

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

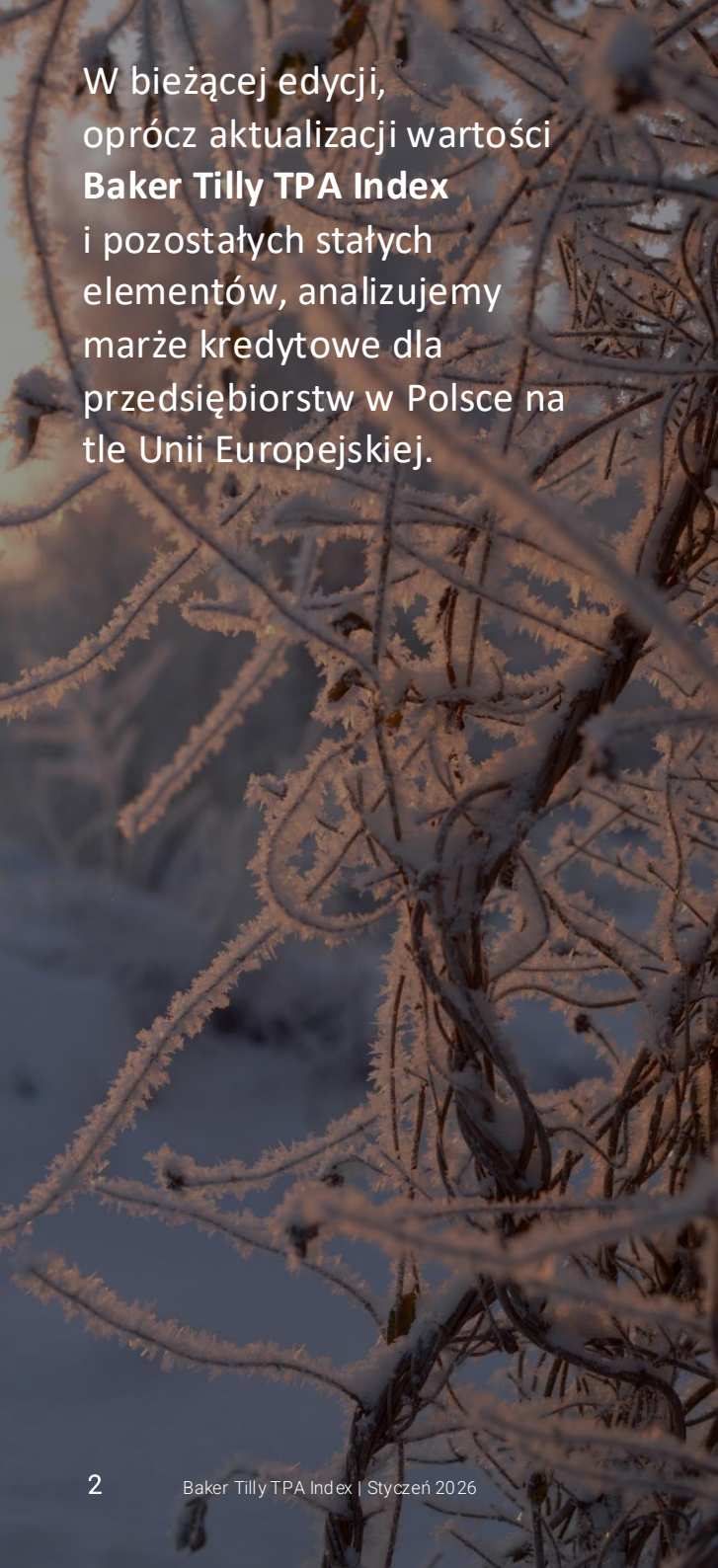
Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Styczeń 2026

Now, for tomorrow





W bieżącej edycji,
oprócz aktualizacji wartości
Baker Tilly TPA Index
i pozostałych stałych
elementów, analizujemy
marże kredytowe dla
przedsiębiorstw w Polsce na
tle Unii Europejskiej.

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 od ponad dwóch lat mieści się w wąskim zakresie wahań i **wskazuje na stabilne utrzymywanie się dobrej koniunktury**. Nasz komentarz w bieżącym wydaniu ponownie został wzbogacony o wypowiedź eksperta – dr Marcina Mazurka, głównego ekonomisty mBanku.
- **Liczba transakcji M&A w analizowanych trzech miesiącach (wrzesień-listopad 2025 r.) spadła** w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz analogicznym okresem ubiegłego roku i znajduje się **poniżej średniej z ostatnich trzech lat**. W tym okresie zrealizowano **75 transakcji** fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 81 transakcjami w III kwartale oraz 95 transakcjami w analogicznym okresie roku poprzedniego.
- **Rok 2025 był jednym z rekordowych** dla warszawskiej giełdy. Główne indeksy wzrosły o kilkadziesiąt procent. W poprzednim roku największy wzrost zanotował indeks WIG20. Grupujący największe spółki indeks wzrósł w ciągu roku aż o 47%. Gorzej poradził sobie sWIG80, który w 2025 r. wzrósł o 25%. **Mnożniki wycen spółek publicznych osiągają już cyklicznie wysokie poziomy**, co oznacza, że perspektywy dalszych silnych wzrostów wydają się mniej prawdopodobne.
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego** w gospodarce aktualnie szacujemy na **9,41%**.

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

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

Podsumowanie IV kwartału 2025 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Od listopada 2023 r. wskaźnik utrzymuje się w przedziale 0,60-0,65, wskazując na stabilizację sytuacji makroekonomicznej.

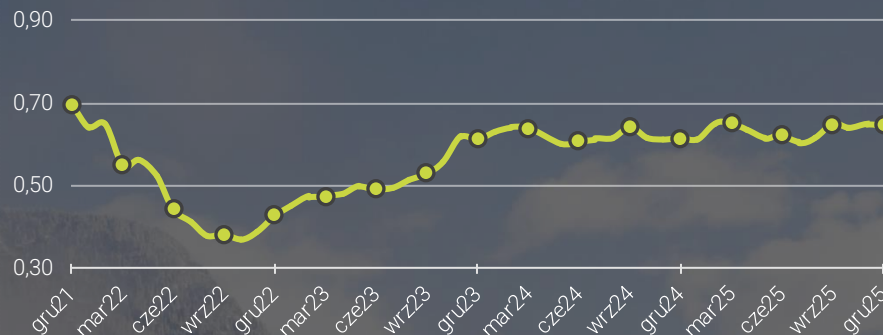
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,65

wrzesień 2025 r. – 0,65

Nadal utrzymujemy się w zakresie wahań ostatnich 2 lat.

Poprzednie odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji M&A w ostatnich trzech miesiącach (wrzesień-listopad) spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz analogicznym okresem roku poprzedniego i znajduje się poniżej średniego poziomu z ostatnich trzech lat.

75

III kwartał 2025 r. – 81

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

IV kwartał 2025 r.

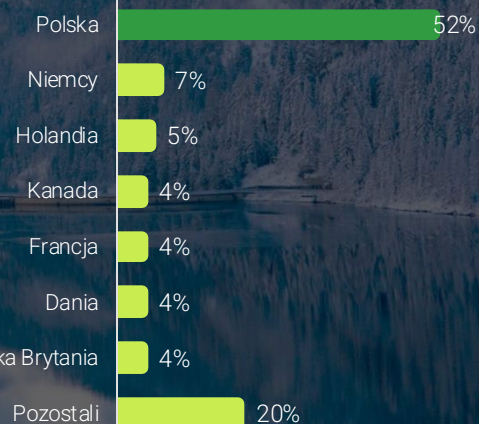
9,41%

III kwartał 2025 r. – 9,48%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Przemysł
Ochrona zdrowia

Struktura nabywców w transakcjach w okresie wrzesień-listopad 2025 r.



39

podmiotów
polskich

36

podmiotów
zagranicznych

Mediana EV/EBITDA na GPW

grudzień 2025 r.

7,69x

wrzesień 2025 r. – 7,83x

Mediana EV/Sales na GPW

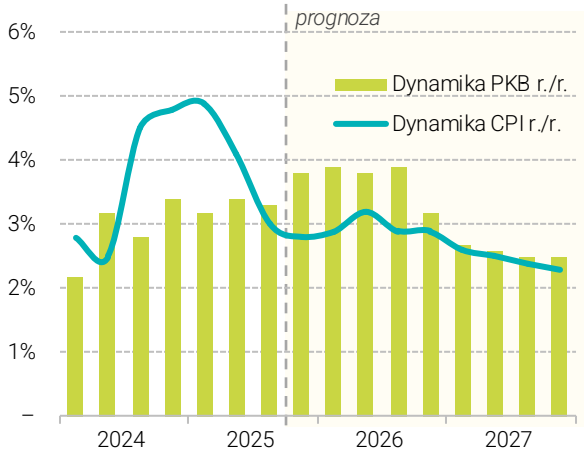
grudzień 2025 r.

0,98x

wrzesień 2025 r. – 1,04x

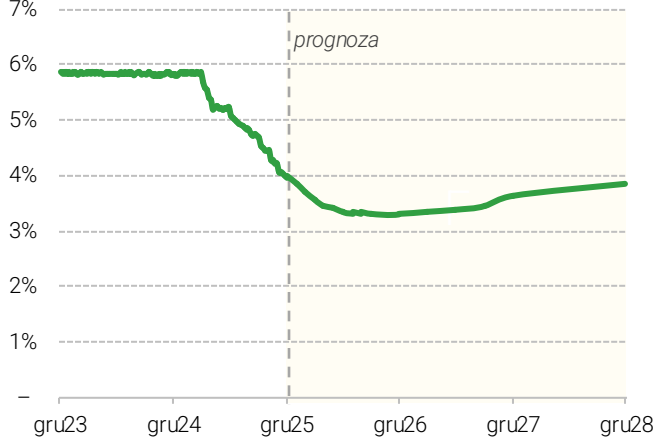
Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie projekcji NBP z listopada 2025 r.

WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv.

Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 30.12.2025 r.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 31.12.2025 r.

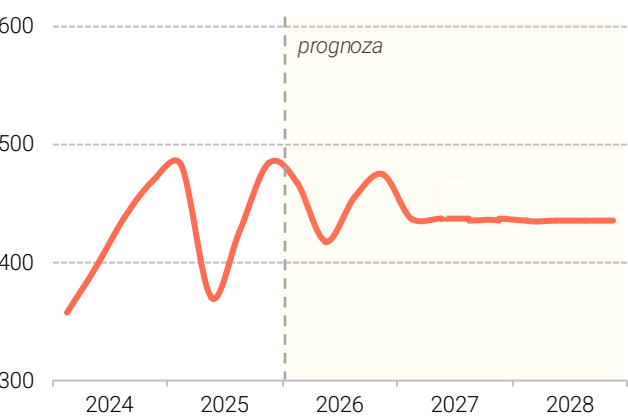
Zapadalność	Rentowność
1 rok	3,57%
2 lata	3,77%
3 lata	4,13%
5 lat	4,62%
10 lat	5,18%

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv

Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- W III kwartale 2025 roku PKB wzrósł o 3,3% r./r., a inflacja wyniosła 3,0%. Od IV kwartału 2025 roku spodziewane jest przyspieszenie dynamiki PKB do niecałych 4%. Zgodnie z prognozą, tempo wzrostu PKB zacznie się obniżać od IV kwartału 2026 roku. Inflacja ma natomiast spaść z 3,7% w 2025 roku do 2,9% w 2026 roku, a więc w ramach dopuszczalnego zakresu wahań względem celu inflacyjnego.
- Aktualne kwotowania instrumentów finansowych dla WIBOR 3M wskazują, że stopa ta w najbliższym czasie będzie nadal spadać i w drugiej połowie 2026 r. zbliży się do poziomu 3,3%.
- Średnia cena energii z dostawą w IV kwartale 2025 roku wzrosła o 33,5% kw./kw. oraz o 3,3% r./r. i wyniosła 484 PLN/MWh. W całym 2025 roku średnia cena wyniosła 441 PLN/MWh, o 6,2% więcej niż w roku poprzednim. Ceny kontraktów terminowych z dostawą w 2026 r. wskazują na średnią cenę na poziomie około 450 PLN/MWh. Natomiast ceny kontraktów rocznych z dostawą na lata 2027-2028 przewidują spadek cen do około 435 PLN/MWh.

Średnia kwartalna cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE, grudzień 2025 r., PLN/MWh



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych TGE.

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

Spis treści

6

Baker Tilly TPA
Index

9

Komentarz
makroekonomiczny
eksperta

10

Marże kredytowe
dla przedsiębiorstw
w Polsce na tle UE

14

Aktywność transakcyjna
i mnożniki wyceny

19

Koszt kapitału własnego –
ile wynosi?

26

Załącznik – opis
wskaźników koniunktury

29

O Baker Tilly TPA
Autorzy

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

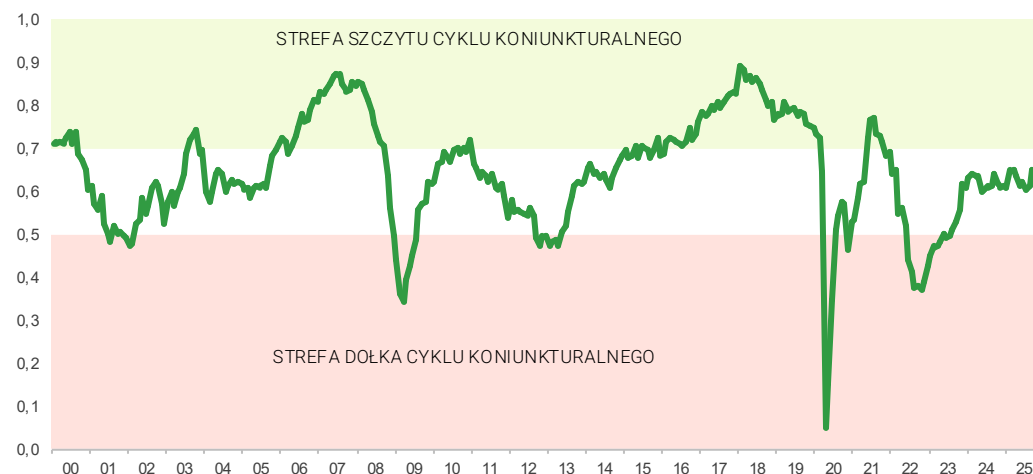
Obecna faza cyklu koniunkturalnego

Aktualny poziom Baker Tilly TPA Index wynosi 0,65, a więc tyle samo co we wrześniu 2025 r. Od listopada 2023 r. wskaźnik utrzymuje się w przedziale 0,60-0,65, wskazując na stabilizację sytuacji makroekonomicznej w Polsce, czemu towarzyszy również stabilna dynamika PKB w tym okresie w okolicy 3,0-3,5%. Na razie nie obserwujemy istotnych sygnałów pogorszenia koniunktury, a strefa szczytu koniunkturalnego nie została wciąż osiągnięta. Aktualnie szczyt poziomu dynamiki PKB rozciąga się na okres od IV kwartału 2025 r. do III kwartału 2026 r., w których spodziewane tempo wzrostu zbliżone jest do 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.

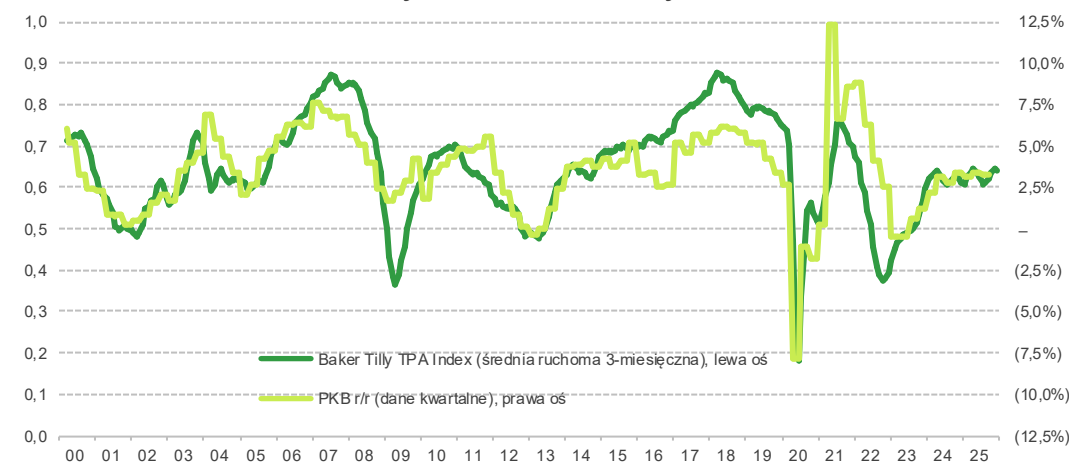
W ciągu ostatnich trzech miesięcy 2025 r. wskaźniki makroekonomiczne były bardzo stabilne i nadal znajdują się w zakresie od 60 do 70 centyla, zostawiając jeszcze trochę miejsca do wzrostów, zanim będą wskazywać na zakończenie dobrej koniunktury. Stąd też łączny wynik 0,65 dla naszego Baker Tilly TPA 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 zostanie osiągnięty.

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

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, najnowsza projekcja NBP z listopada wiązała się z rewizją ścieżki wzrostu PKB w Polsce. Prognozy zostały podniesione i obecnie zakładany jest blisko 4% wzrost każdym kwartale 2026 r. To bardzo dobra wiadomość, ponieważ dobra koniunktura obserwowana już od ponad dwóch lat utrzyma się jeszcze przez kolejnych kilkanaście miesięcy, choć inni makroekonomiści (na bazie średniej prognoz z bazy LSEG) nie są aż tak optymistyczni i zakładają spowolnienie już w drugiej połowie bieżącego roku.

Niestety kwestii spowolnienia nie uda się już uciec tym razem. Przesunięcia ścieżki wzrostu i pozytywne zaskoczenia w dynamice PKB wynikały w znacznej części z opóźnień w realizacji inwestycji finansowanych z KPO. Te procesy będą się

działy już w 2026 r. i będzie to szczyt inwestycyjny i szczyt koniunktury w ogóle. W kolejnym roku gospodarka zwolni, pytanie tylko jak bardzo.

Aktualne prognozy zakładają spadek tempa wzrostu do poziomu między 2,5% (NBP) a 3,0% (średnia prognoz LSEG). Wydaje się, że ryzyko jest tu raczej do zaskoczeń w dół ze względu na długo utrzymujący się podwyższony wzrost oraz szczyt wydatków w 2026 r., któremu trudno będzie dorównać. Dodatkowo ciężko będzie o stymulację fiskalną, która mogłaby złagodzić sytuację gospodarczą. Budżet państwa jest już bowiem bardzo napięty i nie zostawia miejsca na dalsze zwiększanie wydatków.

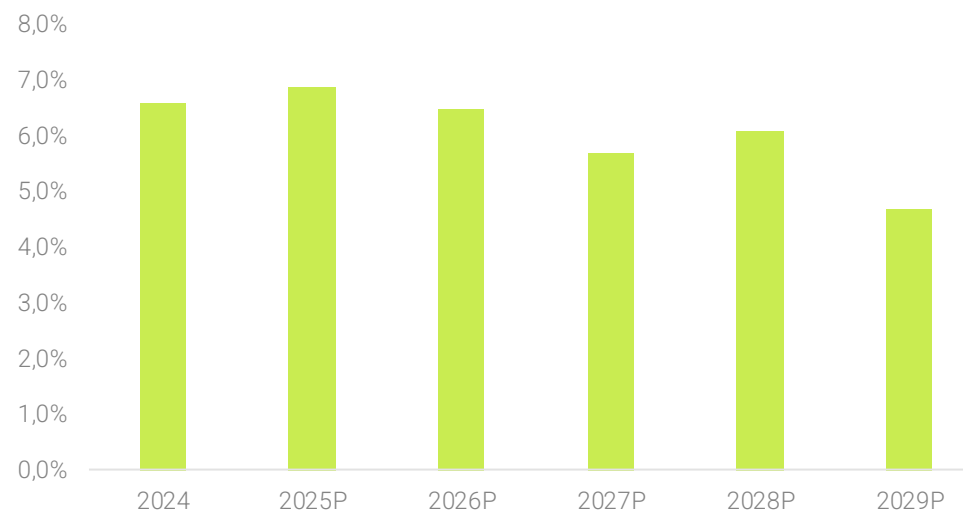
Zgodnie ze wskazaniami Ministerstwa Finansów deficyt w Polsce w latach 2026-2028 już jest planowany na poziomie ok. 6% PKB, co winduje nasz łączny poziom

zadłużenia do ponad 70% PKB w niedługiej perspektywie. W przypadku kryzysu globalnego na pewno będzie to szybko dostrzeżone i negatywnie przełoży się na postrzeganie polskiego długu na rynkach finansowych, co może prowadzić do podwójnego kryzysu w Polsce – gospodarczego i fiskalnego. Duże uzależnienie sektora bankowego od sytuacji na rynku polskich obligacji również nie jest w tym układzie dobrą wiadomością.

Ratunkiem częściowo może być kurs walutowy, który z obecnego skrajnego przewartościowania PLN (o czym pisaliśmy w poprzednich wydaniach) wsparłby eksport dzięki deprecjacji. Wydaje się zatem, że 2026 r. powinien być czasem na przygotowanie się na trudniejsze otoczenie w kolejnych okresach, zarówno biznesowo jak i finansowo.

W kontekście inwestycji realnych nadal uzasadnione jest umiarkowanie pozytywne patrzenie w przyszłość i korzystanie ze sprzyjającego otoczenia w celu ekspansji. Natomiast najlepszy moment na transakcje wydaje się być już zdecydowanie za nami, chyba że mówimy o wyjściu z inwestycji. Podwyższone mnożniki wycen oraz ryzyko spowolnienia w średnim terminie ograniczają zdolność do generowania wysokich stóp zwrotu z inwestycji portfelowych w horyzoncie najbliższych 2-3 lat.

Deficyt budżetu państwa w Polsce w latach 2024-2029



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Ministerstwa Finansów, Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2026-2029, wrzesień 2025 r.

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 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 eksperta do sytuacji makroekonomicznej w Polsce

- dr Marcin Mazurek, główny ekonomista mBanku

Wzrost PKB w Polsce nabiera tempa, co pozwala z optymizmem spoglądać na nadchodzące miesiące. 2025 r. zamknie się średnim wynikiem w okolicach 3,6%, przy czym ostatni kwartał może wreszcie przynieść upragnioną „czwórkę z przodu”, nawet jeśli będzie to tylko symboliczne 4,0%. Aktywność inwestycyjna przyspiesza, co znajduje solidne potwierdzenie w dwucyfrowych dynamikach kredytów udzielanych przedsiębiorstwom.

Z drugiej strony, nieco mniej entuzjazmu budzi konsumpcja, która swoje największe uderzenie ma prawdopodobnie za sobą. Po ubiegłorocznym piku wzrostu, rok 2026 zapowiada się pod tym względem nieco słabiej. Jeśli spojrzymy szerzej, otoczenie gospodarcze Polski również powoli się podnosi. Gospodarka niemiecka, po raz pierwszy od 2021 roku, odnotowała w 2025 r. wzrost, choć skromne 0,2% to raczej sygnał przełamania stagnacji niż gwałtowne odbicie. Podobnie sytuacja wygląda w strefie euro, gdzie choć jest lepiej, wciąż trudno mówić o spektakularnych wynikach. Potencjał do dalszego przyspieszenia naszego głównego partnera handlowego opiera się głównie na opóźnionych efektach luźniejszej polityki pieniężnej oraz nowych wydatkach

fiskalnych. Na horyzoncie wciąż brakuje jednak impulsów, które mogłyby trwale wypchnąć polski wzrost powyżej 4%. Wydaje się, że bez silniejszego wsparcia z zewnątrz, ten poziom pozostanie dla nas dość twardym sufitem.

W obszarze cen sytuacja stabilizuje się nadzwyczaj korzystnie, o czym świadczy fakt, że inflacja zakończyła ubiegły rok na poziomie 2,4%. Inflacja cen usług powoli zmierza do 5%. Obecnie sprzyja temu spłot kilku okoliczności: ceny żywności pozostają niskie, a obecna aura – ze sporą warstwą śniegu zwiastującą dobrą wilgotność gleby na wiosnę – daje nadzieję na udany start sezonu wegetacyjnego. Do tego dochodzą taniejące paliwa oraz trwający proces obniżania cen towarów w handlu międzynarodowym, co jest pokłosiem tzw. szoku chińskiego, odczuwalnego zresztą globalnie.

Co niezwykle istotne także dla nastrojów społecznych, ostatecznie potwierdzono, że rachunki za prąd wzrosną jedynie symbolicznie o 2-3%, podczas gdy opłaty za gaz mają nawet spaść z uwagi na obniżkę opłat dystrybucyjnych. Wszystko to sprawia, że dawne obawy o drastyczny wzrost cen energii można już spokojnie włożyć między bajki. W efekcie, pewnym i rażącym krokiem

zmierzamy w stronę inflacji, która w 2026 r. może spaść poniżej poziomu 2% - mowa nie jest o pojedynczych miesiącach ale całym roku!

Tak wyraźne uspokojenie na froncie inflacyjnym determinuje oczywiście działania Rady Polityki Pieniężnej, która w 2025 r. dokonała odważnych cięć, obniżając stopy o łącznie 175 punktów bazowych do poziomu 4%. Luzowanie to było naturalną konsekwencją spadającej dynamiki cen, a wiele wskazuje na to, że proces ten jeszcze się nie zakończył. Choć w samej Radzie dominuje obecnie przekonanie o spadku stóp w okolice 3,5% lub nieco niżej, nasze prognozy idą o krok dalej, celując w 3% przy założeniu, że cykl ten będzie bardziej rozciągnięty w czasie niż ten ubiegłoroczny. Oficjalnie RPP pozostaje w trybie wyczekiwania, deklarując czujność wobec napływających danych, jednak rzeczywistość zaczyna weryfikować te deklaracje. Oficjalne projekcje inflacyjne wydają się przestrzeliwać realne odczyty już od pierwszego kwartału – zakładane średnioroczne 2,9% na początku 2026 r. brzmi dziś jak scenariusz wybitnie nieprawdopodobny. Logika podpowiada więc, że przy tak szybkim wygasaniu presji cenowej, powrót do obniżek stóp procentowych nastąpi już w marcu.



Marże kredytowe dla przedsiębiorstw w Polsce na tle UE

Marża kredytowa jest istotnym składnikiem kosztu finansowania dla przedsiębiorstw, dodawanym do zmiennej lub stałej stopy bazowej. W ostatnich latach marże kredytowe w Polsce i w pozostałych krajach Unii Europejskiej podlegały wahaniom, odzwierciedlając zróżnicowaną sytuację gospodarczą, działania w zakresie polityki monetarnej oraz zmieniające się podejście banków do oceny ryzyka kredytowego. Zmiany te wpływały bezpośrednio na warunki finansowania działalności przedsiębiorstw, a marże kredytowe w Polsce kształtowały się na poziomie wyraźnie różniącym się od wartości obserwowanych w innych krajach UE, w szczególności w porównaniu do rozwiniętych państw Europy Zachodniej.

Przeanalizowaliśmy kształtowanie się marż kredytowych w Polsce w okresie od 2018 r. do listopada 2025 r. na tle pozostałych państw Unii Europejskiej. Analiza pozwala ocenić długookresowe tendencje w zakresie wpływu marż kredytowych

na koszt finansowania przedsiębiorstw oraz określić miejsce Polski na tle pozostałych krajów UE.

Historyczna marża kredytowa w Polsce wobec średniej w Unii Europejskiej

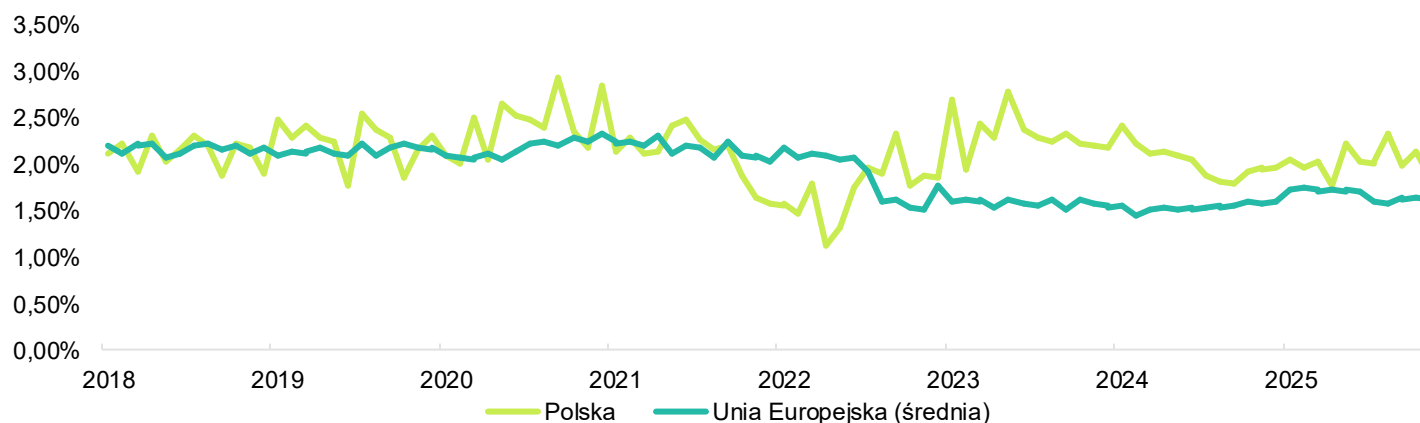
W okresie od 2018 r. do listopada 2025 r. średni poziom marży kredytowych w Polsce wyniósł 2,12%, przy odchyleniu standardowym na poziomie 0,30 p.p. Dla porównania średnia marża w Unii Europejskiej kształtowała się na poziomie 1,92%. Oznacza to, że w długim okresie marże kredytowe w Polsce pozostawały nieco wyższe niż średnia w krajach UE, co implikuje wyższy koszt zadłużenia dla polskich przedsiębiorstw i może odzwierciedlać wyższe postrzegane ryzyko kredytowe w polskim sektorze bankowym i/lub niższą konkurencję w sektorze w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej.

W latach 2018-2021 marża kredytowa w Polsce utrzymywała się na poziomie

zbliżonym do średniej dla Unii Europejskiej, przy jednocześnie wyższej zmienności. Sytuacja uległa zmianie w ostatnim kwartale 2021 r., kiedy w Polsce odnotowano gwałtowny spadek marż kredytowych.

Zjawisko to było efektem rozpoczęcia przez NBP cyklu dynamicznych podwyżek stóp procentowych, które doprowadziły do wzrostu nominalnych kosztów kredytu i jednoczesnego spadku popytu ze strony przedsiębiorstw. W warunkach rosnącej konkurencji banki obniżały marże kredytowe, dążąc do utrzymania wolumenów sprzedaży. Spadek ten miał jednak charakter przejściowy i wynikał z opóźnionej reakcji kosztów finansowania banków - oprocentowanie depozytów i finansowania hurtowego rosło wolniej niż stopy referencyjne, co pozwoliło na czasowe obniżenie marż. W okresie od października 2021 r. do września 2022 r. stopy procentowe w Polsce wzrosły o 6,25 p.p.

Marża kredytowa w Polsce oraz w Unii Europejskiej w okresie 2018 - listopad 2025



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego oraz bazy danych LSEG





Marże kredytowe dla przedsiębiorstw w Polsce na tle UE

Spadek średnich marż Unii Europejskiej odnotowano niespełna rok później, w drugiej połowie 2022 r., w reakcji na rozpoczęcie przez Europejski Bank Centralny cyklu zacieśniania polityki pieniężnej i stopniowy wzrost stóp procentowych od lipca 2022 r. W tym samym okresie w Polsce marże kredytowe zaczęły ponownie rosnąć, co stanowiło odwrócenie wcześniejszego przejściowego spadku. Wraz ze wzrostem kosztów finansowania oraz pogorszeniem ocen ryzyka kredytowego banki zaczęły zaostrzać politykę kredytową wobec przedsiębiorstw i podnosić marże w celu kompensacji rosnącego ryzyka. W efekcie poziom marż kredytowych w Polsce utrzymał się powyżej średniej unijnej do końca analizowanego okresu.

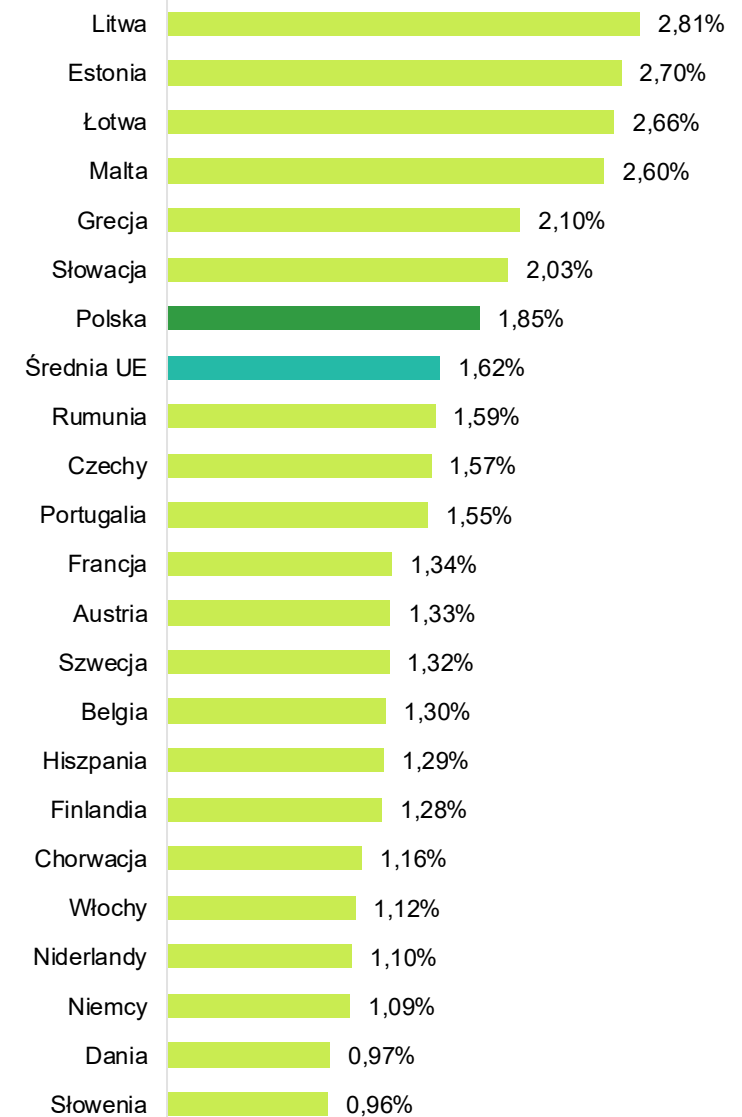
Porównanie marż kredytowych państw Unii Europejskiej

Zgodnie ze stanem na listopad 2025 r., Polska zajmowała siódme miejsce wśród państw Unii Europejskiej pod względem wysokości marży kredytowej, z wynikiem 1,85%. Należy jednak zwrócić uwagę, że wyższe marże obserwowane były jedynie w małych państwach nadbałtyckich (Litwa, Estonia

i Łotwa), a także w stosunkowo małych gospodarkach Słowacji i Grecji. Wyraźnie niższe poziomy marż obserwowane były w dużych i wysoko rozwiniętych krajach Europy Zachodniej, takich jak Dania (0,97%), Niemcy (1,09%), Holandia (1,10%). Średnia dla całej UE wyniosła 1,62%.

Zróznicowanie poziomów marż kredytowych w krajach Unii Europejskiej odzwierciedla odmienne uwarunkowania strukturalne i instytucjonalne poszczególnych gospodarek. Najniższe marże występują w państwach Europy Zachodniej, gdzie stabilne otoczenie makroekonomiczne, rozwinięte rynki kapitałowe oraz wysoka konkurencja w sektorze bankowym sprzyjają utrzymywaniu niższych kosztów finansowania przedsiębiorstw. Z kolei w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, wyższe marże wynikają przede wszystkim z większej wrażliwości gospodarek na zmiany cyklu koniunkturalnego, wyższej ekspozycji banków na ryzyko kredytowe oraz mniejszej dywersyfikacji źródeł finansowania. Nie bez znaczenia może być również obecne ryzyko geopolityczne.

Marże kredytowe w krajach Unii Europejskiej – listopad 2025 r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego oraz bazy danych LSEG

Marże kredytowe dla przedsiębiorstw w Polsce na tle UE

Dla pełniejszego kontekstu, poniżej prezentujemy historyczne poziomy marż kredytowych w poszczególnych krajach Unii Europejskiej w latach 2018–2025 oraz ze wskazaniem długoterminowej średniej w analizowanym okresie. Średnia marża

kredytowa dla Polski w latach 2018-2025 wyniosła 2,12% i była szóstą najwyższą spośród państw UE, ustępując jedynie niewielkim krajom nadbałtyckim (Łotwie, Litwie i Estonii), Malcie oraz Grecji, gdzie jednakże zauważalny jest istotny spadek

poziomu marż w ostatnich latach. Średni długoterminowy poziom marż w UE wynosi natomiast 1,92% i jest o 0,2 p.p. niższy niż w Polsce, co wskazuje na wyższy koszt finansowania polskich przedsiębiorstw.

Średni poziom marż kredytowych w krajach Unii Europejskiej w okresie 2018 – listopad 2025

Kraj	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	11m 2025	2018-11m25
Malta	3,91%	4,27%	3,96%	4,37%	3,72%	1,85%	1,35%	2,29%	3,22%
Łotwa	3,20%	3,53%	3,71%	3,41%	2,79%	2,35%	2,58%	2,60%	3,02%
Grecja	4,14%	3,99%	3,25%	3,25%	2,89%	2,33%	1,74%	1,78%	2,95%
Litwa	2,88%	3,27%	3,22%	3,15%	3,08%	2,69%	2,56%	2,64%	2,93%
Estonia	2,71%	3,20%	2,98%	3,19%	2,90%	2,77%	2,89%	2,71%	2,92%
Polska	2,11%	2,24%	2,41%	2,10%	1,72%	2,32%	2,02%	2,03%	2,12%
Rumunia	2,45%	2,53%	2,38%	2,10%	1,70%	1,85%	1,78%	2,00%	2,11%
Słowacja	2,30%	2,03%	2,15%	2,35%	1,97%	1,81%	1,98%	2,04%	2,08%
Średnia UE	2,16%	2,15%	2,17%	2,16%	1,87%	1,58%	1,54%	1,67%	1,92%
Portugalia	2,22%	2,14%	2,14%	2,26%	1,93%	1,69%	1,42%	1,47%	1,91%
Słowenia	2,39%	1,93%	2,16%	2,06%	1,68%	1,46%	1,44%	1,68%	1,85%
Chorwacja	2,61%	2,15%	2,26%	2,08%	1,63%	1,40%	1,23%	1,27%	1,85%
Belgia	1,66%	1,65%	1,81%	1,95%	1,57%	1,32%	1,33%	1,36%	1,58%
Austria	1,70%	1,68%	1,78%	1,87%	1,48%	1,08%	1,20%	1,50%	1,54%
Finlandia	1,56%	1,69%	1,76%	1,73%	1,49%	1,25%	1,29%	1,41%	1,52%
Hiszpania	1,88%	1,81%	1,87%	1,82%	1,31%	1,05%	1,04%	1,21%	1,50%
Francja	1,68%	1,72%	1,56%	1,84%	1,50%	0,98%	1,10%	1,37%	1,47%
Niemcy	1,40%	1,41%	1,63%	1,72%	1,69%	1,14%	1,19%	1,22%	1,43%
Czechy	1,33%	0,94%	1,27%	1,00%	1,41%	1,58%	1,61%	1,52%	1,33%
Niderlandy	1,56%	1,56%	1,68%	1,65%	1,37%	0,55%	0,73%	1,20%	1,29%
Szwecja	1,38%	1,07%	1,19%	1,38%	1,35%	1,31%	1,20%	1,23%	1,27%
Włochy	1,40%	1,29%	1,32%	1,30%	1,09%	1,08%	1,24%	1,16%	1,24%
Dania	1,09%	1,15%	1,14%	1,02%	0,89%	0,79%	0,90%	1,05%	1,01%



Marże kredytowe dla przedsiębiorstw w Polsce na tle UE

Podsumowanie i wnioski

Jak wynika z powyższej analizy, średnie marże kredytowe w Polsce znacząco przewyższają poziomy obserwowane w innych krajach. Koszt finansowania jest istotnym aspektem podejmowania decyzji biznesowych, oceny projektów inwestycyjnych, jak również składową kosztów przedsiębiorstwa. Wyższa wartość tego kosztu w Polsce negatywnie wpływa na konkurencyjność polskich firm względem podmiotów z Europy Zachodniej.

Przyczyny takiego stanu mogą pochodzić z niższej konkurencji w sektorze bankowym, słabszego postrzegania ryzyka kredytowego polskich przedsiębiorstw, które widoczne jest w wyższym wskaźniku strat na udzielonych kredytach (tzw. NPL), a także mniejszej skali przeciętnego kredytobiorcy (mniejsze firmy mają zwykle wyższą marżę), czy też obciążeń nakładanych na polskie banki, np. podatku bankowego naliczanego od aktywów banków.

Czynnikiem, który pozytywnie może wpływać na marżę kredytową, jest jakość składanego wniosku, w tym odpowiednie przygotowanie biznesplanu i danych finansowych. Jest to szczególnie istotne w przypadku finansowania inwestycyjnego i nowych projektów. W takim przypadku warto skorzystać z usług doświadczonego doradcy, który przygotuje wiarygodne materiały dla banku. Zespoły Baker Tilly TPA zapewniają wsparcie w pozyskiwaniu finansowania dla przedsiębiorstw.

W analizowanych trzech miesiącach 2025 r. (wrzesień-listopad) aktywność transakcyjna spadła w porównaniu z trzecim kwartałem oraz analogicznym okresem roku poprzedniego i znajduje się poniżej średniej z ostatnich trzech lat.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu trzech miesięcy miało miejsce tylko 75 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

W trzecim kwartale 2025 r. zrealizowano 81 transakcji fuzji i przejęć.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Ze względu na opóźnienia w publikacji informacji oraz dla lepszego uchwycenia liczby transakcji zmieniliśmy okres analizy z kwartału kalendarzowego na 3-miesięczne okresy poprzedzające koniec kwartału.

W ciągu analizowanych trzech miesięcy 2025 r. (wrzesień-listopad) zrealizowano 75 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 81 transakcjami w III kwartale oraz 95 transakcjami w analogicznym okresie roku poprzedniego.

W ostatnich trzech miesiącach 2025 roku inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 39 transakcji, w porównaniu do 42 transakcji w III kwartale 2025 r. Udział inwestorów lokalnych utrzymał się na podobnym poziomie i wyniósł 52%.

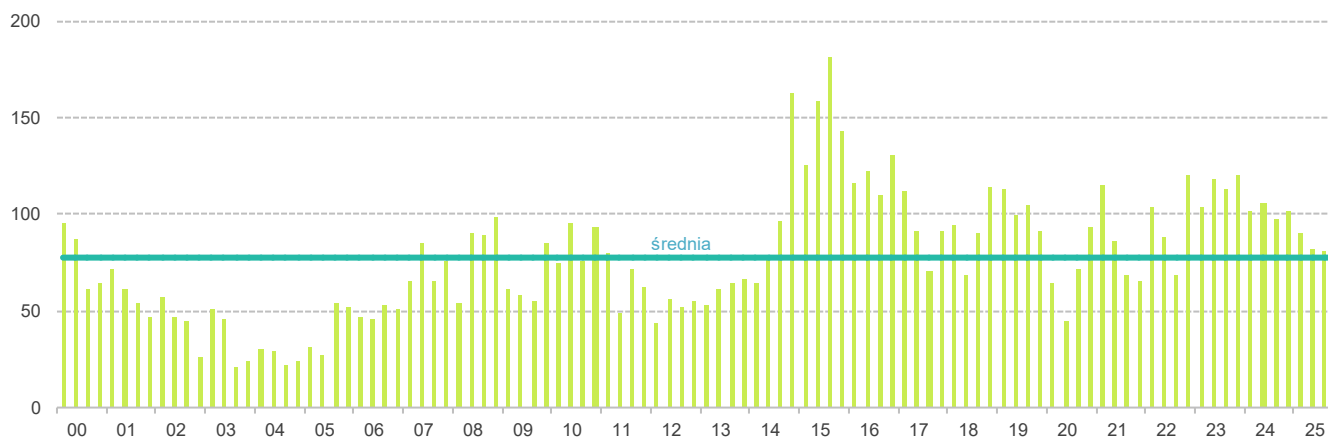
W okresie styczeń-listopad 2025 r. miało miejsce 29 przejęć, o 18% mniej niż w porównywalnym okresie 2024 r, kiedy zrealizowano 364 transakcji. Od początku 2025 r. zauważalne jest istotne spowolnienie w liczbie przeprowadzanych transakcji (średnio około 80 transakcji

kwartalnie), co może wynikać z ostrożności inwestorów w związku z niepewną sytuacją gospodarczą i polityczną.

Dla III kwartału 2025 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miało wtedy miejsce 81 transakcji M&A (wzrost w stosunku do liczby ukazanej w poprzedniej wersji Baker Tilly TPA Index wynika z opóźnień w dacie ogłoszenia transakcji w stosunku do daty transakcji).

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 (wrzesień-listopad 2025 r.)



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W okresie styczeń-listopad 2025 r. inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 53,2% transakcji, poniżej długoterminowego średniego poziomu. Przejmujący spoza Polski pochodzili głównie z Wielkiej Brytanii (20 transakcji), Niemiec (15 transakcji), USA (11), Czech (10) oraz Francji i Holandii (po 9 transakcji).

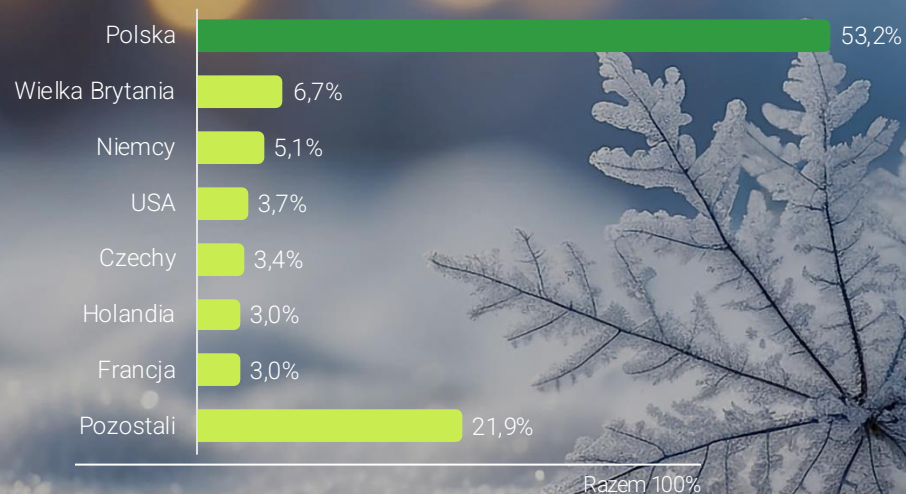
W okresie styczeń-listopad 2024 r. udział inwestorów z Polski wyniósł aż 58,2%, blisko średniej historycznej. Pomimo że w 2025 roku udział inwestorów zagranicznych

wzrósł, liczba przeprowadzonych przez nich transakcji spadła ze 152 w okresie styczeń-listopad 2024 r. do 139 w porównywalnym okresie 2025 roku. Liczba akwizycji przeprowadzonych przez inwestorów z Polski spadła natomiast z 212 do 158 transakcji.

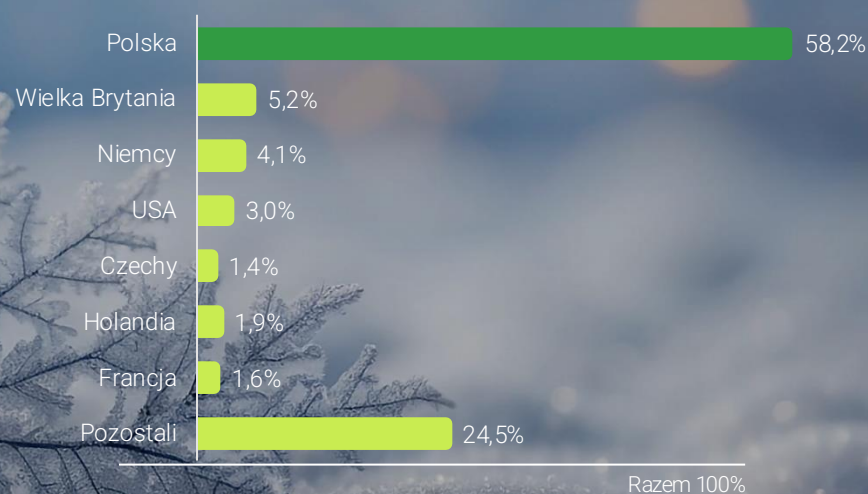
Do niższej liczby transakcji przyczyniają się również wysokie wyceny spółek giełdowych, które są punktem odniesienia dla transakcji akwizycji spółek prywatnych.

Struktura nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora

styczeń-listopad 2025 r.



styczeń-listopad 2024 r.



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w okresie styczeń-listopad 2025 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii oraz przemysłu, które były odpowiedzialne odpowiednio za 20% oraz 17% 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.

Podział transakcji ze względu na sektory

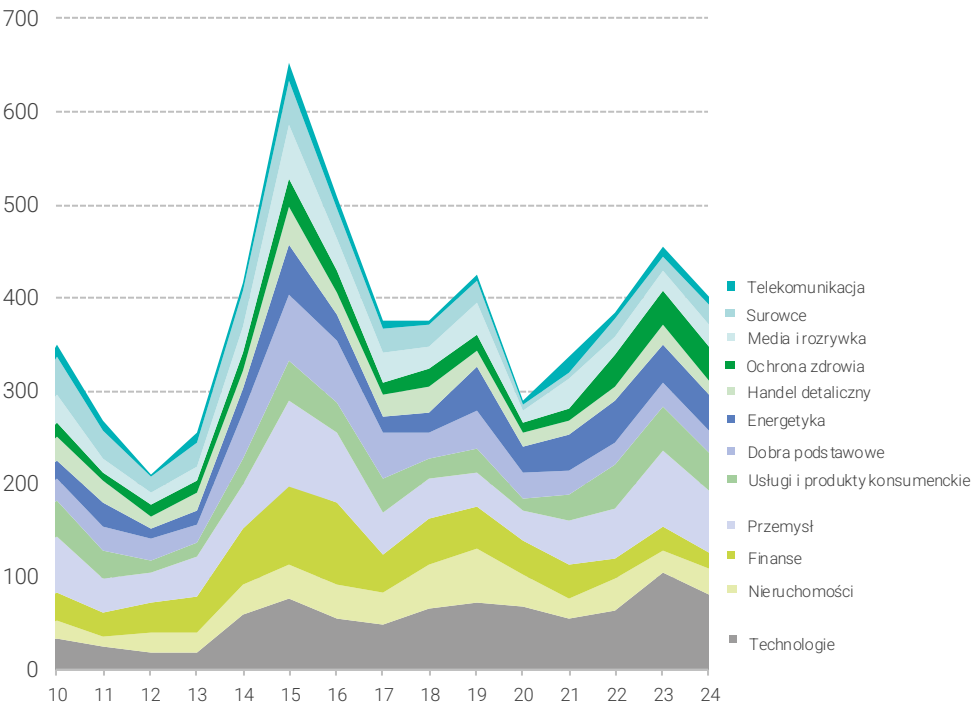
	2000 - 2025	2023	2024	sty-lis24	sty-lis25
Dobra podstawowe	8%	5%	6%	7%	6%
Usługi i produkty konsumenckie	10%	11%	10%	10%	7%
Energetyka	8%	9%	10%	9%	11%
Finanse	11%	5%	5%	5%	9%
Ochrona zdrowia	5%	8%	9%	9%	12%
Technologie	14%	23%	20%	20%	20%
Przemysł	14%	18%	16%	16%	17%
Surowce	8%	3%	5%	6%	2%
Media	7%	5%	6%	6%	7%
Nieruchomości	7%	5%	7%	7%	6%
Handel detaliczny	5%	5%	4%	4%	1%
Telekomunikacja	3%	2%	2%	1%	1%
Łącznie transakcji	8089	456	408	364	297

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

Poniższy wykres ukazuje zmiany w liczbie transakcji na przestrzeni lat 2010–2024 w podziale na sektory. Największa liczba transakcji w 2024 r., podobnie jak w roku poprzednim, dotyczyła spółek technologicznych. Stanowiły one 20% wszystkich transakcji w 2024 r. W porównaniu z 2023 r. zauważalny był rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze surowców, którego udział wzrósł z 3% do 5% oraz nieruchomości – wzrost z 5% do 7%.

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 2010–2024



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Wyceny na GPW w Warszawie

Rok 2025 był jednym z rekordowych dla warszawskiej giełdy. Główne indeksy wzrosły o kilkadziesiąt procent – od 25% w przypadku małych spółek do nawet 47% wzrostu indeksu WIG.

W poprzednim roku największy wzrost zanotował indeks WIG, który wzrósł w ciągu roku aż o 47,3%. Od początku 2020 roku indeks zanotował ponad 2-krotny wzrost. Średnia roczna stopa zwrotu dla lat 2020-2025 wyniosła zatem 12,5%.

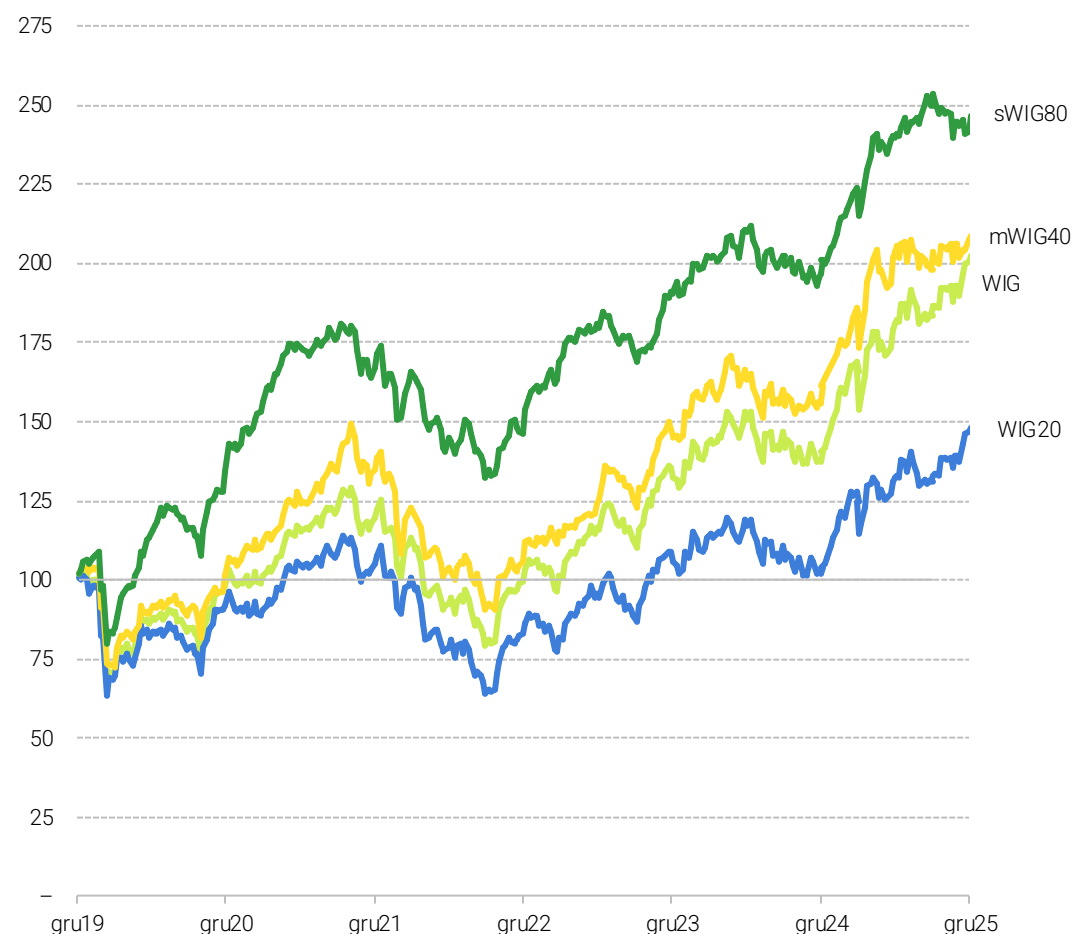
Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec 2025 r. wartość 3.184 pkt, aż o 45,3% więcej niż rok wcześniej. W okresie ostatnich pięciu lat WIG20 wzrósł jedynie o 48%, co jest poziomem jedynie zbliżonym do skumulowanej inflacji w tym okresie. Nie uwzględnia to oczywiście dywidend, które w każdym roku dokładały kilka procent zwrotu

W 2025 roku indeksy sWIG80 oraz mWIG40 wzrosły odpowiednio o 25,4% oraz 33,6% r./r. Od początku 2020 roku mWIG40 zanotował wzrost zbliżony do indeksu WIG, ze średnią roczną stopą zwrotu na poziomie 13,1%.

W okresie 2020-2025 indeks sWIG80 wzrósł prawie 2,5-krotnie, a średnia roczna stopa zwrotu w tym okresie wyniosła 16,3%.

Wysokie poziomy wycen oznaczają, że perspektywy dalszych silnych wzrostów w 2026 roku wydają się mniej prawdopodobne. Wynika to nie tyle z samych historycznych zwwyżek co z poziomów wycen obserwowanych na GPW

Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce
31.12.2019 = 100



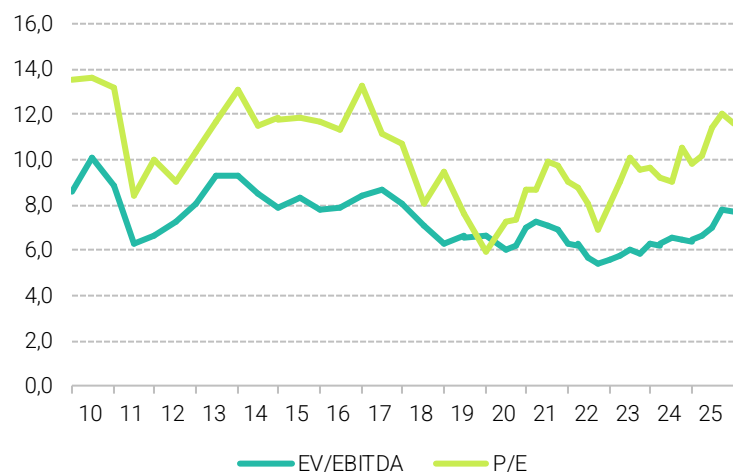
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W IV kwartale 2025 r. mnożniki wyceny na GPW bazujące na sprzedaży, wyniku EBITDA oraz zysku netto odnotowały niewielkie spadki, pomimo wzrostów indeksów giełdowych. Może to wynikać z koncentracji wzrostów wycen wśród części spółek oraz polepszających się wyników finansowych, które powiększają mianownik przy obliczaniu wskaźników wyceny.

Dynamiczna zwyżka notowań od początku roku doprowadziła do przesunięcia mnożników powyżej długoterminowych średnich, a nawet blisko szczytowych poziomów. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła wartość 7,7x na koniec 2025 r. w porównaniu z 7,8x na koniec III kwartału 2025 r. Wskaźnik znajduje się powyżej długoterminowej średniej.

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



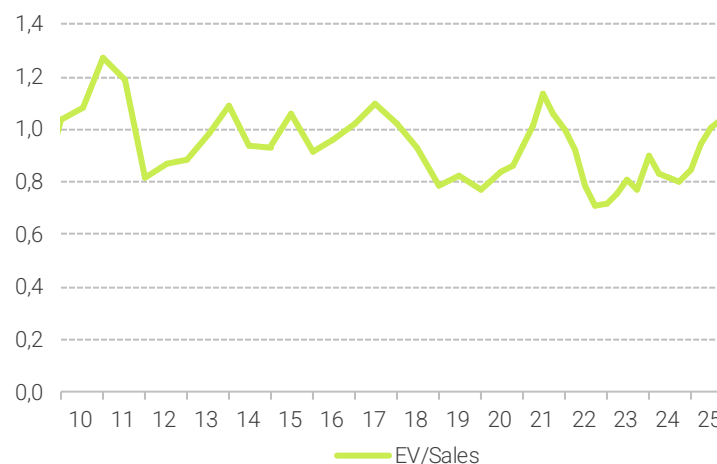
Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Natomiast EV/Sales spadł nieznacznie do 0,98x i również przekracza poziom długoterminowej średniej.

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych, P/E (cena do zysku na akcję), wyniosła 11,6x (vs. 12,0x na koniec III kwartału 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 spadkach premii za ryzyko rynkowe oraz rentowności obligacji skarbowych obecną przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce szacujemy na

9,41%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	6,8%
Banki uniwersalne	9,7%
Budowlany	11,4%
Chemiczny (podstawowy)	8,3%
Chemiczny (specjalistyczny)	10,0%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	11,4%
Części samochodowe	9,8%
Deweloperski	7,5%
Dystrybucja ropy/gazu	8,0%
Edukacja	7,4%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	10,5%
Elektronika (ogólna)	9,8%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	7,8%
Energia odnawialna	8,2%
Farmaceutyczny	10,1%
Handel detaliczny	9,3%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	9,3%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	10,3%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	9,6%
Handel detaliczny (online)	7,8%
Hotele i hazard	9,1%
Hurtownicy żywności	7,8%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	8,5%
Inżynieria/budownictwo	9,1%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

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

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

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

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Punktem wyjścia w wyznaczaniu kosztu kapitału własnego jest stopa wolna od ryzyka, która kompensuje inwestora za odroczenie konsumpcji oraz za przyszłą inflację. Ze względu na długoterminowy charakter kapitału własnego stosowana jest tu rentowność obligacji skarbowych o długim terminie zapadalności, zwyczajowo są to obligacje 10-letnie. Na 31.12.2025 r. ich rentowność wyniosła 5,18% (w porównaniu z 5,50% na 30.09.2025 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 4,23% (vs. 3,98% na 30.09.2025 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 9,41%.

Spadek kosztu kapitału w porównaniu z 30.09.2025 r. wynikał z niższej stopy wolnej od ryzyka, która została częściowo skompensowana przez wzrost 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 5,18%)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 4,23%)

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 4,23%. Dla waluty EUR będzie to 2,86%, a dla USD jest na poziomie 3,74%.

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 zależny jest 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 31.12.2025 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,18%
r_f	
PLN	4,23%
EUR	2,86%
USD	3,74%
CRP	
Polska	1,10%
Niemcy	0,00%
USA	0,23%
Francja	0,78%
Hiszpania	1,55%
MRP	4,23%
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
Szpitala /placówki opieki zdrowotnej	0,7	0,3
Technologie dla ochrony zdrowia	1,2	1,1
Telekomunikacja	0,6	0,4
Telewizja	1,0	0,9
Telewizja kablowa	2,6	0,8

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

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

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



Opis wskaźników koniunktury

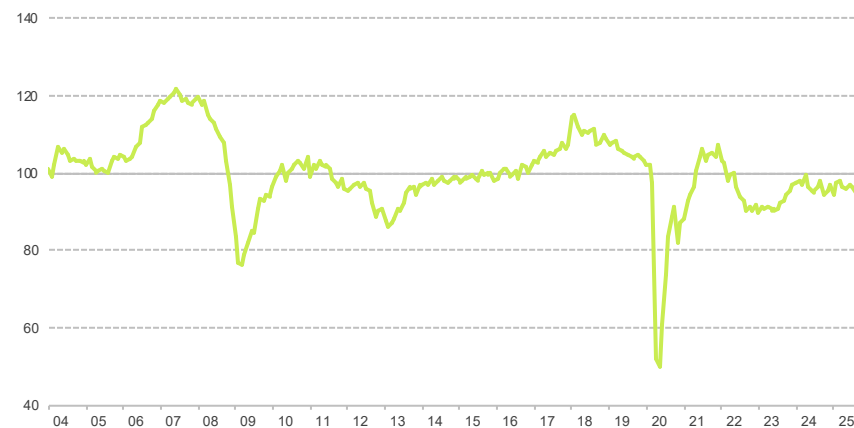
Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

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

BWUK

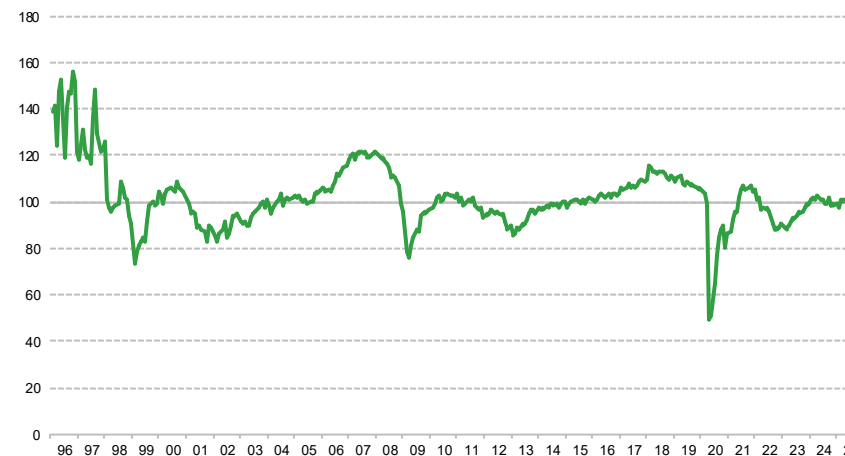
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej publikowany jest przez Główny Urząd Statystyczny. Obliczany jest jako średnia arytmetyczna sald odpowiedzi dotyczących: ocen zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie ostatnich 12 miesięcy, ocen zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie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

Historyczne wartości Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Historyczne wartości BWUK



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Opis wskaźników koniunktury

Economic Sentiment Indicator (ESI)

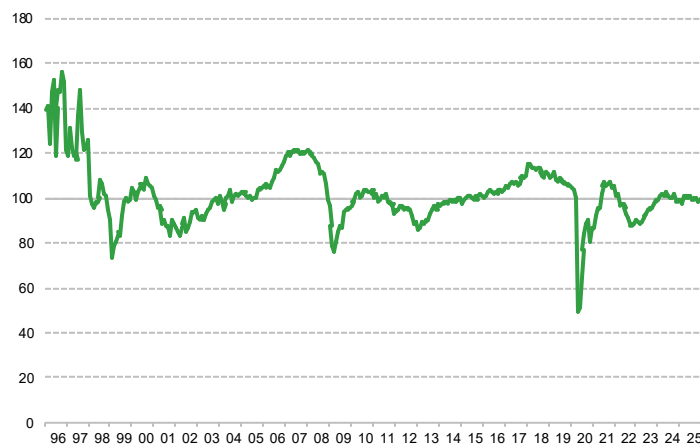
Komisji Europejskiej

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

Indeks PMI przemysłu

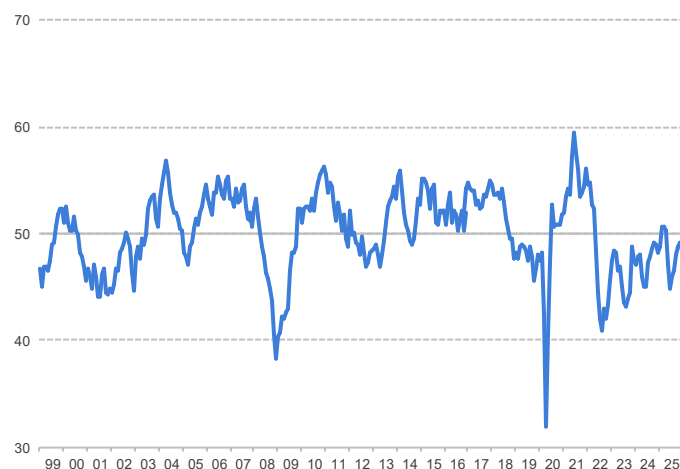
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych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

Historyczne wartości ESI dla Polski



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)

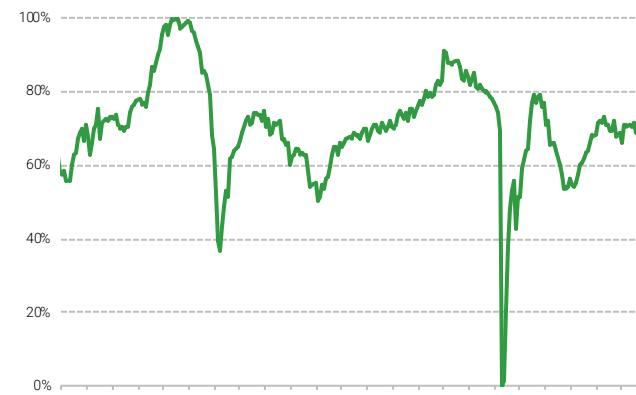
Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej, znormalizowany



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
800
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 Valuers 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

Senior associate w dziale corporate finance
maciej.pyszczyk@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. Korfańskiego 138A
40-156 Katowice
Tel: +48 32 732 00 00