wrzesień-listopad 2025 r. do 44,3% w ostatnich trzech miesiącach.

W całym 2025 r. miało miejsce 342 przejęć, o 16% mniej niż w 2024 r, kiedy zrealizowano 408 transakcji. Od początku 2025 r. zauważalne jest istotne spowolnienie

w liczbie przeprowadzanych transakcji, co może wynikać z ostrożności inwestorów w związku z niepewną sytuacją gospodarczą i polityczną. Początek 2026 roku przyniósł istotny wzrost aktywności transakcyjnej, 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 I kw. 2020 r. do ostatnich trzech miesięcy (grudzień 2025 r. – luty 2026 r.)



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

W analizowanych ostatnich trzech miesiącach (grudzień-luty) aktywność transakcyjna wzrosła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz jest na podobnym poziomie 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 106 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

W okresie wrzesień-listopad 2025 r. zrealizowano 81 transakcji fuzji i przejęć.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

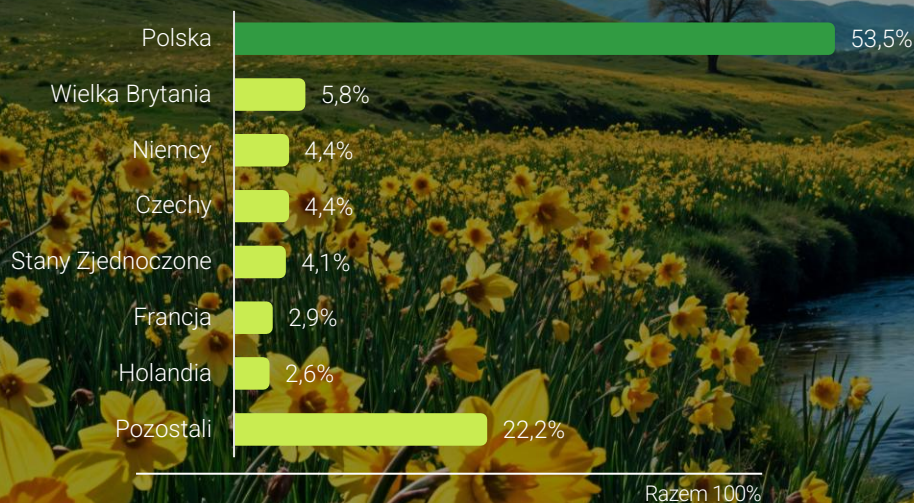
W 2025 r. inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 53,5% transakcji, w porównaniu do 57,1% transakcji w 2024 roku. Przejmujący spoza Polski pochodzili głównie z Wielkiej Brytanii (20 transakcji), Niemiec i Czech (po 15 transakcji), USA (14) oraz Francji (10 transakcji).

Liczba transakcji przeprowadzonych przez podmioty z Polski spadła z 233 w 2024 r. do 183 w 2025 roku, co było główną przyczyną ogólnego spadku transakcji (liczba transakcji przeprowadzonych przez podmioty zagraniczne spadła o 16 transakcji).

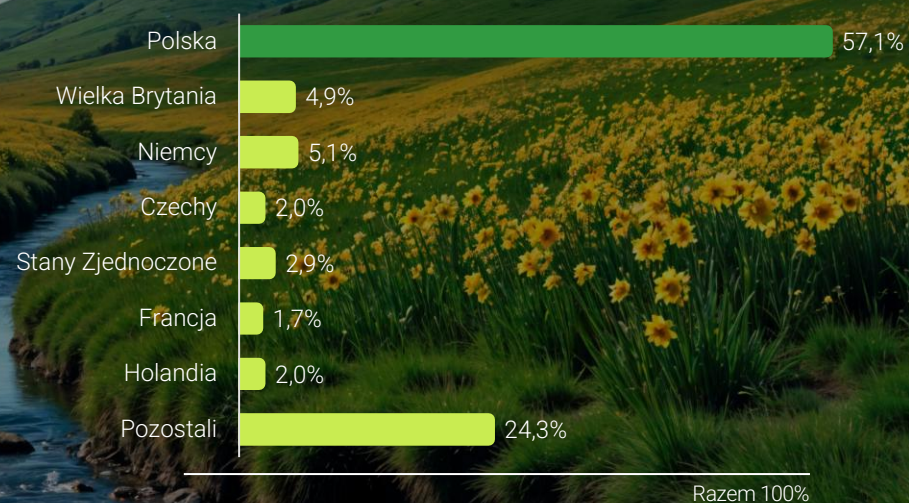
W okresie grudzień 2025 r. - luty 2026 r. udział inwestorów z Polski wyniósł jedynie 44,3%, w porównaniu do 52% w okresie wrzesień-listopad 2025 roku. Spadek udziału inwestorów z Polski wynikał głównie z wysokiej liczby transakcji przeprowadzonych przez inwestorów zagranicznych.

Struktura nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora

2025 rok



2024 rok



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w 2025 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii oraz przemysłu, które były odpowiedzialne odpowiednio za 19% oraz 16% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory ochrony zdrowia (12%) oraz energetyki (11%). Istotny spadek aktywności transakcyjnej odnotowano w sektorach surowców oraz handlu detalicznego.

W okresie styczeń-luty 2026 r. najwięcej transakcji zostało przeprowadzonych w sektorze energetyki (21%) oraz technologii (19%).

Podział transakcji ze względu na sektory

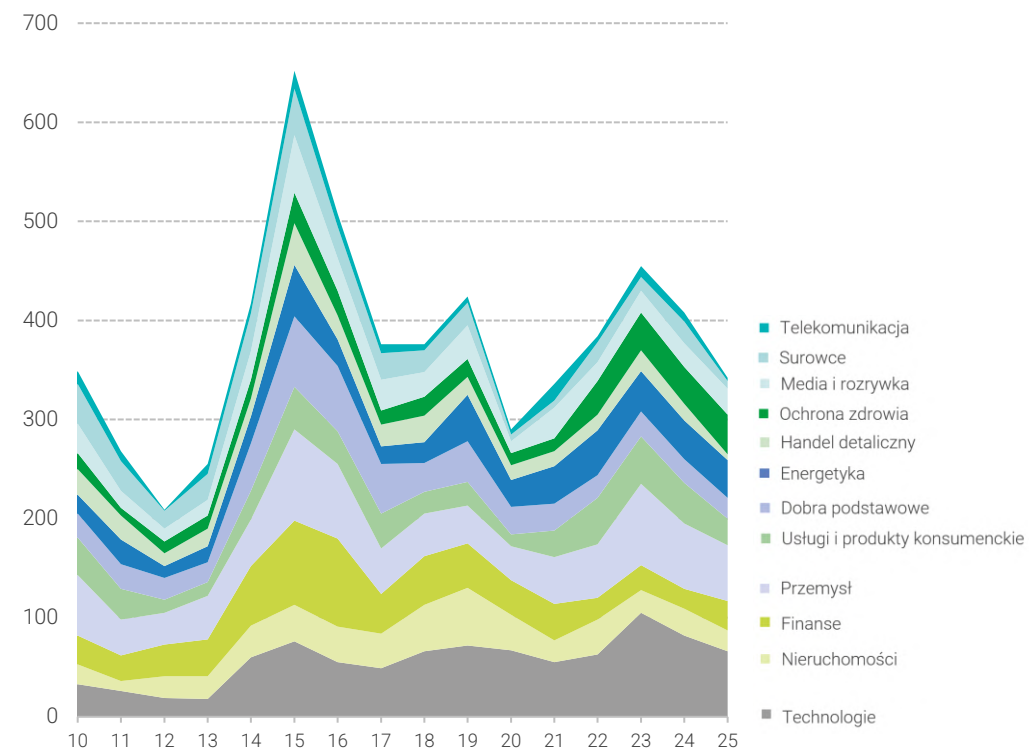
	2000-2025	2024	2025	sty-lut25	sty-lut26
Dobra podstawowe	8%	6%	6%	2%	6%
Usługi i produkty konsumenckie	9%	10%	8%	13%	3%
Energetyka	8%	10%	11%	15%	21%
Finanse	11%	5%	9%	13%	6%
Ochrona zdrowia	5%	9%	12%	8%	10%
Technologie	14%	20%	19%	18%	19%
Przemysł	14%	16%	16%	16%	15%
Surowce	7%	5%	2%	2%	1%
Media	7%	6%	8%	5%	6%
Nieruchomości	7%	7%	6%	7%	7%
Handel detaliczny	5%	4%	2%	–	4%
Telekomunikacja	3%	2%	1%	2%	–
Łącznie transakcji	8171	408	342	61	67

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

Początek 2026 roku przyniósł dynamiczne wzrosty indeksów na GPW o 7-10%. Wybuch wojny pomiędzy USA i Izraelem a Iranem doprowadził do korekty notowań w marcu bieżącego roku. Na koniec kwartału indeksy nadal jednak pozostawały kilka procent powyżej wartości z końca 2025 roku.

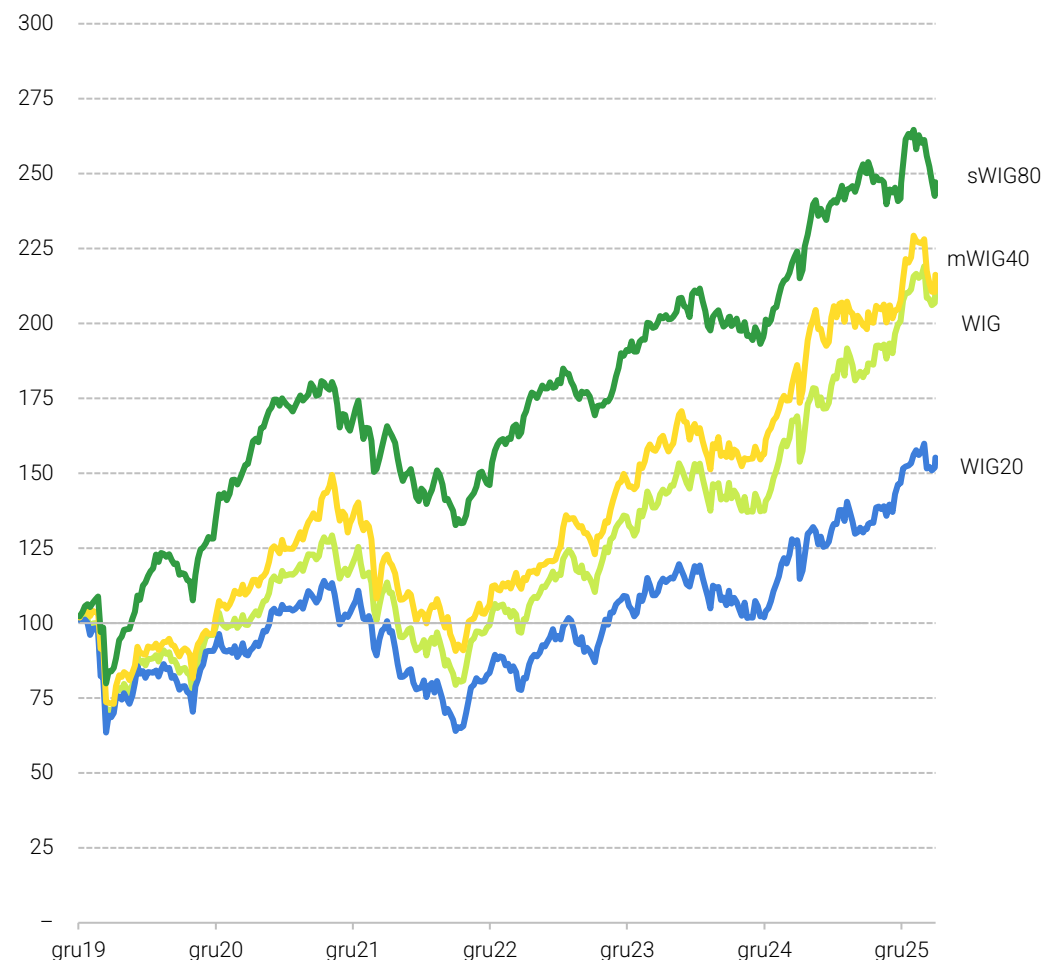
W poprzednim kwartale największy wzrost zanotował indeks WIG20, który wzrósł o 4,9% w porównaniu z końcem 2025 roku, osiągając wartość 3.341 pkt.

Indeks WIG osiągnął na koniec I kwartału 2026 r. wartość 122.459 pkt, o 4,5% więcej niż na koniec 2025 roku.

W I kwartale 2026 roku indeksy sWIG80 oraz mWIG40 wzrosły odpowiednio o 0,1% oraz 3,5%.

Na rynku utrzymuje się wysoka zmienność notowań wynikająca z niepewnej sytuacji geopolitycznej. Przedłużający się konflikt pomiędzy USA i Izraelem a Iranem, może przełożyć się na niższy wzrost gospodarczy, a tym samym doprowadzić do dalszych spadków na giełdzie.

Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce 31.12.2019 = 100



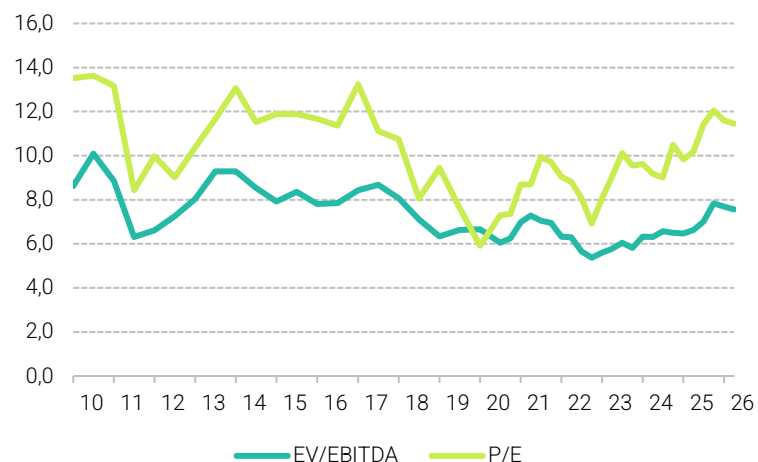
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

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

Natomiast EV/Sales wzrósł nieznacznie do 1,02x i również przekracza poziom długoterminowej średniej.

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

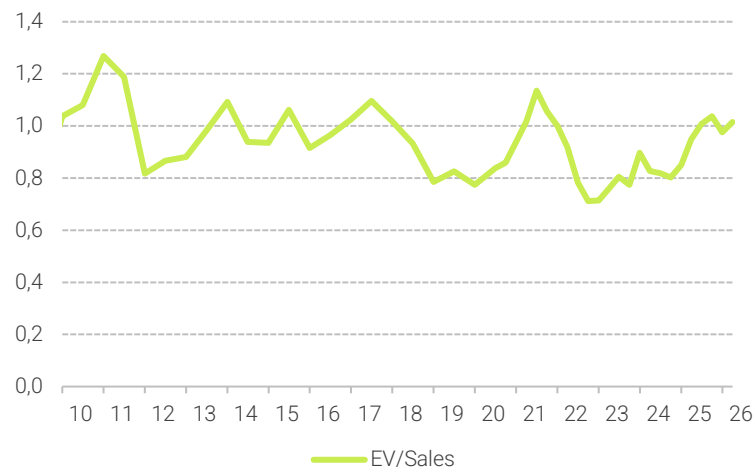


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych, P/E (cena do zysku na akcję), wyniosła 11,5x (vs. 11,6x na koniec 2025 r.)¹ i znajduje się już powyżej długoterminowej średniej i blisko szczytowych poziomów z poprzednich cykli.

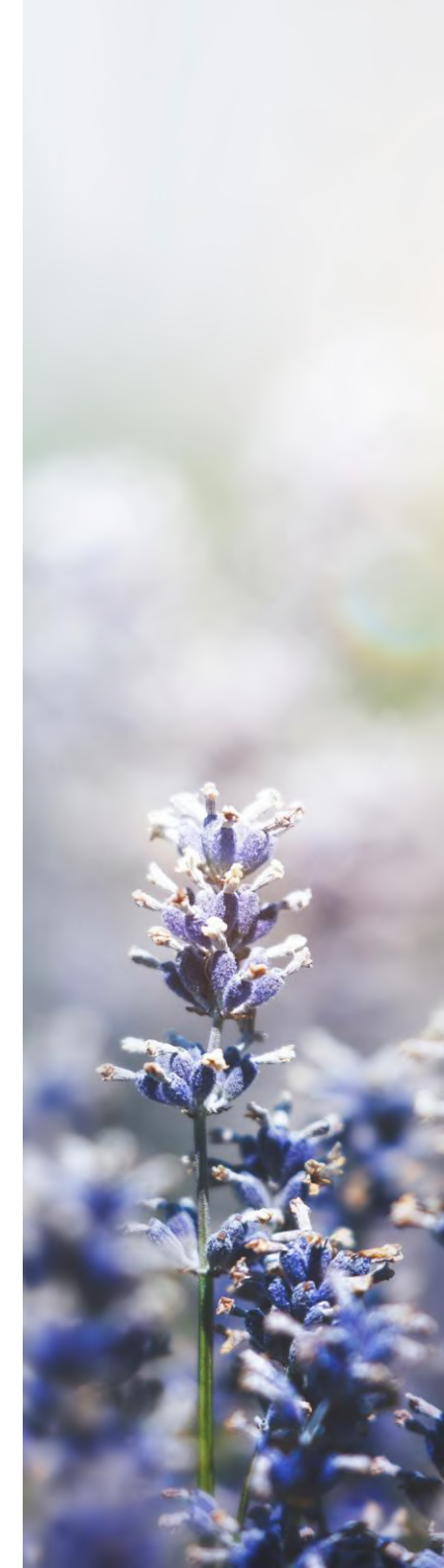
W efekcie ostatnich wzrostów wszystkie mnożniki wyszły już zdecydowanie ze strefy niskich lub umiarkowanych wycen i przesunęły się w kierunku podwyższonych lub dość wysokich wycen (podobnie jest z niepokazywanym przez nas wskaźnikiem P/BV, cena do wartości księgowej, który dotarł już do historycznie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

Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/Sales



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

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



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

10,67%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,7%
Banki uniwersalne	11,0%
Budowlany	12,9%
Chemiczny (podstawowy)	9,4%
Chemiczny (specjalistyczny)	11,3%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	12,9%
Części samochodowe	11,1%
Deweloperski	8,5%
Dystrybucja ropy/gazu	9,1%
Edukacja	8,4%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	11,9%
Elektronika (ogólna)	11,1%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	8,8%
Energia odnawialna	9,3%
Farmaceutyczny	11,5%
Handel detaliczny	10,6%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,6%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	11,6%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	10,9%
Handel detaliczny (online)	8,8%
Hotele i hazard	10,3%
Hurtownicy żywności	8,8%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	9,6%
Inżynieria/budownictwo	10,3%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Kanalizacja i ścieki	10,0%
Komputery / urządzenia peryferyjne	11,2%
Leki (biotechnologia)	11,5%
Maszynowy	11,2%
Materiały budowlane	10,8%
Podwykonawcy budowlani	10,8%
Meble / wyposażenie domu	9,1%
Metale i górnictwo	11,2%
Metale szlachetne	10,5%
Militaria/obronność	11,9%
Napoje alkoholowe	8,8%
Napoje bezalkoholowe	7,9%
Nieruchomości	8,7%
Obuwie	11,7%
Odzież	9,9%
Opakowania	9,6%
Opony	9,7%
Oprogramowanie (Internet)	9,9%
Oprogramowanie (rozrywka)	11,0%
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	10,5%
Papierowy i drzewny	9,1%
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	9,4%
Półprzewodniki	12,2%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Produkty gospodarstwa domowego	9,6%
Produkty zdrowotne	11,9%
Przemysł stoczniowy i morski	10,1%
Przetwórstwo spożywcze	8,1%
R.E.I.T.	8,7%
Reasekuracja	11,5%
Reklama	10,3%
Rekreacja	10,7%
Restauracje	9,3%
Rolnictwo	8,2%
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	10,4%
Ropa i gaz (zintegrowany)	8,0%
Rozrywkowy	9,4%
Samochody i ciężarówki	13,2%
Sprzedaż detaliczna	11,4%
Sprzedaż hurtowa	10,1%
Sprzęt elektryczny	11,1%
Sprzęt i usługi biurowe	8,8%
Sprzęt telekomunikacyjny	9,4%
Sprzęt wydobywczy	10,2%
Stalowy	10,2%
Szpitala / placówki opieki zdrowotnej	9,3%
Technologie dla ochrony zdrowia	11,6%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	8,8%
Telewizja	10,5%
Telewizja kablowa	18,5%
Transport	9,6%
Transport kolejowy	9,1%
Transport lotniczy	11,3%
Transport samochodowy	10,5%
Tytoń	6,8%
Ubezpieczenia (majątkowe)	8,6%
Ubezpieczenia (ogólne)	9,6%
Ubezpieczenia (życie)	9,7%
Usługi biznesowe i konsumenckie	9,9%
Usługi dla nieruchomości	9,1%
Usługi finansowe	10,8%
Usługi informacyjne	9,8%
Usługi informatyczne	10,4%
Usługi środowiskowe i odpadowe	10,9%
Usługi telekomunikacyjne	9,4%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	9,9%
Użyteczności publicznej	8,9%
Węgiel	9,1%
Wydawnictwa i gazety	9,5%

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 31.03.2026 r. ich rentowność wyniosła 5,90% (w porównaniu z 5,18% na 31.12.2025 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 4,77% (vs. 4,23% na 31.12.2025 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 10,67%.

Wzrost kosztu kapitału w porównaniu z 31.12.2025 r. wynikał z wyższej stopy wolnej od ryzyka oraz wyższej 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 pomnożona jest 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 5,90%)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,77%)

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*)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko

α dodatkowa premia za ryzyko

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

Dla złotego będzie to rentowność polskich obligacji długoterminowych skorygowana o ryzyko kraju, którą możemy zmierzyć przez kwotowanie CDS (ponieważ rating Polski jest na poziomie A, zakup obligacji skarbowych nie jest inwestycją pozbawioną ryzyka). Obecnie taka stopa wolna od ryzyka dla waluty PLN wynosi 4,87%. Dla waluty EUR będzie to 3,01%, a dla USD jest na poziomie 3,75%.

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 prowadzenia działalności. 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 (β) wyznaczona jest przez korektę bety aktywów (β_A) o efekt dźwigni finansowej, czyli stosunek zadłużenia (D) do kapitału własnego (E) z uwzględnieniem tarczy podatkowej (przy stawce podatkowej t).

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 przykładana jest do kosztu kapitału. W ten sposób możemy dojść do kosztu kapitału własnego, który w bardziej dokładny sposób odzwierciedli ryzyko inwestycji.

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

β	współczynnik beta
β_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 31.03.2026 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,90%
r_f	
PLN	4,87%
EUR	3,01%
USD	3,75%
CRP	
Polska	1,24%
Niemcy	0,00%
USA	0,26%
Francja	0,88%
Hiszpania	1,75%
MRP	4,77%
Kapitał własny do (mln USD):	α^*
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
Szpitale /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)

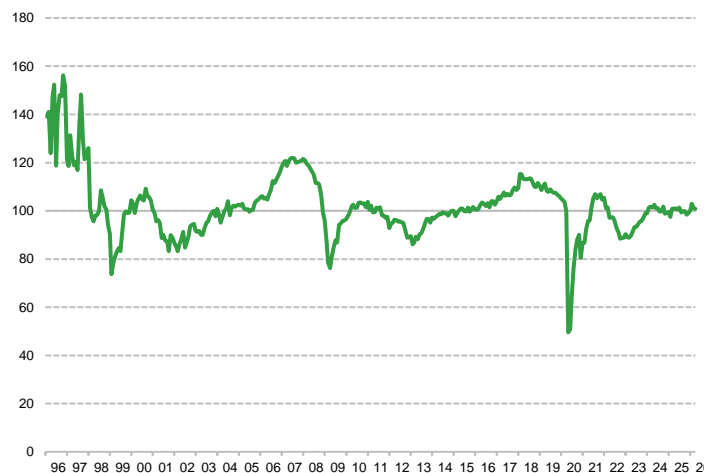
Komisji Europejskiej

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

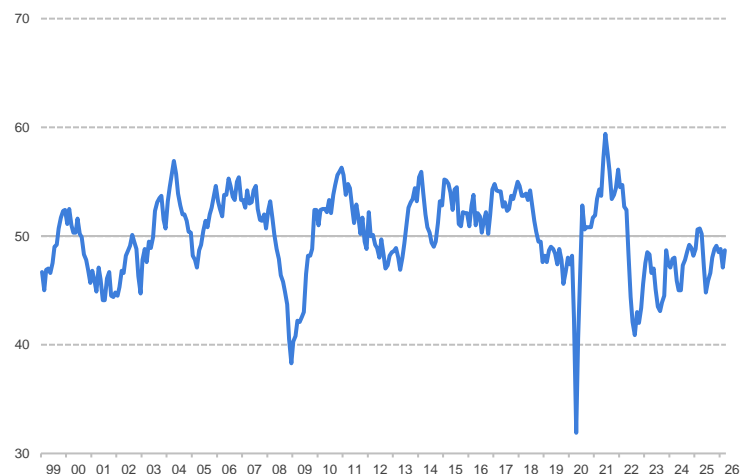
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych warunkach biznesowych. PMI opiera się na comiesięcznych badaniach menedżerów łańcucha dostaw w 19 branżach. Odczyt indeksu 50,0 oznacza, że sytuacja pozostaje niezmienną, 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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl

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



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

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 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 Pyszczek

Senior associate w dziale corporate finance
maciej.pyszczek@bakertilly-tpa.pl

Maciej posiada kilkuletnie doświadczenie w zakresie doradztwa transakcyjnego oraz procesów fuzji i przejęć (M&A), które zdobywał podczas pracy dla polskich i zagranicznych klientów, w tym funduszy private equity.

Brał udział w kilkudziesięciu projektach due diligence, modelowania finansowego oraz wycen.

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej na kierunku Finanse i Rachunkowość. Jest w trakcie pozyskiwania tytułu CFA.



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