

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Październik 2026

Now, for tomorrow





W bieżącej edycji,
oprócz aktualizacji wartości
Baker Tilly TPA Index
i pozostałych stałych
elementów, aktualizujemy
analizę dotyczącą cen
mieszkań w Polsce.

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 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 eksperta mBanku – dra Marcina Mazurka.
- **Liczba transakcji M&A w analizowanych trzech miesiącach (czerwiec 2026 r. – sierpień 2026 r.) spadła** w porównaniu z poprzednim okresem i znajduje się **powyżej średniej z ostatnich trzech lat**. W tym czasie zrealizowano **132 transakcje** fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 157 transakcjami w okresie marzec – maj 2026 r.
- **Trzeci kwartał 2026 r. przyniósł kontynuację wzrostów indeksów na GPW – rynkowy indeks WIG wzrósł o 16,0%**. Wybuch wojny na Bliskim Wschodzie nie wpłynął znacząco na notowania, 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 **10,06%**.

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

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

Podsumowanie III 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.

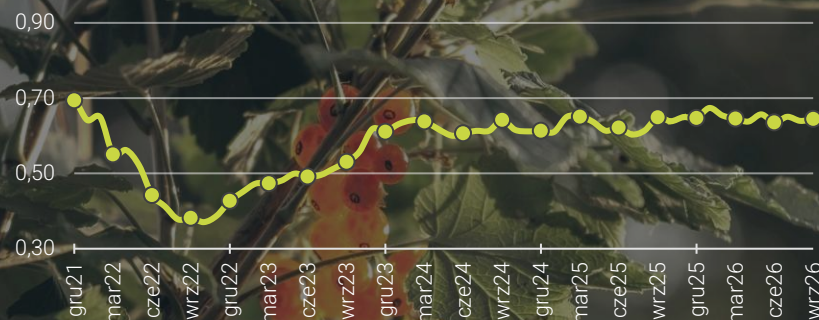
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,64

czerwiec 2026 r. – 0,64

Nadal utrzymujemy się w zakresie wahań ostatnich trzech lat.

Poprzednie odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji M&A w ostatnich trzech miesiącach (czerwiec-sierpień) spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz jest powyżej średniej z ostatnich lat.

132

marzec-maj 2026 r.: 157

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

III kwartał 2026 r.

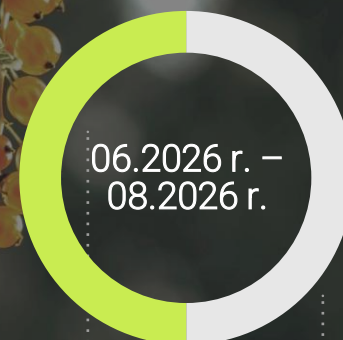
10,06%

II kwartał 2026 r. – 9,47%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Energetyka
Przemysł

Struktura nabywców w transakcjach w okresie czerwiec-sierpień 2026 r.



06.2026 r. –
08.2026 r.



66

podmiotów
polskich

66

podmiotów
zagranicznych

Mediana EV/EBITDA na GPW

wrzesień 2026 r.

7,25x

czerwiec 2026 r. – 7,19x

Mediana EV/Sales na GPW

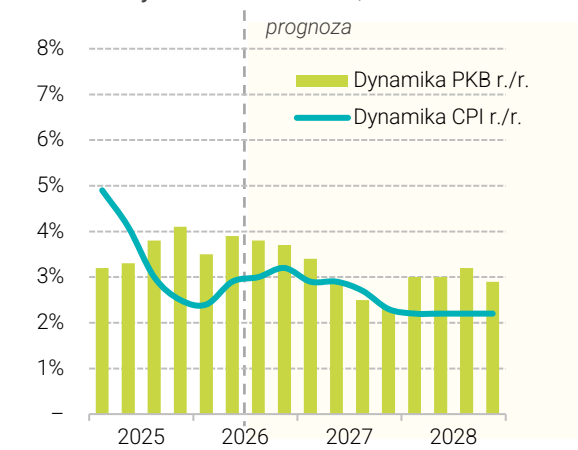
wrzesień 2026 r.

1,01x

czerwiec 2026 r. – 1,06x

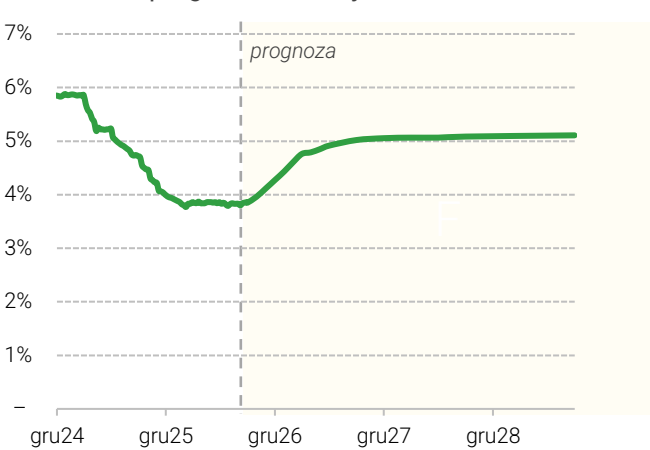
Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

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 LSEG.
Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 30.09.2026 r.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 30.09.2026 r.

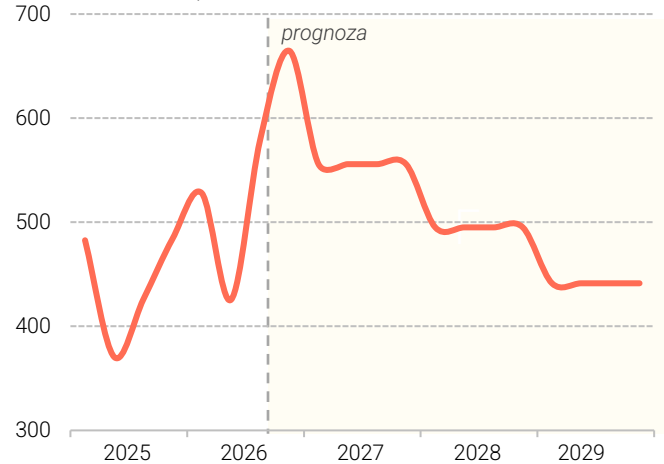
Zapadalność	Rentowność
1 rok	4,24%
2 lata	5,19%
3 lata	5,36%
5 lat	6,06%
10 lat	6,36%

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 znajduje się w okolicy górnej granicy celu** wskutek wzrostu cen surowców związanych z napięciami geopolitycznymi. W aspekcie inflacji projekcja z lipca traci na aktualności.
- Rosnący koszt pieniądza** – rynek oczekuje wzrostu stawki WIBOR 3M nawet do ok. 5,0% w trakcie 2027 r.
- Ceny energii pozostają podwyższone** – w III kwartale 2026 r. cena prądu wzrosła o 36% kwartał do kwartału. Średnia cena wyniosła 579 PLN/MWh, a kontrakty terminowe wskazują na poziom około 665 PLN/MWh w IV kwartale 2026 r. W kolejnych latach przewidywany jest stopniowy spadek cen do poziomu około 440 PLN/MWh w 2029 r.

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

10

Komentarz
makroekonomiczny
eksperta

11

Dodatek specjalny: Ceny
mieszkań w Polsce –
analiza i perspektywa

16

Aktywność transakcyjna
i mnożniki wyceny

21

Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?

28

Załącznik – opis
wskaźników koniunktury

31

O Baker Tilly TPA
Autorzy

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Obecna faza cyklu koniunkturalnego

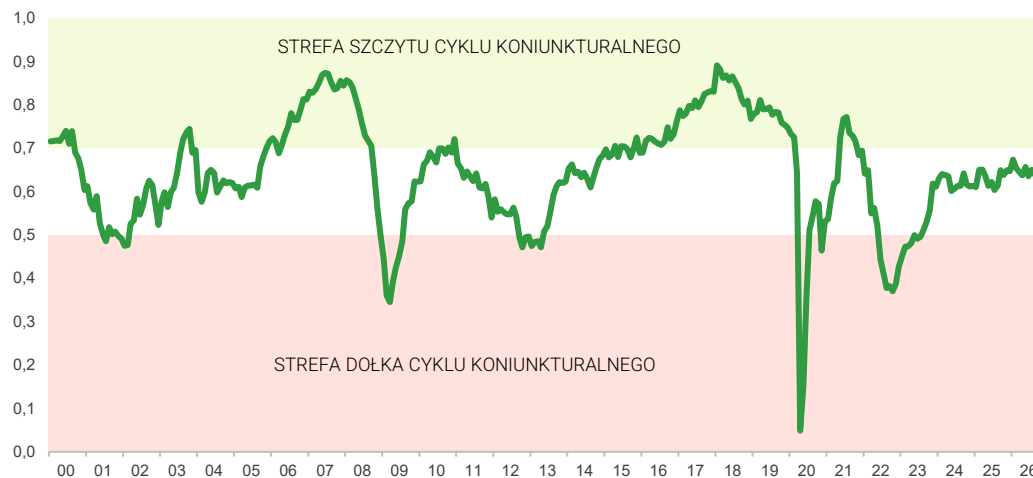
Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,64, a więc tyle samo co w czerwcu br. Na początku roku nastąpiło wreszcie wyjście z ponad dwuletniej stabilizacji i w styczniu osiągnięty został najwyższy wynik tego cyklu, czyli 0,67. Jak na razie okazuje się to szczytowy poziom Indeksu. Odczyty indeksu 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.

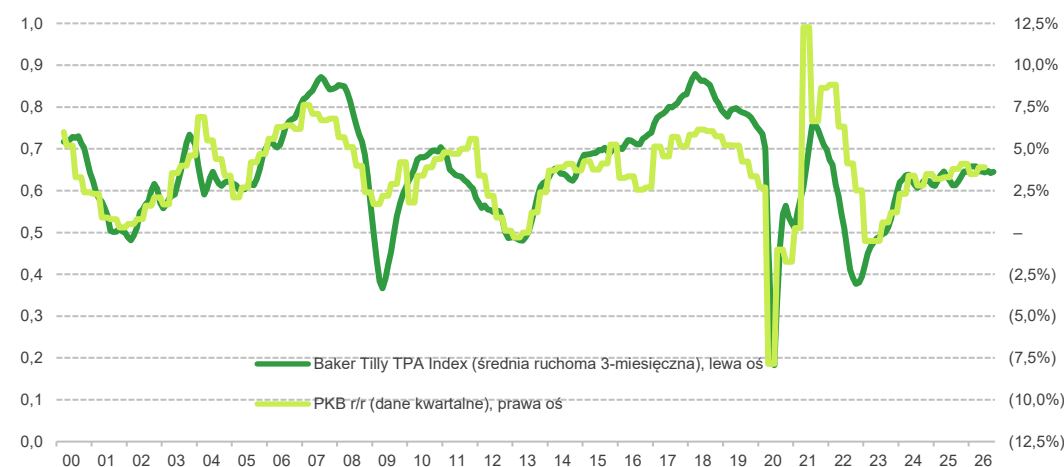
Od początku roku obserwujemy dużą stabilność wszystkich wskaźników, mimo zawirowań geopolitycznych oraz ryzyk, które z nich wynikały. Niemniej od kilku miesięcy zauważalny jest lekki trend spadkowy, w szczególności na ESI Composite oraz wskaźniku syntetycznym GUS. Jest to zbieżne z oczekiwanym niższym wzrostem w kolejnych kwartałach, choć ten spadek na razie nie jest drastyczny. Dopiero w przyszłym roku możemy zobaczyć spadek dynamiki PKB poniżej 3%, co będzie odzwierciedlone w niższych odczytach wskaźników.

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

Jak na razie, sytuacja gospodarcza Polski jest zaskakująco silna. Mimo zawirowań geopolitycznych, rosnących cen ropy i paliw oraz osłabienia złotego, wzrost PKB nadal utrzymuje się na wysokim poziomie. Sprzyja temu nadal dobry poziom konsumpcji prywatnej oraz realizacja wyczekiwanych inwestycji, które aktualnie zaliczają zapewne swój szczyt wynikający z wykorzystania środków unijnych (w 2027 r. można oczekiwać spadku napływów z UE o 30-40% - patrz wykres poniżej, na którym kluczowe są dwie zielone składowe, czyli środki bezzwrotne). Dodatkowo utrzymuje się wysoka stymulacja fiskalna przez rekordowe deficyty sektora publicznego, a także luźna polityka monetarna dzięki utrzymywaniu stóp procentowych przez RPP bez zmian, mimo spadku realnych stóp procentowych w okolice zera.

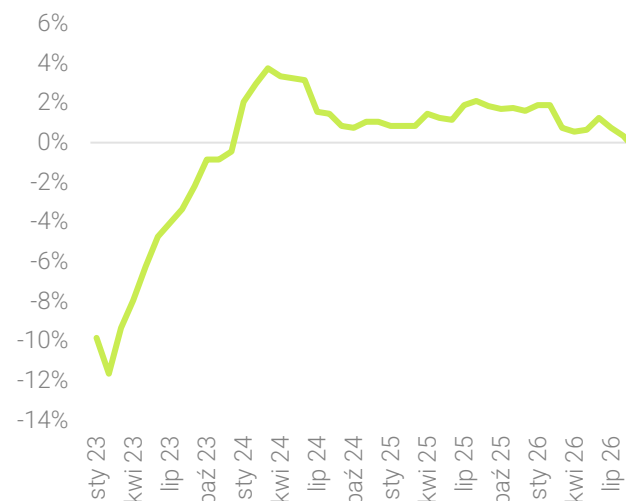
Brak podwyżek stóp procentowych wynikał

z niepewności odnośnie do konsekwencji zmian cen paliw dla gospodarki polskiej i światowej. Dotychczas nie wpłynęły one w dużym stopniu na koniunkturę, częściowo dzięki działaniom ochronnym polskiego rządu. Efekt ten z czasem będzie jednak przenikał do gospodarki i przekładał się na presję inflacyjną w kolejnych miesiącach. Wyjście ponad zakres celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 p.p.) w kolejnych okresach wydaje się zatem trwałe i może być znaczące. W związku z tym podwyżki stóp procentowych wydają się nieuniknione, a pierwsza możliwa jest już w listopadzie. Brak podwyżek doprowadziłby do istotnie ujemnych realnych stóp procentowych, co nie jest pożądane w obecnej fazie cyklu koniunkturalnego, ani też nie jest preferowane przez NBP. Ostatni raz z ujemnymi realnymi stopami (mierzonymi ex-post, co nie jest idealnym

zestawieniem, ale powszechnie obserwowanym) mieliśmy do czynienia pod koniec 2023 r. w zupełnie innej fazie cyklu. Otwarte pozostaje jedynie pytanie o zasięg reakcji RPP, a jak pokazujemy na poprzednich stronach, rynek oczekuje łącznie podwyżek na poziomie 1,25 p.p., prowadzących stopę referencyjną do ok. 5%.

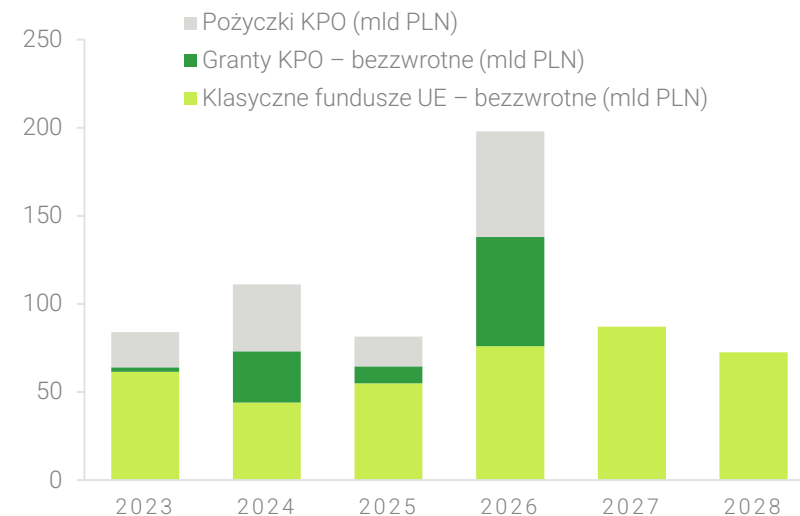
Rosnący koszt pieniądza jest negatywnym czynnikiem dla gospodarki. Poprzedni cykl zacieśniania na przełomie 2021 i 2022 r. doprowadził do silnego wyhamowania wzrostu, jednak obecna zmiana nie będzie aż tak duża. Niemniej, połączenie wyższych kosztów odsetkowych (oraz mniejszego popytu na kredyt) z wyższymi cenami nośników energii (paliwa, gaz, prąd) będą istotną przeszkodą w utrzymaniu wysokiej konsumpcji oraz inwestycji, a w konsekwencji również szybkiego wzrostu PKB.

Realna stopa procentowa w Polsce ex-post



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP i GUS.

Transfery z UE do Polski w latach 2023-2028 (prognoza MF)



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych MF.

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Podwyżki stóp procentowych mogą zatrzymać trend osłabienia złotego wobec głównych walut. A ruch ten jest już znaczący – od początku roku PLN jest słabszy wobec euro o ponad 3%, wobec dolara o ok. 8%, a wobec funta ok. 7%. Z pewnością pomoże to polskim eksporterom, ponieważ w pierwszej połowie roku, zgodnie z analizą NBP, kurs wobec USD oraz EUR ocierał się już o granicę opłacalności eksportu.

W kontekście kolejnych miesięcy i kwartałów kluczowe będą dalsze wydarzenia geopolityczne i zmiany cen paliw, ponieważ w dłuższym terminie utrzymywanie się podwyższonych cen

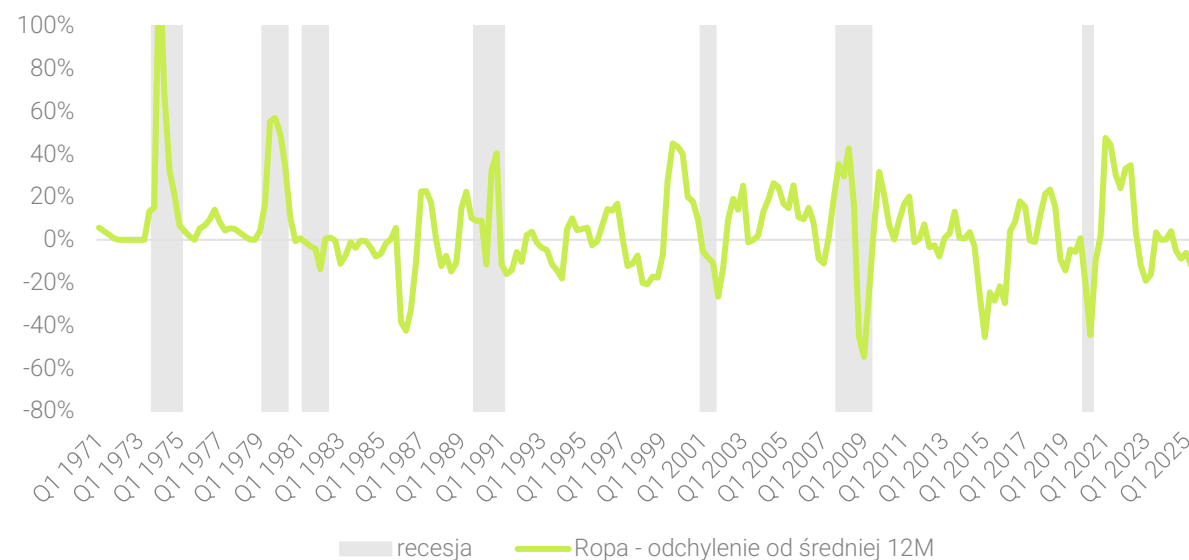
będzie uciążliwe dla gospodarki.

Dla zobrazowania tego przedstawiamy zaktualizowany wykres nanoszący zmianę cen ropy na okresy recesji w USA – znaczący wzrost cen w przeszłości, podobny do obecnej dynamiki, współwystępował z recesjami lub bezpośrednio poprzedzał je. Zobaczymy, czy tym razem efekt będzie podobny, choć na razie prognozy dla wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych pozostają optymistyczne.

Wnioski z poprzedniego wydania pozostają aktualne - napływające sygnały z gospodarki (na podstawie wskaźników makroekonomicznych) oraz giełdy (poziomy

wycen, napływy, optymizm inwestorów) zdecydowanie umacniają przekonanie, że jesteśmy blisko punktu zwrotnego cyklu koniunkturalnego. 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 w długim terminie.

Zmiana cen ropy i okresy recesji w USA



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych FED.

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

Za nami fascynujący trzeci kwartał w gospodarce i już teraz można stwierdzić, że kolejny dostarczy bardzo podobnych emocji.

Historię rozpoczniemy od zarzewia zawirowań, a więc od Cieśniny Ormuz. Jeszcze w lipcu wydawało się, że wszystko zmierza do bezpiecznego otwarcia drogi tranzytowej dla ropy. Niestety, nie zobaczyliśmy traktatu pokojowego, lecz eskalację. Mimo tego dużym wysiłkiem udało się przywrócić przepływ ropy do poziomów niemal sprzed wojny, ale ceny frachtu znacząco podrożały. Zmienił się też rozkład ryzyk, bo zapasy ropy i destylatów znacząco się zmniejszyły. Ceny pozostają wysokie, ropa płynie, ale rynek pozostaje niezwykle wrażliwy na wszelkie zakłócenia, co prawdopodobnie będzie w kolejnych tygodniach i miesiącach jeszcze niejednemu raz wykorzystywane jako lewar w negocjacjach pokojowych. W tym momencie trudno formułować wiarygodne prognozy dotyczące cen i dostępności ropy naftowej, destylatów i zapasów. Cokolwiek funkcjonuje w przestrzeni publicznej, to co najwyżej założenia.

Mimo wspomnianych zawirowań gospodarki wykazały się dużą odpornością na skoki cen surowca, a także jego dostępność. Przyczyn jest sporo, od strukturalnego zmniejszenia zależności od ropy naftowej, którego modele nie uwzględniły, przez wyjątkową elastyczność reagowania krajów i podmiotów gospodarczych, aż po stymulację fiskalną różnej maści i nowe źródła popytu inwestycyjnego (centra danych), które przykryły problemy w innych sektorach, a rachunek wyszedł mniej więcej na zero.

Pesymiści pewnie zwrócą uwagę, że być może zwycięstwo zostało przedwcześnie ogłoszone, bo minęło zbyt mało czasu, aby zobaczyć wszystkie negatywne efekty.

Gospodarka polska rozpędzała się w trakcie okresu największych zawirowań na rynku ropy. To pokłosie relatywnie mocnego konsumenta oraz cyklu inwestycyjnego wspomaganego środkami UE, który był w pewnym sensie zaplanowany na ten moment, a więc niezależny od innych czynników. Co ciekawe jednak, w tych trudnych warunkach nastąpiły solidne wzrosty w eksporcie. Najnowsze dane sugerują, że relatywnie wysoka aktywność gospodarcza towarzyszyć nam będzie jeszcze dwa/trzy kwartały. Później czeka nas hamowanie, choć nie należy spodziewać się znacznego pogorszenia: trochę słabsza aktywność inwestycyjna, trochę słabszy konsument. Czarnym koniem może okazać się eksport. Wedle naszych prognoz w tym roku gospodarka urośnie o 3,7%, w przyszłym o 2,7%, choć coraz bardziej skłonny jestem przykładać tu ryzyko w górę.

Nie obyło się bez kolejnej rundy wzrostów inflacji. We wrześniu szeroki wskaźnik osiągnął 4,1%. Rząd wprowadził bardzo szybko uruchomił kolejną odsłonę programu CPN, ale raczej jest to polisa ubezpieczeniowa, aby inflacja nie zbliżyła się do 6% w pierwszej połowie przyszłego roku niż faktyczny czynnik dezinflacyjny. Nawet z pakietem CPN inflacja zapewne przekroczy 5%, a więc wyniesie dwukrotność celu inflacyjnego. Owszem, pierwsze skrzypce w podnoszeniu inflacji grają paliwa, ale za moment dojdzie też żywność i nośniki energii (w Polsce zawsze

opóźnione z uwagi na regulowany charakter cen dla konsumenta). Ekonomisci mówią, że doszło na razie tylko do podniesienia cen względnych, w niektórych sektorach i kategoriach. Inflacja, która wymaga interwencji polityki pieniężnej, wymaga efektów wtórnych, a więc kolejnych rund dostosowań cenowych. Nie widzimy tego na razie, ale jest to marne pocieszenie, bo procesy te pojawiają się z opóźnieniem i zależą od restrykcyjności polityki pieniężnej, luki popytowej i trwałości szoku podażowego.

Nic nie wskazuje na to, aby szok cenowy miał nagle wygasać. Gospodarka nie cierpi na niedobór popytu (dodatnia luka popytowa jak to mówią ekonomiści), a ocena restrykcyjności polityki pieniężnej zależy w dużej mierze od tego, gdzie szacujemy stopę neutralną oraz gdzie widzimy oczekiwania inflacyjne. Jeśli te ostatnie zakotwiczone są na poziomie celu (2,5%) to najlepszą opcją jest przeczekanie szoku podażowego. Jeśli nie są – a do takiej interpretacji ostatnio mi bliżej – reakcja polityki pieniężnej może być konieczna, aby efektów drugiej rundy nie zobaczyć. Dlatego też obecnie scenariusz bazowy dla polityki pieniężnej to trzy podwyżki stóp. Szybka aplikacja pozwoli być może zrezygnować z tej trzeciej.

! Ceny mieszkań w Polsce – analiza i perspektywa

Po ponad dwóch latach zdecydowaliśmy się zaktualizować analizę dotyczącą cen mieszkań w Polsce. Oczekiwania wzrostów stawek za metr kwadratowy nie zmaterializowały się w pełni – jak wskazują dane NBP, przez ostatnie dwa lata (od III kwartału 2024 r. do II kwartału 2026 r.) średnia cena transakcyjna metra kwadratowego w 17. największych polskich miastach wzrosła jedynie o ok. 3%, a największe miasta (Warszawa, Kraków, Wrocław) zanotowały nawet spadek wskaźnika. Jak wygląda obecna sytuacja cenowa i czego można oczekiwać w kolejnych kwartałach?

Zacznijmy od spojrzenia na relację cen transakcyjnych na rynku wtórnym do średniego wynagrodzenia. Bierzemy tu pod uwagę ceny

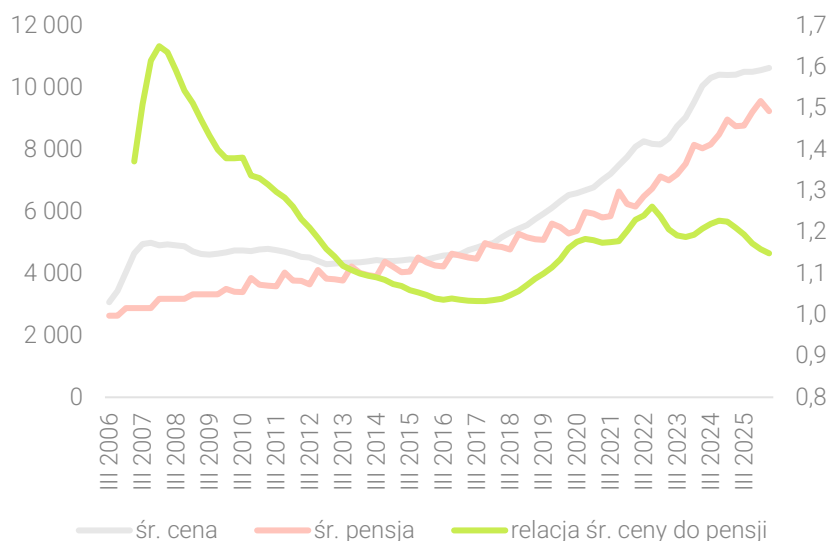
w 17 największych miastach w Polsce (średnia ze średnich cen podawanych przez NBP). Przez ostatnie dwa lata stabilizacja cen mieszkań przy jednoczesnym stałym i dość dynamicznym wzroście płac doprowadziła do spadku relacji ceny do pensji. Historycznie wskaźnik ten wahał się od 1,03x (najniższe poziomy w 2017 r.) do 1,26x pod koniec 2022 r., pomijając znacznie wyższe odczyty w okresie 2007-2012. Obecnie wartość wskaźnika wynosi 1,15x, czyli znajduje się dokładnie na poziomie średniej z ostatnich 10 lat i 5% poniżej średniej z 20 lat.

Wobec powyższego można powiedzieć, że ceny są obecnie wyważone, bez przewartościowania, ale też nie wskazujące na niedowartościowanie. Oczekiwany przez NBP nominalny wzrost

wynagrodzeń w latach 2026-28 wynosi po ok. 6% rocznie, czyli łącznie blisko 20% w tym okresie. Ewentualny dalszy brak wzrostu cen doprowadziłby zatem do spadku tego wskaźnika w 2028 r. poniżej 1,0x, czego nie widzieliśmy w okresie dostępności danych.

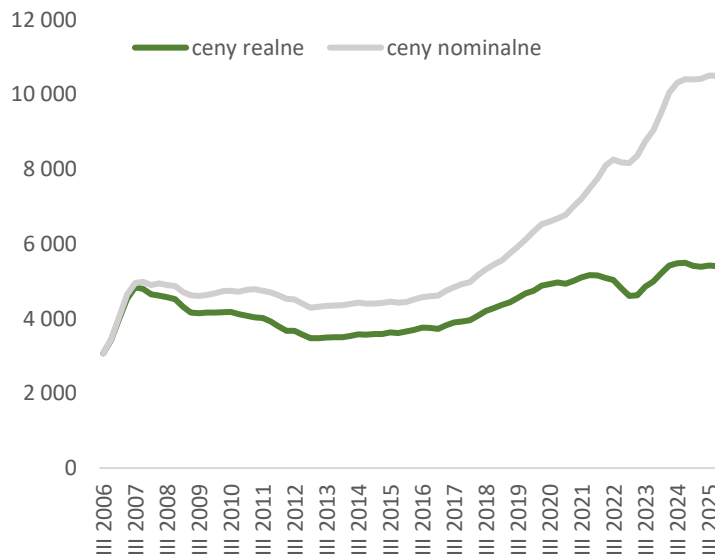
Warto też wspomnieć, że przez stabilizację cen nominalnych nastąpił spadek realnych cen mieszkań. Innymi słowy, ceny rosły wolniej niż wynosiła inflacja w tym samym okresie (skumulowana wyniosła blisko 6%). Ceny realne znajdują się obecnie na poziomie z początku 2024 r. Jednak nadal są to poziomy wyższe niż w całym dostępnym okresie danych poprzedzających ten moment (czyli wyższe niż w latach 2006-2023).

Średnie ceny transakcyjne w relacji do średniej pensji w Polsce



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP i GUS.

Średnie ceny transakcyjne w 17 miastach w Polsce



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP i GUS.

Ceny mieszkań w Polsce – analiza i perspektywa

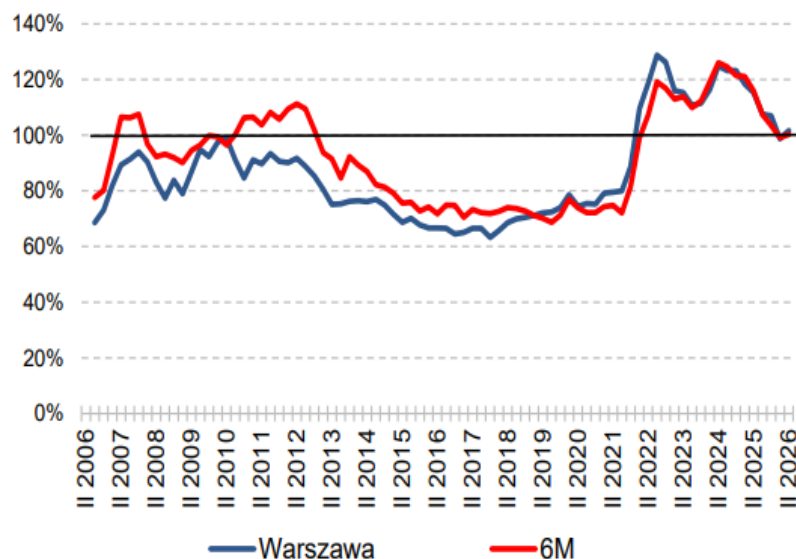
Kwestia siły nabywczej Polaków to jednak tylko jeden z aspektów wpływających na perspektywy cenowe. Drugi aspekt to rentowność zakupu mieszkań mierzona w dwóch wymiarach – prywatnym (użytkowym) oraz inwestycyjnym. W kontekście użytkowym znaczenie ma koszt zakupu mieszkania na kredyt (tak najczęściej zaspokajana jest potrzeba mieszkaniowa) w porównaniu z najmem analogicznego mieszkania na rynku. Takie porównania prowadzi NBP, biorąc pod uwagę bieżące koszty kredytowania i miesięczną ratę w zestawieniu z rynkowymi stawkami najmu w poszczególnych miastach. Po wzroście stóp procentowych od 2022 r. posiadanie mieszkania i spłacanie kredytu było w kolejnych latach istotnie droższe od najmu. Obecnie ta relacja się wyrównała

i zgodnie z metodyką NBP obie alternatywy mają zbliżony koszt. To jednak zapewne zmieni się w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Jak wspomnieliśmy w poprzednich sekcjach publikacji, spodziewane jest zacieśnienie polityki monetarnej przez podwyżki stóp procentowych. Efektem tego będą droższe kredyty i wyższe raty miesięczne, przez co relacja kredytowania do najmu znów przesunie się na niekorzyść kupna. O ile teraz jeszcze tego raczej nie widać, to za kilka miesięcy może to negatywnie wpłynąć zarówno na wolumeny transakcyjne, jak i na skłonność do akceptacji cen rynkowych.

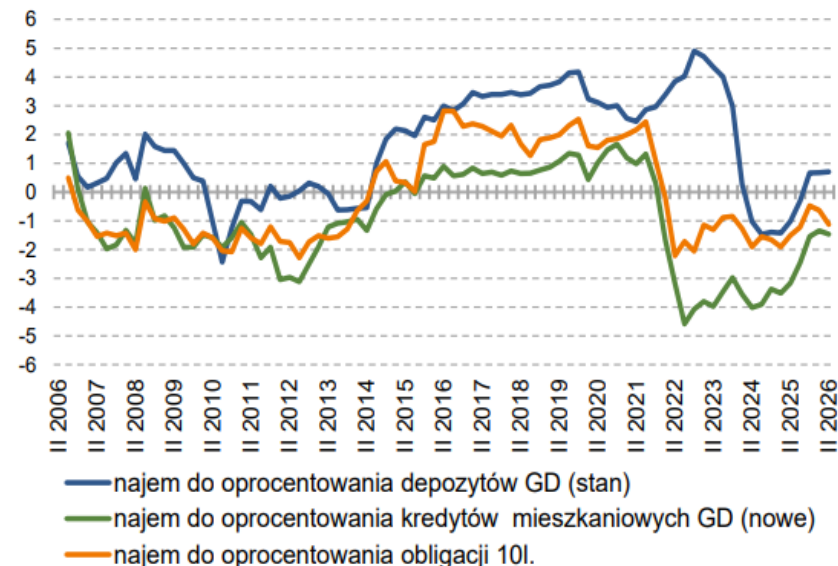
Druga perspektywa to podejście do mieszkania jako dobra inwestycyjnego, co w Polsce jest dość popularne. Ostatnie lata nie rozpieszczały inwestorów na rynku mieszkaniowym – ceny

nie rosły, a rentowność najmu była znacząco niższa niż zwrot z obligacji skarbowych. Na wykresie poniżej widać dane do końca drugiego kwartału bieżącego roku. Od tego momentu rentowność obligacji skarbowych długoterminowych wzrosła o ok. 1 p.p. W efekcie aktualnie różnica na korzyść obligacji wynosiłaby ok. 2 p.p., czyli bardzo wysoko jak na historyczne standardy. Jest to czynnik, który może zniechęcać do zakupu inwestycyjnego i ograniczać popyt rynkowy w kolejnych miesiącach. Dopiero wyższe czynsze lub niższe ceny (wyższa rentowność) lub spadek stóp procentowych (niższa atrakcyjność alternatyw) lub perspektywa wzrostu cen będą mogły znów przyciągnąć popyt inwestycyjny.

Szacunek kosztu obsługi kredytu mieszkaniowego w relacji do kosztu najmu mieszkania (6M – 6 największych miast)



Szacunkowa relacja zysku z wynajmu mieszkania (śr. w Warszawie i 6M) wobec alternatywnych inwestycji gospodarskich (różnice stóp procentowych)



Źródło: Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2026 r., NBP, wrzesień 2026 r.

Ceny mieszkań w Polsce – analiza i perspektywa

Następna perspektywa, z jakiej można analizować rynek mieszkaniowy, to relacja ilościowa popytu i podaży. Przewaga popytu sprzyja wzrostom cen, a nawis podaży jest hamulcem dla wzrostów lub nawet wywiera presję na spadek cen. Liczba ofert mieszkań na sprzedaż na rynku wtórnym, mimo sukcesywnego spadku w latach 2024-2026, pozostaje na historycznie raczej wysokich poziomach. Podobnie oferta deweloperów na głównych rynkach jest bardzo duża na tle historycznych poziomów, w szczególności liczba gotowych niesprzedanych lokali i jej odsetek w całości oferty są na rekordowych poziomach. W niektórych miastach (Łódź, Katowice, Kraków, Poznań) odsetek gotowych mieszkań w ofercie to ok. 30% lub więcej, co świadczy o bardzo dużej nadwyżce podaży. Biorąc pod uwagę sytuację wskazaną powyżej dotyczącą

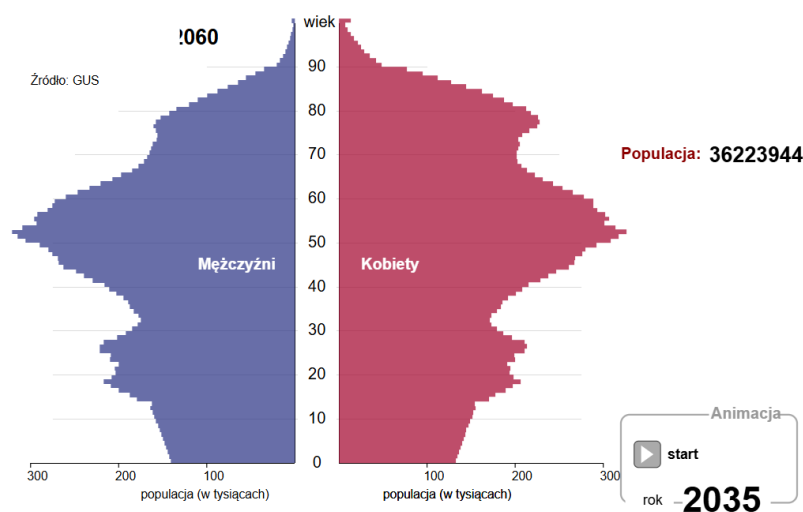
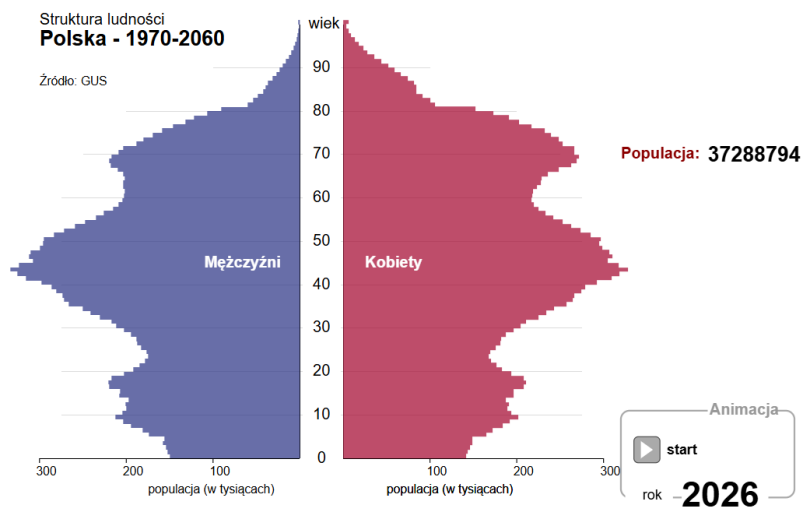
czynników zakupowych, nawis podaży może utrzymywać się zatem jeszcze przez dłuższy czas.

Do powyższego należy dodać jeszcze czynnik demograficzny i strukturalną zmianę wynikającą ze spadku liczby ludności w Polsce. Zgodnie z prognozą GUS liczba mieszkańców Polski skurczy się w ciągu najbliższych 4 lat (do 2030 r.) o ponad 200 tys. osób, a do 2035 r. już o ponad 1 milion osób. W większości problem ten dotyczy małych miejscowości i terenów wiejskich, a także może zostać skompensowany w jakimś stopniu przez imigrację (dużo zależy np. od rozwoju sytuacji na Ukrainie), jednak nawet duże miasta zapewne doświadczą ubytku ludności – w perspektywie kilku lat o 1-3%, a w dłuższej (dekady) już o 2-6%.

Spadek liczby ludności to jeszcze nie wszystko.

Istotną zmianą jest też przesunięcie struktury wiekowej – roczniki wyżu demograficznego z lat 80. wychodzą już z okresu zakładania rodzin i tworzenia gospodarstw domowych, w tym przenosin do większych mieszkań na późniejszym etapie. Również statystyka mierząca liczbę gospodarstw domowych wskazuje na osiągnięcie już niemal docelowych poziomów (ok. 15,5 mln obecnie wobec szczytu zakładanego na 15,8 mln w ciągu najbliższych kilku lat). W związku z tym strukturalny popyt może się zmniejszać (mniej liczne roczniki w fazie zakupowej), a jednocześnie uwalniany będzie duży zasób mieszkań jako efekt spadku ludności. Ostatecznie czynniki podaży-popytowe wskazują na perspektywę przewagi podaży, co nie będzie sprzyjało wzrostom cen mieszkań, w szczególności w ujęciu realnym.

Piramida wieku ludności Polski w 2026 r. oraz 2035 r. (prognoza GUS)



Źródło: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ludnosc/ludnosc/ludnosc-piramida/>

Ceny mieszkań w Polsce – analiza i perspektywa

Wspomniany ubytek ludności w miastach rzędu niskich kilku procent może wydawać się niewielki, jednak dla rynku nieruchomości to istotna zmiana. Historycznie mieliśmy do czynienia ze stałym wzrostem populacji w miastach. Jednak sytuacja zmienia się, nie tylko w Polsce, ale również w innych krajach. Z państw rozwiniętych ubytku ludności przekraczającego 1% w ostatnich latach doświadczyły Japonia i Włochy. Możemy zatem odwołać się do sytuacji w tych krajach i zmian na rynku mieszkaniowym w latach 2020-2025. Warto przypomnieć, że globalnie był to czas hossy na rynkach mieszkaniowych na całym świecie i w tym kilkuletnim okresie obserwowane były wzrosty cen liczone w dziesiątkach procent.

Sytuacja Japonii jest specyficzna – przy spadku liczebności całej populacji, największe

aglomeracje nadal notowały przyrost liczby mieszkańców. W efekcie ceny nominalne i realne rosły w aglomeracjach mniej więcej zgodnie z globalnymi trendami. Natomiast w mniejszych ośrodkach, które się wyludniały, wyniki były już zupełnie inne – ceny nominalne wciąż rosły, ale znacznie mniej, a realne (poza jednym wyjątkiem) nie wykazały się zbytnio wyższymi poziomami niż 5 lat wcześniej. Zatem dodatnia zmiana ludności pozwoliła zwiększyć ceny na rynku, a przy ujemnej zmianie nie było to możliwe.

Drugim punktem odniesienia jest rynek włoski. Tu sytuacja jest bardziej jednorodna – liczba ludności w ostatnich latach zmniejsza się zarówno w największych, jak i w średnich miastach w tempie, którego możemy spodziewać się w najbliższych latach w Polsce.

W pięcioletnim okresie nominalne ceny rosły, jednak znacznie wolniej niż w innych krajach. A po korekcie o inflację wzrosty były bliskie zera lub zmiany nawet były ujemne, bez względu na wielkość miasta.

Czas pokaże, czy podobna sytuacja wystąpi na polskim rynku. Istnieje wysokie ryzyko, że czynnik demograficzny będzie miał kluczowe znaczenie dla cen nieruchomości. Największy problem będzie w ośrodkach wyludniających się najszybciej (najmniejsze i średnie miasta), jednak wskazane przykłady potwierdzają, że główne miasta też mogą doświadczyć zmiany cen nie nadążającej za inflacją, jeśli liczba mieszkańców nie wzrośnie. Tym bardziej, że ceny w Polsce nie odbiegają już istotnie od poziomów europejskich.

Zmiana liczby ludności i średniej ceny mieszkań – Japonia i Włochy, okres 2020-2025

Miasto	Ludność (aktualna, tys.)	Zmiana ludności	Zmiana cen nominalna	Zmiana cen realna
JAPONIA				
Tokio (23 dzielnice)	9 953	+2,3%	+80,2%	+61,1%
Osaka	2 805	+1,9%	+50,1%	+34,2%
Nagoja	2 345	+0,6%	+23,3%	+10,2%
Shizuoka	659	-5,0%	+9,4%	-2,2%
Niigata	759	-3,8%	+35,8%	+21,3%
Hamamatsu	765	-3,2%	+6,6%	-4,7%
Okayama	707	-2,4%	+13,8%	+1,7%
WŁOCHY				
Rzym	2 745	-0,9%	+17,4%	-1,7%
Mediolan	1 363	-0,9%	+18,5%	-0,8%
Neapol	905	-1,8%	+14,7%	-4,0%
Bolonia	391	-0,1%	+21,6%	+1,8%
Werona	255	-1,1%	+25,0%	+4,6%
Parma	199	+1,8%	+23,9%	+3,7%
Ferrara	129	-2,0%	+23,1%	+3,0%
Perugia	162	-1,4%	+14,4%	-4,2%
Terni	106	-1,6%	+6,2%	-11,1%
Genua	566	-0,0%	+9,9%	-8,0%

Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Statistics Bureau of Japan (Population Census 2020 i 2025, CPI), Tokyo Kanitei (ceny mieszkań na rynku wtórnym), MLIT / Utinokati (ceny transakcyjne mieszkań), ISTAT (demografia i CPI) oraz Idealista (ceny ofertowe nieruchomości). Zmiany cen nominalnych i realnych obliczono dla okresu 2020–2025. Ceny realne skorygowano o krajową inflację CPI.

Ceny mieszkań w Polsce – analiza i perspektywa

Podsumowanie

Na podstawie przedstawionych wyżej analiz i danych można wyciągnąć wnioski, jak kształtuje się perspektywa dla cen mieszkań w Polsce.

- Relacja cen do wynagrodzeń – obecnie na poziomie średniej historycznej, bez oznak istotnego przewartościowania lub niedowartościowania mieszkań. Dalszy wzrost płac będzie poprawiał ich dostępność.
- Koszty finansowania – spodziewane podwyżki stóp procentowych mogą ograniczać popyt kredytowy i skłonność do akceptowania obecnych cen.
- Atrakcyjność inwestycyjna – rentowność najmu pozostaje o ok. 2 p.p. niższa od dochodowości obligacji skarbowych, co może ograniczać zainteresowanie zakupami inwestycyjnymi.
- Wysoka podaż mieszkań – duża oferta na rynku wtórnym i pierwotnym, w tym rekordowa liczba gotowych lokali deweloperskich, będzie hamować wzrost cen.
- Demografia – spadek liczby ludności, starzenie się społeczeństwa i stabilizacja liczby gospodarstw domowych będą osłabiały popyt przy rosnącej podaży istniejących mieszkań.
- Doświadczenia zagraniczne – przykłady Japonii i Włoch wskazują, że depopulacja

ogranicza przede wszystkim wzrost realnych cen mieszkań, szczególnie w mniejszych miastach.

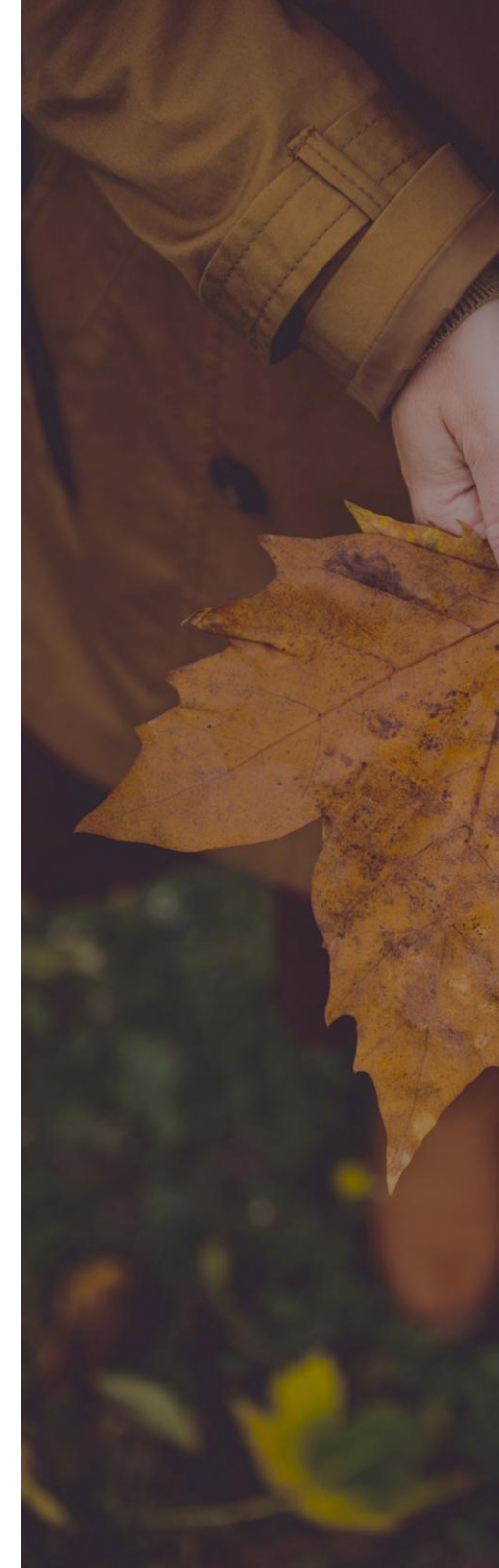
W krótkim terminie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się dalsza stabilizacja cen nominalnych, ewentualnie ich umiarkowany wzrost. Poprawa relacji cen do wynagrodzeń będzie wspierała możliwości zakupowe Polaków, jednak wysoka podaż, koszty finansowania oraz ograniczona atrakcyjność inwestycyjna mieszkań powinny hamować presję na podwyżki. W efekcie w perspektywie najbliższych kilku lat ceny nieruchomości mogą rosnąć wolniej niż inflacja, co oznaczałoby ich dalszy spadek w ujęciu realnym.

W dłuższej perspektywie coraz większe znaczenie będzie miał czynnik demograficzny. Doświadczenia innych krajów sugerują, że rynek mieszkaniowy może ulegać coraz silniejszemu zróżnicowaniu. Największe aglomeracje, przyciągające mieszkańców i kapitał, powinny radzić sobie relatywnie lepiej. Z kolei mniejsze i średnie miasta, szczególnie te doświadczające trwałego odpływu ludności, mogą wejść w okres wieloletniej stagnacji cen, również nominalnych. Nie oznacza to oczywiście, że ceny mieszkań w Polsce muszą zacząć powszechnie spadać. Wydaje się jednak, że okres, w którym wzrost wartości nieruchomości był niemal oczywistym założeniem

inwestycyjnym, może stopniowo dobiegać końca.

Doświadczenia Japonii i Włoch pokazują, że spadek populacji nie musi prowadzić do spadku nominalnych cen nieruchomości. Nawet w wyludniających się miastach ceny mogą rosnąć, chociażby pod wpływem inflacji i wzrostu kosztów budowy. Znacznie trudniej jest jednak o utrzymanie wzrostów w ujęciu realnym, szczególnie poza najbardziej atrakcyjnymi aglomeracjami. Warto też zauważyć, że nawet największe miasta nie są odporne na ten proces, czego przykładem jest sytuacja na rynku włoskim. W bardzo długiej perspektywie najmniejsze ośrodki stracą najwięcej ludności, a zatem i nieruchomości będą tam najtrudniejsze do sprzedania.

Nie oznacza to oczywiście jednolitego spadku wartości mieszkań w całym kraju. Można raczej oczekiwać coraz większych różnic pomiędzy poszczególnymi miastami, a nawet dzielnicami. Najbardziej atrakcyjne lokalizacje powinny radzić sobie lepiej. Z perspektywy inwestora coraz mniej uzasadnione będzie więc założenie, że sam zakup mieszkania zapewnia wzrost jego wartości. Znacznie większe znaczenie niż dotychczas będzie miał wybór konkretnej lokalizacji, a także cena, po której nieruchomość zostanie nabyta.



W analizowanych ostatnich trzech miesiącach (czerwiec–sierpień) aktywność transakcyjna spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz wzrosła 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 miały miejsce 132 transakcje dotyczące 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 czerwca do sierpnia 2026 r.

W ciągu analizowanych trzech miesięcy zrealizowano 132 transakcje fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 157 transakcjami w okresie marzec – maj 2026 r. oraz 73 transakcjami w analogicznym okresie roku poprzedniego.

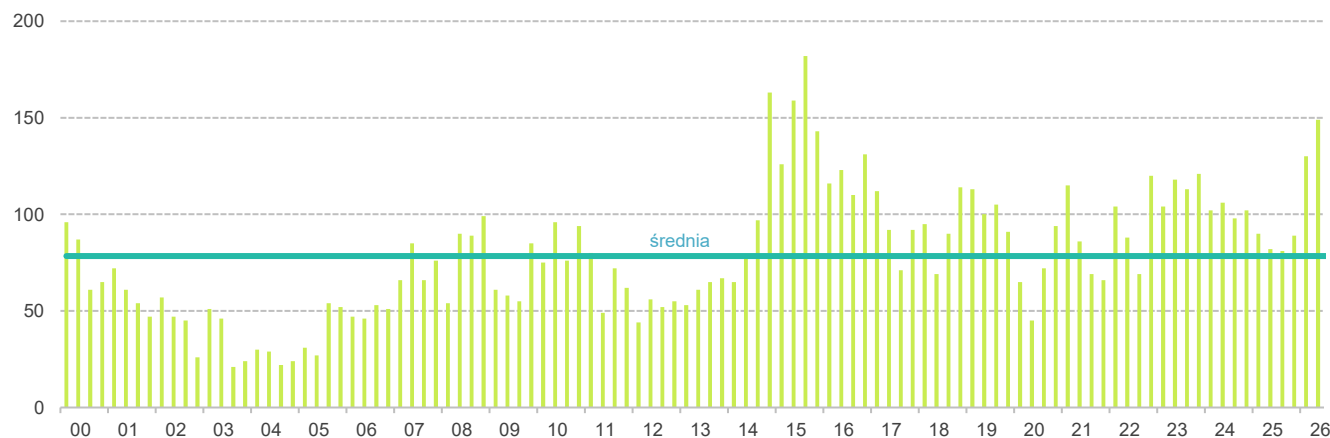
W ostatnich trzech miesiącach inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 66 transakcji, w porównaniu z 84 transakcjami w okresie marzec – maj 2026 r. Udział inwestorów lokalnych spadł z 53,5% w okresie marzec – maj 2026 r. do 50% w ostatnich trzech miesiącach.

W całym okresie styczeń–sierpień 2026 r. miało miejsce 370 przejęć, o 67% więcej niż w tym samym okresie 2025 r.,

kiedy zrealizowano 222 transakcje. Od początku 2026 r. zauważalne jest istotne przyspieszenie w liczbie przeprowadzanych transakcji, co może wynikać z osiągnięcia szczytu koniunkturalnego, jednak 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 2000 r. do II kw. 2026 r.



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

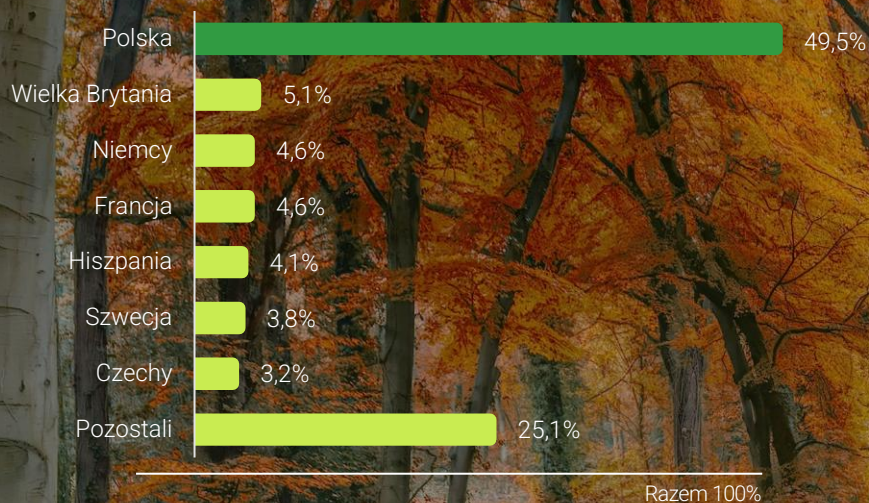
W pierwszych ośmiu miesiącach 2026 r. inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 49,5% transakcji, w porównaniu z 53,6% transakcji w analogicznym okresie 2025 r. Przejmujący spoza Polski pochodzili głównie z Wielkiej Brytanii (19 transakcji), Niemiec (17 transakcji), Francji (17 transakcji), Hiszpanii (15 transakcji), Szwecji (14 transakcji) oraz Czech (12 transakcji).

Liczba transakcji przeprowadzonych przez podmioty z Polski wzrosła ze 119 w pierwszych ośmiu miesiącach 2025 r. do 183 w analogicznym okresie 2026 r.

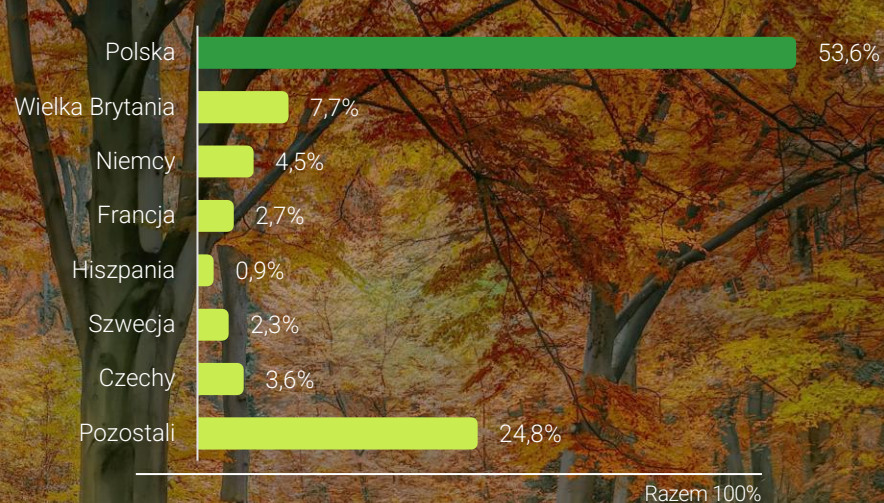
W miesiącach czerwiec–sierpień 2026 r. udział inwestorów z Polski wyniósł 50% w porównaniu z 53,5% w okresie marzec – maj 2026 r. Spadkowi udziału inwestorów z Polski towarzyszył jednak wzrost całkowitej liczby transakcji.

Struktura nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora

styczeń–sierpień 2026 roku



styczeń–sierpień 2025 roku



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w pierwszych ośmiu miesiącach 2026 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora przemysłu oraz technologii, które odpowiadały odpowiednio za 17% i 16% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory energetyki (15%), nieruchomości (13%) oraz ochrony zdrowia (11%). Istotny spadek aktywności transakcyjnej odnotowano w sektorach finansów oraz mediów.

W okresie czerwiec–sierpień 2026 r. najwięcej transakcji zostało przeprowadzonych w sektorze przemysłu technologii (17%) oraz energetyki (17%).

Podział transakcji ze względu na sektory

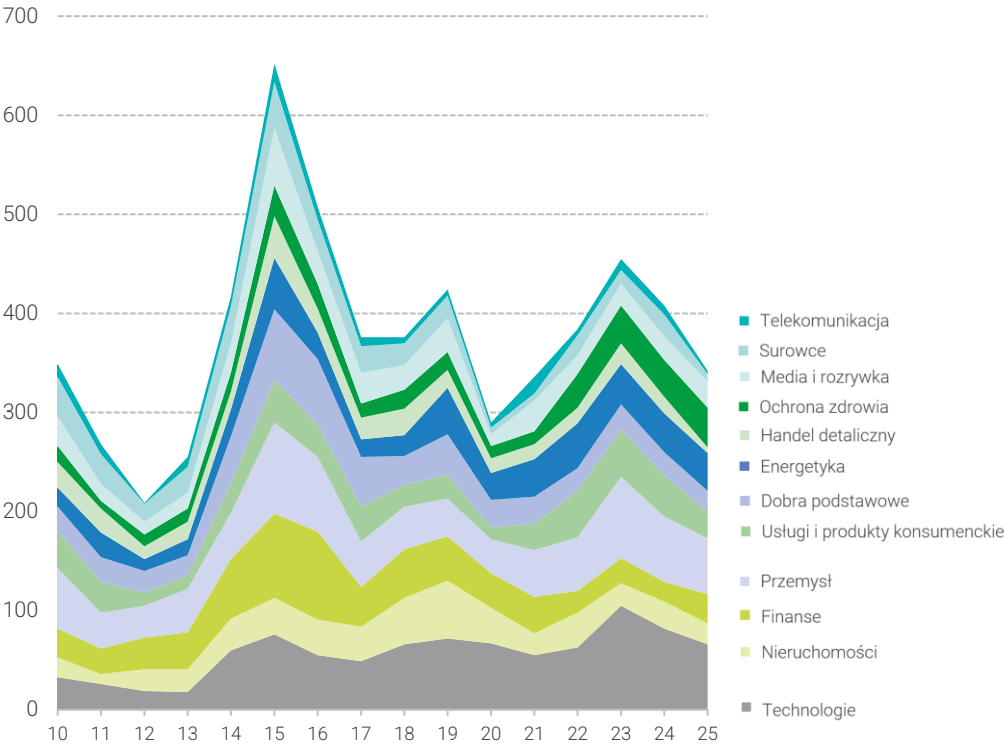
	2000-08.2026	2024	2025	sty-sie25	sty-sie26
Dobra podstawowe	8%	6%	6%	5%	5%
Usługi i produkty konsumenckie	9%	10%	8%	8%	7%
Energetyka	8%	10%	11%	11%	15%
Finanse	11%	5%	9%	9%	3%
Ochrona zdrowia	5%	9%	12%	12%	11%
Technologie	14%	20%	19%	20%	16%
Przemysł	15%	16%	16%	18%	17%
Surowce	7%	5%	2%	3%	3%
Media	7%	6%	8%	6%	3%
Nieruchomości	7%	7%	6%	5%	13%
Handel detaliczny	5%	4%	2%	2%	6%
Telekomunikacja	3%	2%	1%	1%	1%
Łącznie transakcji	8474	408	342	222	370

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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Wyceny na GPW w Warszawie

Trzeci kwartał 2026 roku przyniósł dynamiczne wzrosty indeksów na GPW. Silny wzrost gospodarczy w polskiej gospodarce oraz napływ kapitału przyczyniły się do wzrostu największych indeksów. Na koniec trzeciego kwartału indeksy WIG, WIG20 i mWIG40 były o 29-34% powyżej wartości z końca 2025 roku.

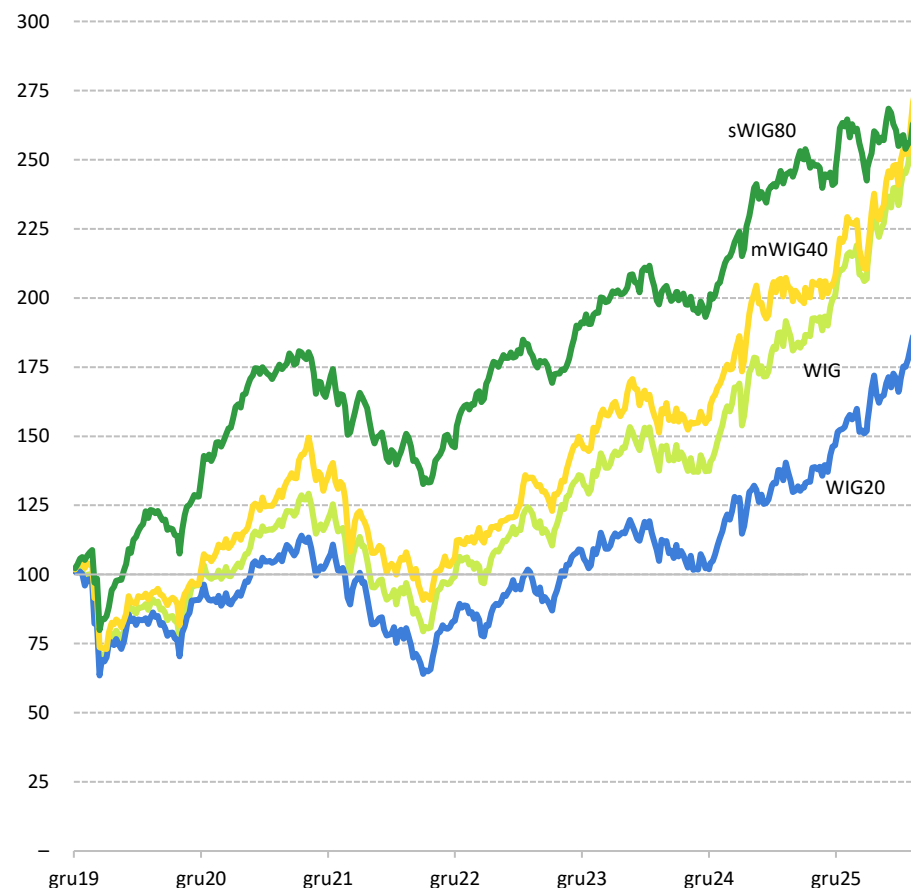
W ostatnim kwartale największy wzrost zanotował indeks WIG20, który wzrósł o 16,6% w porównaniu z drugim kwartałem 2026 roku, osiągając wartość 4.182 pkt.

Indeks WIG osiągnął na koniec III kwartału 2026 r. wartość 157.385 pkt., o 16% więcej niż na koniec II kwartału 2026 roku.

W III kwartale 2026 roku indeks mWIG40 wzrósł o 12%. Natomiast indeks sWIG80 wyraźnie odstawał od reszty indeksów, notując niewielki wzrost o 0,1%.

Na rynku utrzymuje się wysoka zmienność notowań wynikająca z utrzymującej się niepewności geopolitycznej. Przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie, wzrost cen surowców oraz presja inflacyjna pozostają istotnymi czynnikami ryzyka. Ewentualna dalsza eskalacja konfliktów, podwyżki stóp procentowych oraz spowolnienie gospodarcze mogą przyczynić się do zwiększonej zmienności notowań na rynkach akcji.

Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce 31.12.2019 = 100



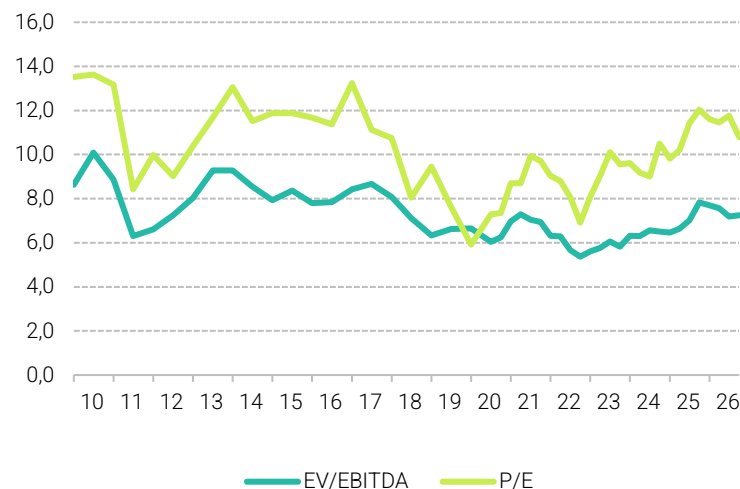
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu LSEG

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W III 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 7,25x na koniec III kw. 2026 r. w porównaniu z 7,19x na koniec II kwartału 2026 r. Wskaźnik znajduje się powyżej długoterminowej średniej.

Natomiast EV/Sales spadł nieznacznie do 1,01x i również przekracza poziom długoterminowej średniej.

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

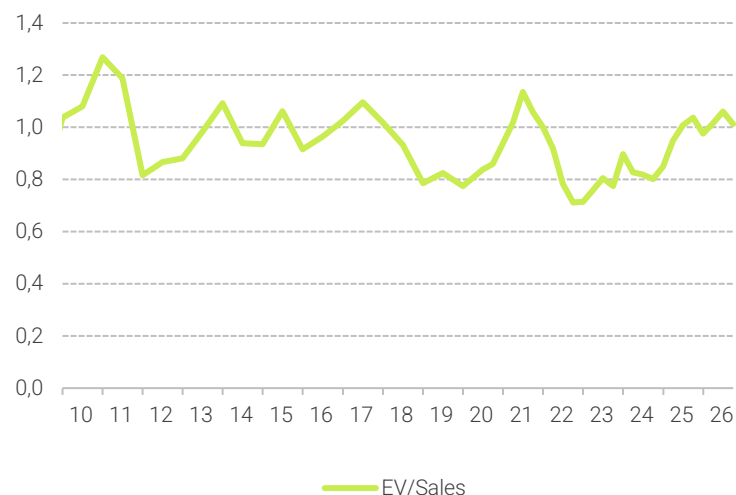


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu LSEG

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych, P/E (cena do zysku na akcję), wyniosła 10,8x (vs. 11,8x na koniec II kwartału 2026 r.)¹ i znajduje się powyżej długoterminowej średniej, przy czym spadła z poziomów bliskich szczytowych odczytów 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 LSEG

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.

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

10,06%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,8%
Banki uniwersalne	10,3%
Budowlany	11,8%
Chemiczny (podstawowy)	9,1%
Chemiczny (specjalistyczny)	10,5%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	11,8%
Części samochodowe	10,4%
Deweloperski	8,4%
Dystrybucja ropy/gazu	8,8%
Edukacja	8,3%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	11,1%
Elektronika (ogólna)	10,4%

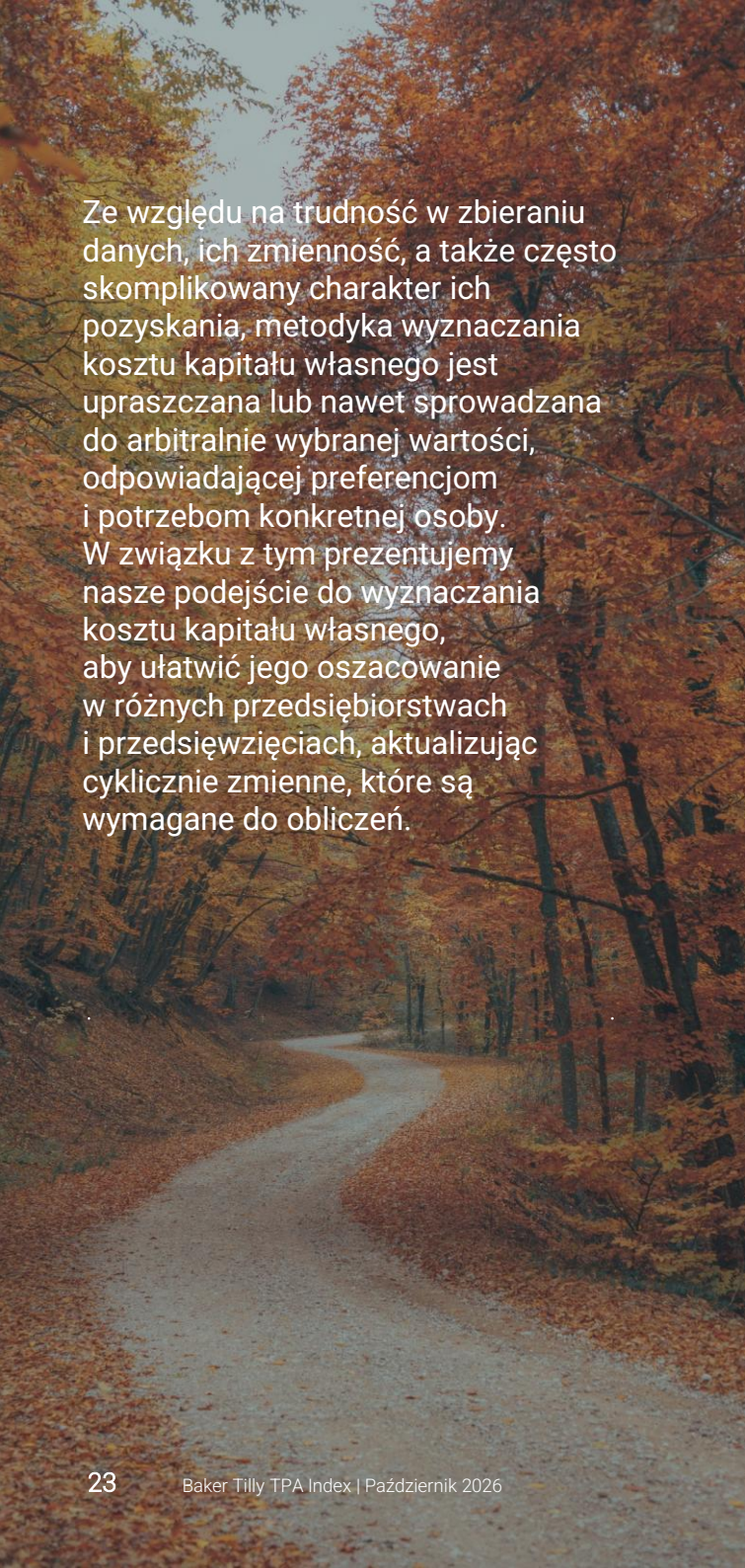
Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	8,6%
Energia odnawialna	9,0%
Farmaceutyczny	10,7%
Handel detaliczny	10,0%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,0%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	10,8%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	10,2%
Handel detaliczny (online)	8,6%
Hotele i hazard	9,8%
Hurtownicy żywności	8,6%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	9,3%
Inżynieria/budownictwo	9,8%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Kanalizacja i ścieki	9,6%
Komputery / urządzenia peryferyjne	10,5%
Leki (biotechnologia)	10,7%
Maszynowy	10,5%
Materiały budowlane	10,2%
Meble / wyposażenie domu	8,9%
Metale i górnictwo	10,5%
Metale szlachetne	10,0%
Militaria/obronność	11,0%
Napoje alkoholowe	8,6%
Napoje bezalkoholowe	7,9%
Nieruchomości	8,5%
Obuwie	10,8%
Odzież	9,4%
Opakowania	9,2%
Opony	9,3%
Oprogramowanie (Internet)	9,5%
Oprogramowanie (rozrywka)	10,3%
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	9,9%
Papierowy i drzewny	8,8%
Podwykonawcy budowlani	10,2%
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	9,1%
Półprzewodniki	11,3%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Produkty gospodarstwa domowego	9,2%
Produkty zdrowotne	11,0%
Przemysł stoczniowy i morski	9,6%
Przetwórstwo spożywcze	8,1%
R.E.I.T.	8,6%
Reasekuracja	10,7%
Reklama	9,8%
Rekreacja	10,1%
Restauracje	9,0%
Rolnictwo	8,2%
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	9,9%
Ropa i gaz (zintegrowany)	8,0%
Rozrywkowy	9,1%
Samochody i ciężarówki	12,0%
Sprzedaż detaliczna	10,6%
Sprzedaż hurtowa	9,6%
Sprzęt elektryczny	10,4%
Sprzęt i usługi biurowe	8,6%
Sprzęt telekomunikacyjny	9,1%
Sprzęt wydobywczy	9,7%
Stalowy	9,7%
Szpitala / placówki opieki zdrowotnej	9,0%
Technologie dla ochrony zdrowia	10,8%

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



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 30.09.2026 r. ich rentowność wyniosła 6,36% (w porównaniu z 5,30% na 30.06.2026 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 3,70% (vs. 4,17% na 30.06.2026 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wynosi 10,06%.

Wzrost kosztu kapitału w porównaniu z 30.06.2026 r. wynikał z wyższej stopy wolnej od ryzyka mimo spadku 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 6,36%)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 3,70%)

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 5,43%. Dla waluty EUR będzie to 3,53%, a dla USD jest na poziomie 4,87%.

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

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

- 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 30.09.2026 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	6,36%
r_f	
PLN	5,43%
EUR	3,53%
USD	4,87%
CRP	
Polska	1,05%
Niemcy	0,00%
USA	0,22%
Francja	0,74%
Hiszpania	1,48%
MRP	3,70%
Kapitał własny do (mln USD):	α^*
1.417	0,88%
730	1,73%
304	2,18%
221	4,17%
132	5,98%
67	10,57%

*Dodatkowa premia zależna od wielkości spółki mierzonej wartością kapitału własnego

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
Szpitaly /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)

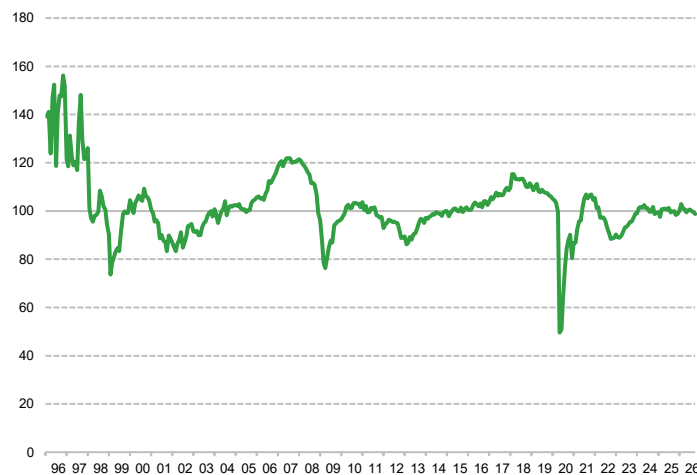
Komisji Europejskiej

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

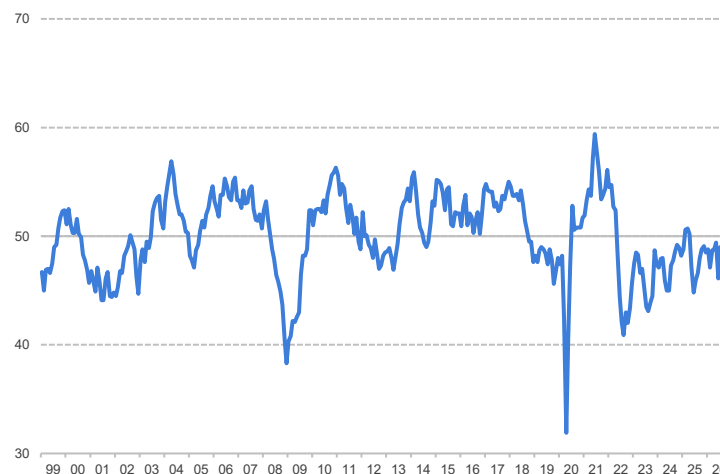
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych 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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly 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

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 of the Association of Chartered Certified Accountants), 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
Tel.: +48 735 257 006

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

Plac Władysława Andersa 5
61-894 Poznań
Tel: +48 61 630 05 00

Katowice

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