

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE


# Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu  
gospodarczym?

Kwiecień 2024

**Now, for tomorrow**





W bieżącej edycji, oprócz aktualizacji wartości **Baker Tilly TPA Index** i pozostałych stałych elementów analizujemy ceny na rynku mieszkaniowym 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, ale również obecnej koniunktury.

.....

### Wnioski z obecnej analizy:

- **Baker Tilly TPA Index** agregujący wartości kilku wskaźników mierzących stan aktywności gospodarczej w Polsce obecnie wskazuje na dalszą **kontynuację poprawy koniunktury i zbliżanie się do obszarów oznaczających szczyt koniunktury gospodarczej**.
- **Liczba transakcji na GPW spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem. Znajduje się powyżej długoterminowej średniej, lecz jest mniejsza od średniego poziomu obserwowanego w ciągu ostatnich trzech lat.** Główne indeksy giełdowe kontynuowały wzrosty z poprzedniego kwartału, jednak **mnożniki wycen pozostają na umiarkowanych poziomach**.
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w gospodarce aktualnie szacujemy na 9,67%.**

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko  
Partner zarządzający

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

# Podsumowanie I kwartału 2024 r.

Gdzie jesteśmy w cyklu gospodarczym?

Baker Tilly TPA Index wskazuje na kontynuację pozytywnego trendu zapoczątkowanego jesienią 2022 r.

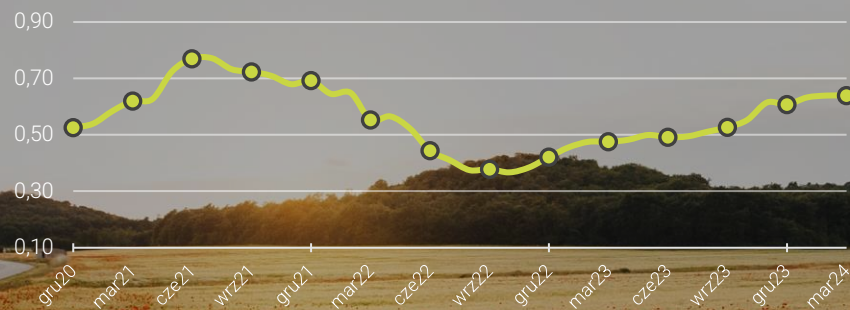
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

# 0,64

grudzień 2023 r. – 0,61

Wskaźnik zanotował najniższy odczyt w październiku 2022 r. i od tego czasu notuje stopniową poprawę.

Dotychczasowe odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem. Znajduje się powyżej długoterminowej średniej (77 transakcji), lecz jest mniejsza od średniego poziomu z ostatnich trzech lat (98 transakcji).

# 90

IV kwartał 2023 r. - 121

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

I kwartał 2024 r.

# 9,67%

IV kwartał 2023 r. – 9,85%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie  
Przemysł  
Usługi i produkty konsumenckie

Struktura nabywców w transakcjach



I kwartał 2024 r.

# 54

podmioty zagraniczne

# 67

podmiotów polskich

Mediana EV/EBITDA na GPW

marzec 2024 r.

# 6,30x

grudzień 2023 r. – 6,32x

Mediana EV/Sales na GPW

marzec 2024 r.

# 0,83x

grudzień 2023 r. – 0,90x

# 31

podmioty zagraniczne

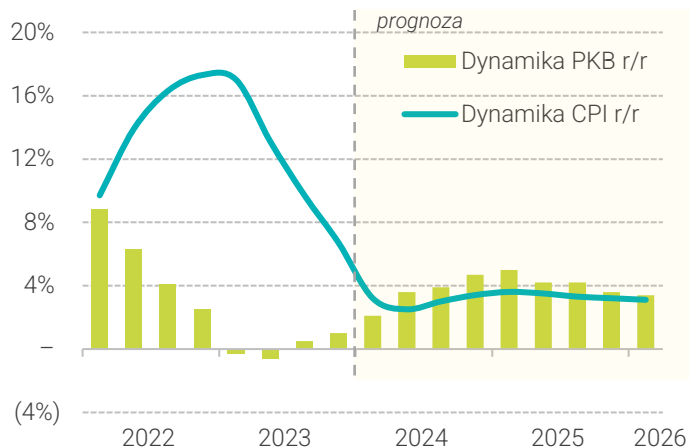
# 59

podmioty polskie

IV kwartał 2023 r.

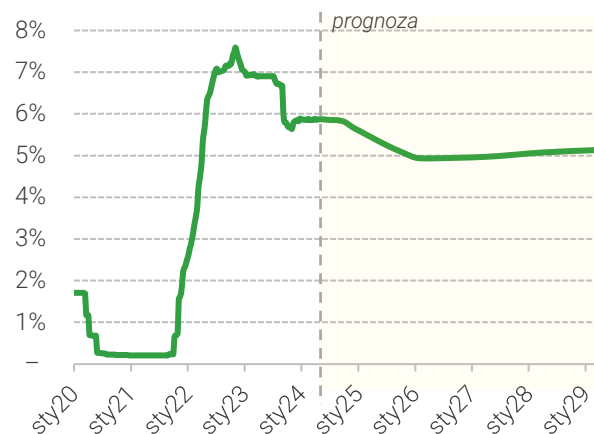
# Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartałna dynamika PKB i CPI, r./r.



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP.

WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 31.03.2024 r.

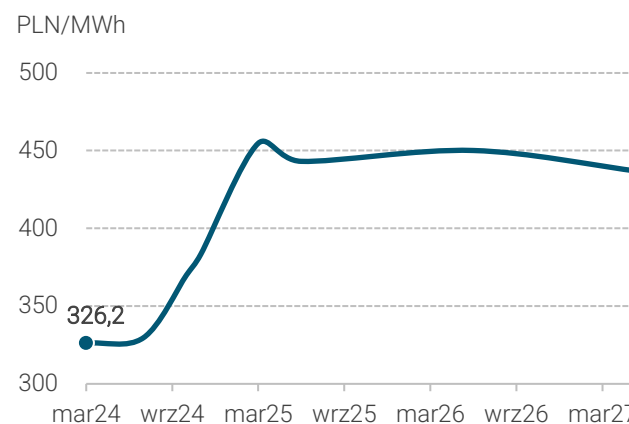
Zapadalność	Rentowność
1 rok	5,17%
2 lata	5,16%
3 lata	5,19%
5 lat	5,34%
10 lat	5,44%

Źródło: Refinitiv

## Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- Dynamika PKB i inflacja (CPI) pochodzą z najbardziej aktualnej projekcji publikowanej przez Narodowy Bank Polski (z marca 2024 r.).
- Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 11.04.2024 r.
- Prognoza cen energii przedstawia średnioważone ceny dla kwartalnych oraz rocznych kontraktów BASE, czyli dostawy we wszystkie dni, przez wszystkie godziny doby w latach 2024–2027.

Bieżąca cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE (marzec 2024 r.)



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych TGE.

# Spis treści

6

Baker Tilly TPA  
Index

10

Aktywność transakcyjna  
i mnożniki wyceny

15

Koszt kapitału własnego –  
ile wynosi?

22

Dodatek specjalny:  
Ceny mieszkań w Polsce  
– czy możemy mówić  
o przewartościowaniu?

25

Załącznik – opis  
wskaźników koniunktury

28

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 wobec odczytu 0,61 w grudniu 2023 r. Oznacza to stabilną kontynuację pozytywnych trendów w polskiej gospodarce. W czwartym kwartale 2023 r. dynamika PKB lekko przyspieszyła do +1,0% r./r., rozpoczynając trend znaczącego przyspieszenia aktywności gospodarczej. W pierwszym kwartale bieżącego roku dynamika była już istotnie wyższa – w zależności od szacunków wyniosła 1,5%-2,9% (projekcja NBP z marca wskazuje na 2,1%), a nasz Index implikuje poziom ok. 2,5%. Kolejne okresy mają przynieść jeszcze wyższy wzrost sięgający nawet ok. 5% na przełomie 2024 i 2025 roku.

Minimalny poziom indeksu w tym cyklu został wyznaczony w październiku 2022 r. przy wartości 0,37. Od tego momentu wskaźnik notuje stabilną poprawę, choć odczyty poszczególnych składowych wykazują zróżnicowane ścieżki. W strefie szczytowej cyklu koniunkturalnego możemy znaleźć się już za kilka miesięcy.

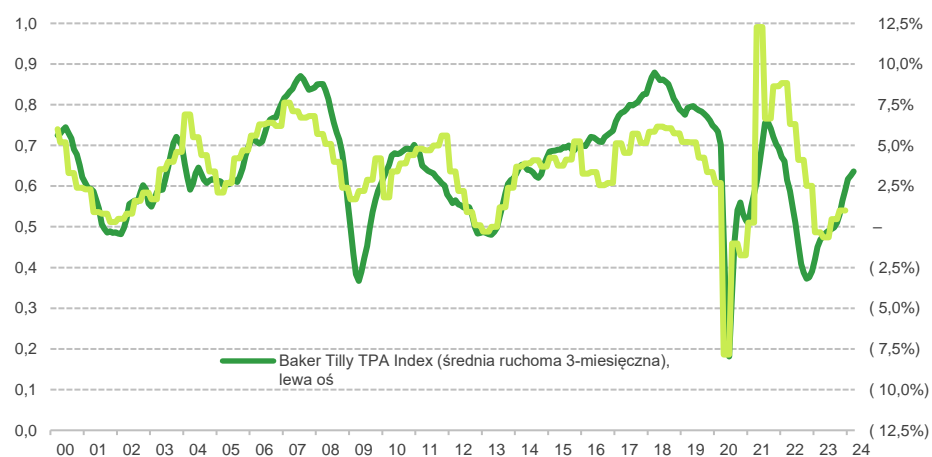
Nadal największy wpływ na zmianę Indexu ma Bieżący Wskaźnik Ufności Konsumentów publikowany przez GUS. Wyraża on bardzo dobre nastroje wśród konsumentów, które ulegają stałej poprawie wraz ze spadającą inflacją oraz dzięki bardzo silnemu rynkowi pracy. Jednak Baker Tilly TPA Index po wyłączeniu tego komponentu miałby niemal identyczną ścieżkę zmian – minimum jesienią 2022 r. oraz postępująca poprawa do wartości ok. 0,65 obecnie. Oznacza to, że wzrost Baker Tilly TPA Index zawdzięczany jest wszystkim składowym i postępuje w miarę równomiernie na bazie poszczególnych wskaźników. Dobrze świadczy to o jakości tego wzrostu i całego cyklu koniunkturalnego. Niemniej z bieżących poziomów jest już blisko do strefy maksymalnej aktywności, do której prawdopodobnie wejdziemy pod koniec roku.

## 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

Zaktualizowana projekcja NBP opublikowana w połowie marca (prezentowana na str. 4) wskazuje na znaczące przesunięcie oczekiwań odnośnie rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce. Cała ścieżka wzrostu na najbliższe kwartały została przesunięta w górę, co oznacza wyższe tempo wzrostu PKB w trakcie 2024 r. Wedle aktualnej projekcji NBP szczyt koniunktury spodziewany jest na początku 2025 r., kiedy dynamika PKB wyniesie ok. 5%. Warto dodać, że ta projekcja zakładała utrzymanie działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii elektrycznej oraz gazu, co na pewno nie zmaterializuje się w pełni.

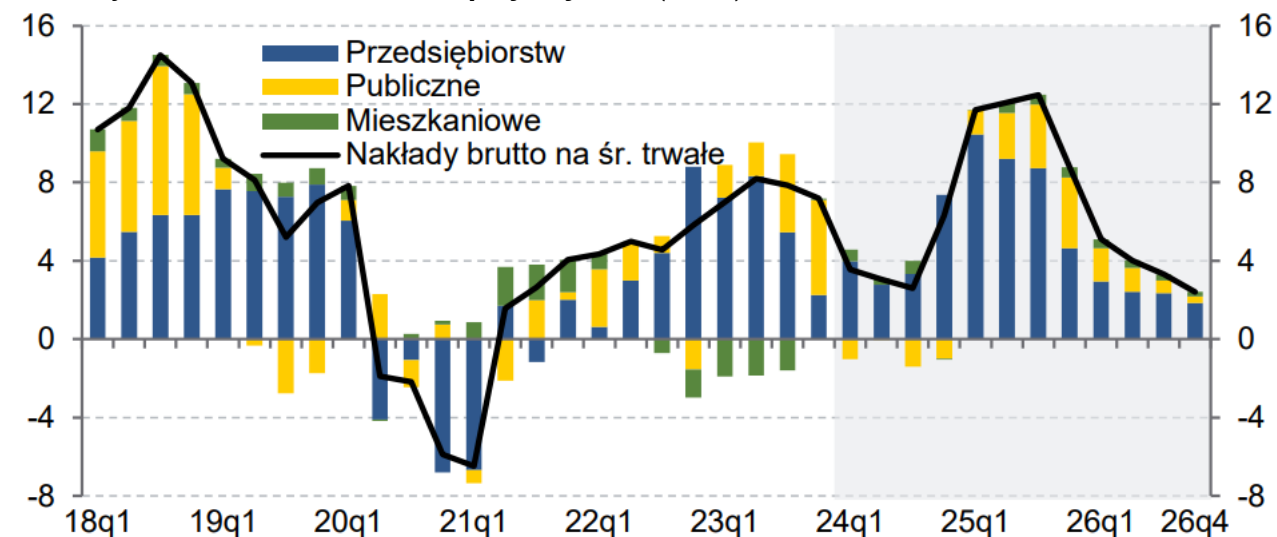
Pewnie dlatego średnia z prognoz analityków rynkowych jest nieco bardziej zachowawcza w odniesieniu do tempa wzrostu (maksymalna wartość to ok. 4,0%), jednak jest bardziej optymistyczna

w kontekście trwania okresu przyspieszenia wzrostu (aż do czwartego kwartału 2025 r.). Perspektywy są zatem bardzo korzystne i przynajmniej kilka najbliższych kwartałów charakteryzować się będzie sprzyjającym otoczeniem makroekonomicznym.

Istotnym źródłem wyższej dynamiki PKB są zwiększające się nakłady na środki trwałe zakładane przez analityków. Zgodnie z prognozą, właśnie teraz obserwujemy najniższą aktywność w tym zakresie, a od połowy 2024 r. nastąpi znaczący wzrost wydatków, najpierw po stronie przedsiębiorstw, a potem publicznych, do czego przyczynia się uruchomienie dla Polski środków z KPO. Wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw to przede wszystkim odpowiedź na zwiększony popyt, ale także inwestycje w automatyzację i nowe technologie.

Drugi silnik polskiej gospodarki to konsumpcja, która w bieżącym roku będzie mogła nadrabiać zaległości. W poprzednich wydaniach wspominaliśmy już o pensjach, które przez pewien czas nie nadążały za inflacją. Dodając do tego wysoki koszt obsługi kredytów, budżety domowe były bardzo uszczuplone. Mniej więcej od połowy 2023 r., dzięki spowalnającej inflacji i utrzymującej się wysokiej dynamice płac, realny wzrost wynagrodzeń nabiera rozpędu. W pierwszych miesiącach 2024 r. zbliżył się on już do 10%. W następnych miesiącach będzie zapewne mniejszy ze względu na prawdopodobne odbicie w inflacji w drugim kwartale. Jednak nadal będzie to wysoki jednocyfrowy wzrost. Mimo utrzymujących się wysokich stóp procentowych, dochód rozporządzalny gospodarstw domowych sprzyja zwiększaniu konsumpcji.

**Nakłady brutto na środki trwałe w projekcji NBP (r/r, %)**



Źródło: Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD, marzec 2024 r.

## Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Na razie nie są spodziewane obniżki stóp procentowych, które dałyby dalszy impuls do zwiększania inwestycji i konsumpcji. Warto też zwrócić uwagę na aspekt kursu walutowego PLN, w przypadku którego obserwujemy poziomy najniższy od czterech lat. Postępujące umocnienie złotego wobec euro sprzyja konsumpcji przez niższe ceny dóbr importowanych. Jednocześnie obniża jednak konkurencyjność polskiego eksportu. W efekcie kontrybucja eksportu netto w tym roku będzie ujemna i najgorsza od kilku lat. W perspektywie bieżącego roku należy jednak oczekiwać dalszego umocnienia złotego ze względu na napływ środków unijnych oraz kapitału inwestycyjnego korzystającego z dobrej koniunktury w Polsce.

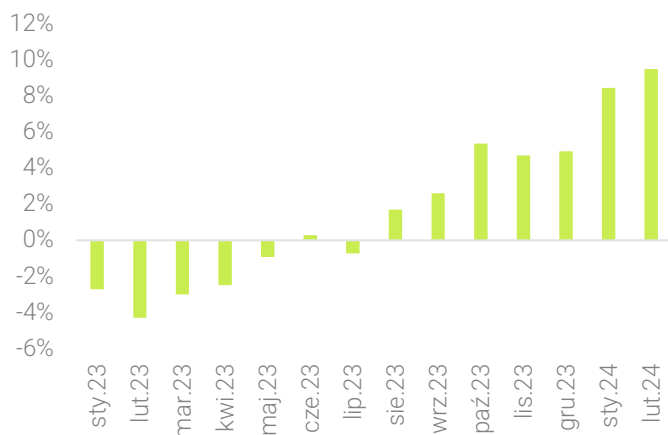
Niezmiennie czynnikiem ryzyka

dla gospodarki pozostaje geopolityka i ryzyko konfliktów międzynarodowych będących konsekwencją sytuacji wokół Izraela, Morza Czerwonego, Tajwanu, a także nadal Ukrainy, gdzie sytuacja nadal tworzy ryzyka dla regionu w dłuższej perspektywie.

W kontekście inwestycji portfelowych, mimo kilkunastu miesięcy hossy na GPW i znaczących wzrostów indeksów w tym okresie, obecny czas wydaje się nadal sprzyjać kupującym. Utrzymujące się raczej wciąż umiarkowane (już nie niskie) wyceny na GPW, będące również punktem odniesienia dla transakcji prywatnych, pozwalają nabywać przedsiębiorstwa po korzystnych cenach i dają szansę na realizację zadowalających stóp zwrotu w horyzoncie kilku następnych kwartałów.

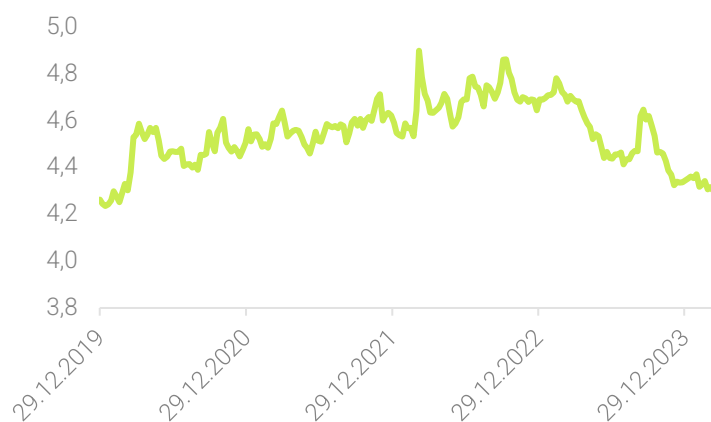
Z kolei inwestycje realne, zależne oczywiście od specyfiki danej branży i sytuacji poszczególnych podmiotów, powinny wyprzedzać zmiany w koniunkturze. Spodziewana dobra koniunktura w latach 2024–2025 ze wzrostem gospodarczym ponad 4% uzasadnia realizację inwestycji rozwojowych, a dodatkowo specyfika rynku pracy będzie wymuszać inwestycje w wydajność.

### Realny wzrost wynagrodzeń w Polsce (r./r.)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS.

### Kurs EURPLN



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP.





# 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 znajdują 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.

W I kwartale 2024 r. aktywność transakcyjna spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Reuters oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce 90 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

Aktywność transakcyjna w I kwartale tego roku była wyższa niż długoterminowa średnia liczba transakcji (od 2000 r.), lecz była mniejsza od średniego poziomu obserwowanego w ciągu ostatnich trzech lat (około 98 transakcji).

## Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

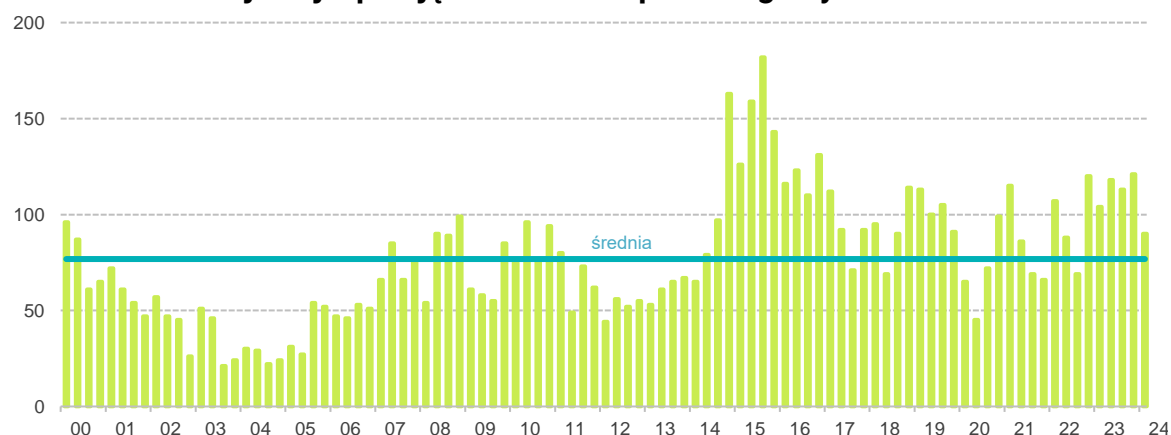
W I kwartale 2024 r. zrealizowano 90 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu ze 121 transakcjami kwartał wcześniej oraz 104 transakcjami w analogicznym kwartale roku poprzedniego.

Liczba transakcji przeprowadzonych przez zagraniczne podmioty zdecydowanie spadła. Były one odpowiedzialne jedynie za 31 transakcji w I kwartale 2024 r. w porównaniu z 54 transakcjami kwartał wcześniej. Liczba transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty spadła natomiast z 67 transakcji w IV kwartale 2023 r. do 59 transakcji w I kwartale 2024 r. Udział transakcji przeprowadzonych przez polskie podmioty wyniósł 66% w I kwartale 2024 r. w porównaniu z 55% w poprzednim kwartale.

Dla IV kwartału 2023 r. zaktualizowaliśmy badanie aktywności – miały wtedy miejsce 121 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 pełną ocenę.

### Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce w poszczególnych kwartałach od 2000 r.



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

## Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

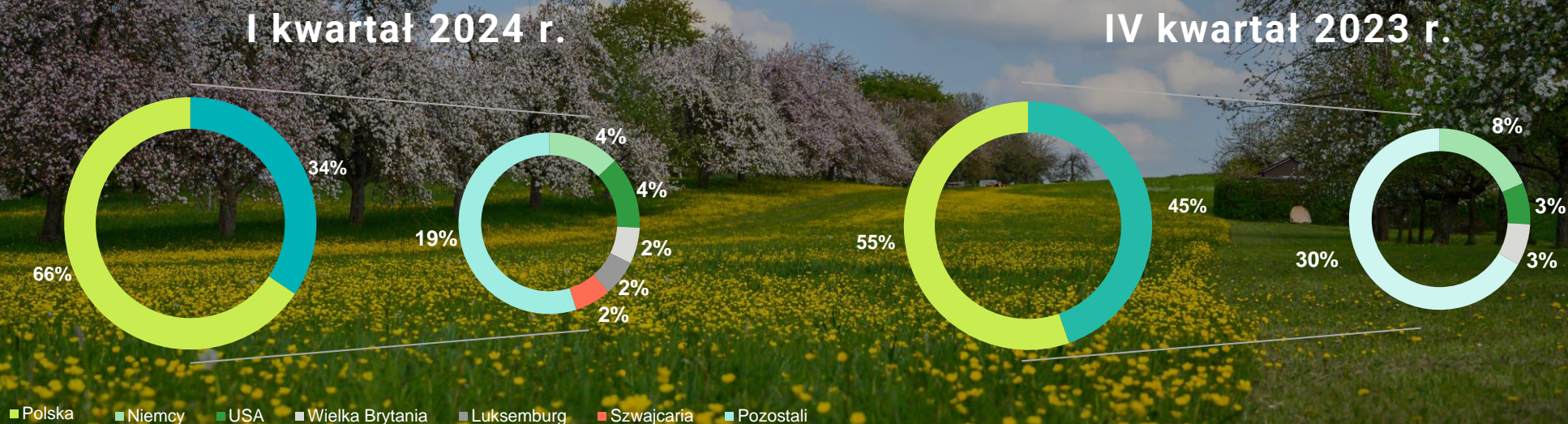
W I kwartale 2024 r. zagraniczni nabywcy przeprowadzili 34% transakcji. Jest to poziom zbliżony do długoterminowej średniej z lat 2000–2023 (około 1/3 transakcji) oraz mniejszy udział niż w poprzednim kwartale (45%).

W całym 2023 udział inwestorów zagranicznych wyniósł 47%, co stanowi spadek o 6 punktów procentowych w porównaniu z 2022 r.

W I kwartale wśród inwestorów spoza Polski dominowały podmioty z USA oraz Niemiec (po 4 transakcje).

Najwięcej transakcji w całym 2023 r. przeprowadziły podmioty z USA (22 transakcje). W dalszej kolejności mieliśmy nabywców z Wielkiej Brytanii (21 transakcji), Austrii (15 transakcji), Francji (13 transakcji) oraz Niemiec (12 transakcji).

### Podział nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora w dwóch ostatnich kwartałach



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

## Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w I kwartale 2024 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii, które były odpowiedzialne za 21% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory przemysłu (20% udziału), usług i produktów konsumenckich (11%) oraz mediów i ochrony zdrowia (po 10%).

W I kwartale wysoką popularnością na tle całej historii transakcyjnej cieszyły się sektory ochrony zdrowia, technologii, przemysłu oraz mediów.

### Podział transakcji ze względu na sektory

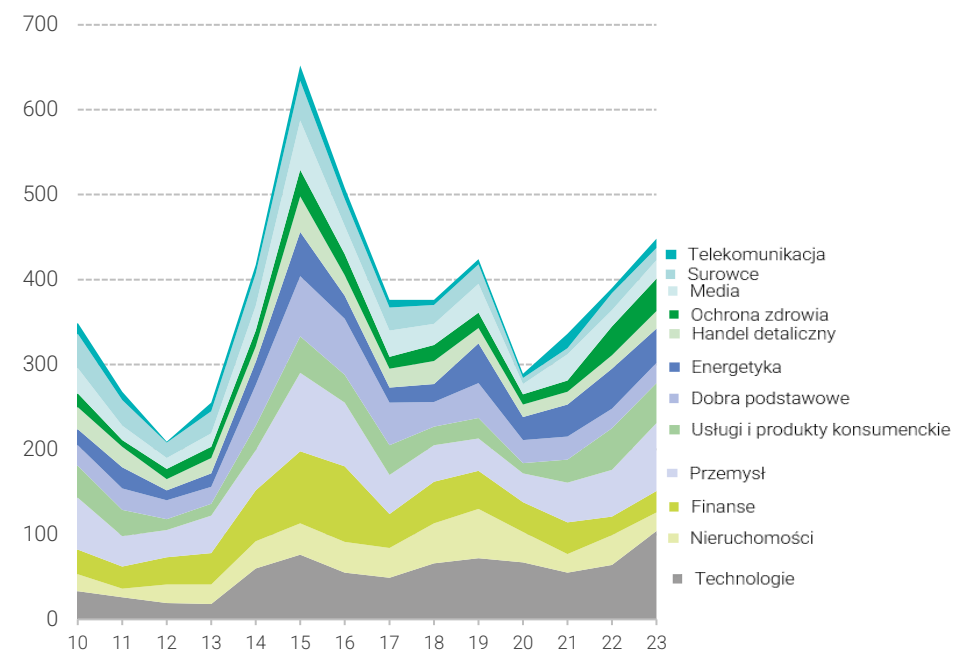
	1Q 2024	4Q 2023	2023	2022	2000 - 2023
Dobra podstawowe	6%	6%	5%	6%	9%
Usługi i produkty konsumenckie	11%	14%	11%	12%	10%
Energetyka	8%	8%	9%	12%	8%
Finanse	6%	5%	5%	6%	12%
Ochrona zdrowia	10%	7%	8%	9%	4%
Technologie	21%	30%	23%	16%	13%
Przemysł	20%	16%	18%	14%	14%
Surowce	4%	2%	3%	5%	8%
Media	10%	2%	5%	5%	7%
Nieruchomości	2%	5%	5%	9%	7%
Handel detaliczny	2%	2%	5%	4%	5%
Telekomunikacja	–	2%	2%	2%	3%
<b>Łącznie transakcji</b>	<b>90</b>	<b>121</b>	<b>456</b>	<b>384</b>	<b>7448</b>

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

Poniższy wykres ukazuje zmiany w liczbie transakcji na przestrzeni lat 2010–2023 w podziale na sektory. Największa liczba transakcji w 2023 r., podobnie jak w roku poprzednim, dotyczyła spółek technologicznych. Stanowiły one aż 23% wszystkich transakcji w 2023 r. W porównaniu z 2022 r. zauważalny jest rosnący udział fuzji i przejęć w sektorze przemysłu, którego udział wzrósł z 14% do 18%.

Największy spadek odnotował sektor nieruchomości, co jest związane z trudnością w pozyskiwaniu finansowania dla nieruchomości w otoczeniu wysokich stóp procentowych.

### Liczba i podział transakcji ze względu na sektory w latach 2010–2023



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

# Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

## Wyceny na GPW w Warszawie

W I kwartale 2024 r. główne indeksy giełdowe kontynuowały swój wzrost, jednak w wolniejszym tempie niż w poprzednim kwartale. Główne indeksy na GPW są wyższe o 4-10% w porównaniu do końca 2023 r. oraz 15-25% względem końca III kwartału 2023 r.

Indeksy WIG, mWIG40 oraz sWIG80 poprawiły swoje historyczne rekordy z grudnia 2023 r.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec I kwartału wartość 2.436 pkt. W stosunku do końca 2023 r. indeks wzrósł o 4,0% (najmniej z głównych indeksów) i znajdował się jedynie 1% poniżej szczytu z listopada 2021 r.

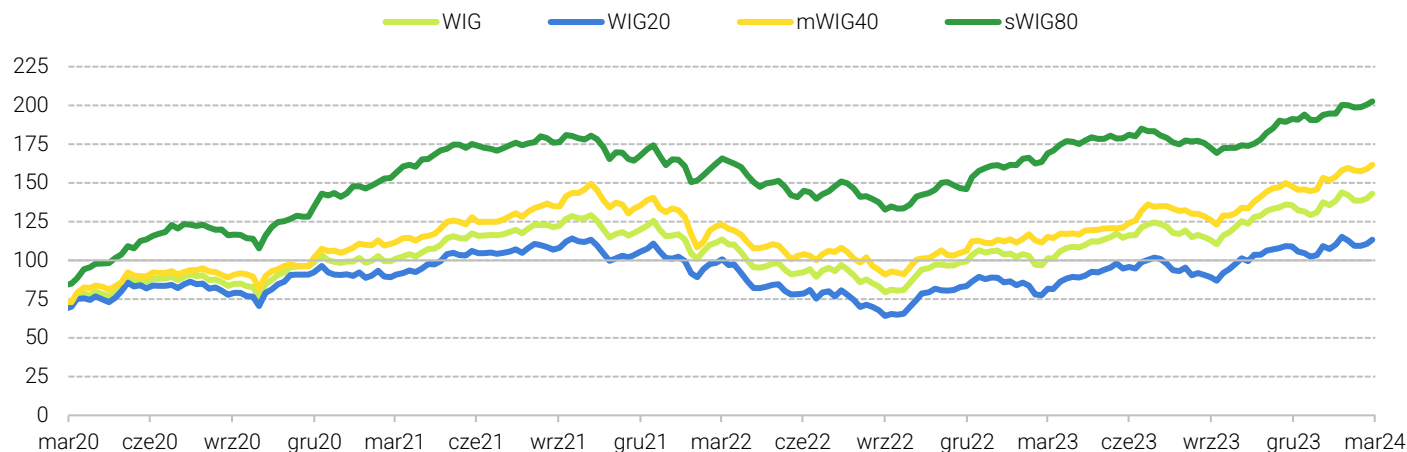
Indeksy sWIG80 oraz mWIG40 wzrosły odpowiednio o 5,9% oraz 9,4% kw./kw., natomiast indeks WIG odnotował wzrost o 5,5% kw./kw.

Wzrost indeksów wynika głównie z poprawy sytuacji makroekonomicznej oraz lepszej sytuacji na głównych rynkach giełdowych. Pozytywnie na gospodarkę wpływa także otrzymanie pierwszych środków z UE w ramach Krajowego Planu Odbudowy w kwocie 27 mld złotych.

Kluczowe dla przyszłych notowań powinno być zewnętrzne otoczenie spółek, w tym przede wszystkim sytuacja gospodarcza i geopolityczna. Utrzymanie wzrostów indeksów na poziomie 30-40% z 2023 roku wydaje się mało prawdopodobne, natomiast niski dwucyfrowy wzrost jest możliwy do osiągnięcia ze względu na przyspieszenie w polskiej gospodarce oraz utrzymujące się umiarkowane wyceny.

Historycznie zmiana cyklu na GPW następowała w podobnym momencie jak odwrócenie cyklu koniunkturalnego, które obecnie spodziewane jest na początek 2025 r.

## Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce od marca 2020 r. (31.12.2019 = 100)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

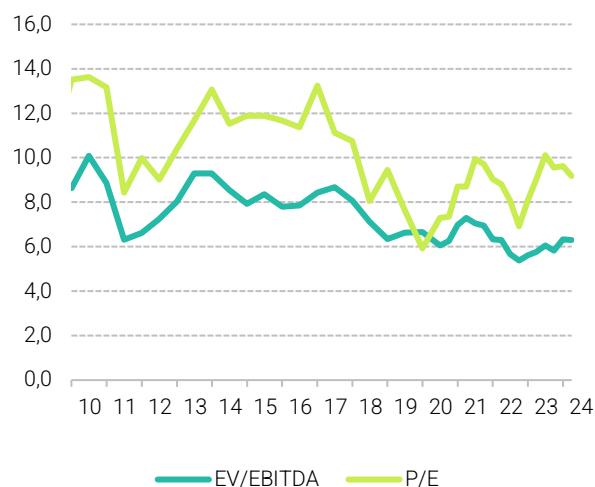
## Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W I kwartale 2024 r. mnożniki wyceny na GPW spadły lub utrzymały się na zbliżonym poziomie wobec poprzedniego kwartału. Wskaźniki nadal pozostają na historycznie niskich lub umiarkowanych poziomach. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła wartość 6,30x na koniec I kwartału 2024 r. w porównaniu z 6,32x na koniec 2023 r. oraz 5,60x na koniec 2022 r. Wskaźnik pozostaje wciąż na niskich poziomach wobec długoterminowej średniej. Natomiast EV/Sales spadł do 0,83x i jest także poniżej poziomu długoterminowej średniej. Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych – P/E (cena

do zysku na akcję) – wyniosła 9,17 (vs. 9,62x na koniec 2023 r. oraz 9,55x na 30.09.2023 r.)<sup>1</sup>.

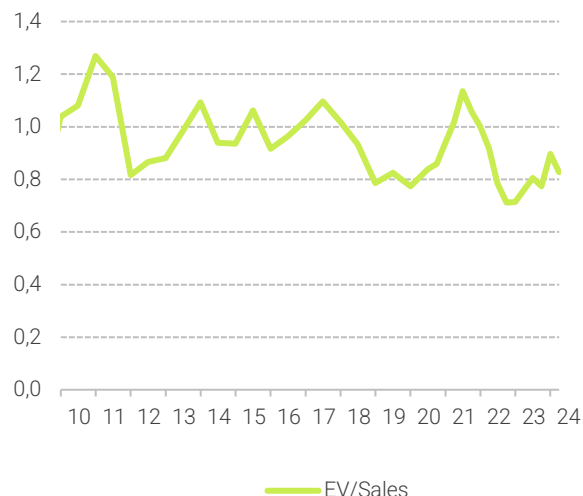
Wzrost wycen indeksów giełdowych jest niższy niż wzrost wyników finansowych spółek, co jest odzwierciedlone w spadku mnożników wyceny. Mnożniki zysków spółek (EV/EBITDA oraz P/E) nadal sugerują umiarkowane i dość atrakcyjne poziomy wycen na GPW na tle ich historycznych wartości oraz w zestawieniu z alternatywnymi inwestycjami finansowymi.

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

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



# Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

Średni ważony koszt kapitału (WACC) jest kluczową wartością wykorzystywaną do analizy projektów inwestycyjnych oraz wyceny aktywów i całych przedsiębiorstw. O ile składowa odpowiadająca za koszt długu nie sprawia zwykle problemów z wyznaczeniem jej kosztu 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 kolejnych spadkach premii za ryzyko rynkowe oraz rentowności obligacji skarbowych obecną przeciętną wartość kosztu kapitału własnego w Polsce szacujemy na

## 9,67%

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,4%
Banki uniwersalne	10,6%
Budowlany	10,3%
Chemiczny (podstawowy)	9,0%
Chemiczny (specjalistyczny)	10,0%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	10,1%
Części samochodowe	11,4%
Deweloperski	8,8%
Dystrybucja ropy/gazu	8,7%
Edukacja	8,1%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	9,7%
Elektronika (ogólna)	10,6%

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	8,7%
Energia odnawialna	9,0%
Farmaceutyczny	9,6%
Handel detaliczny	10,0%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	10,0%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	10,8%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	10,7%
Handel detaliczny (online)	9,5%
Hotele i hazard	10,5%
Hurtownicy żywności	8,7%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	9,2%
Inżynieria/budownictwo	9,9%

## Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Telekomunikacja	8,6%
Telewizja	9,4%
Telewizja kablowa	8,7%
Transport	9,5%
Transport kolejowy	9,3%
Transport lotniczy	11,1%
Transport samochodowy	10,1%
Tytoń	7,8%
Ubezpieczenia (majątkowe)	8,4%
Ubezpieczenia (ogólne)	9,4%
Ubezpieczenia (życie)	10,2%
Usługi biznesowe i konsumenckie	9,7%
Usługi dla nieruchomości	9,0%
Usługi finansowe	9,6%
Usługi informacyjne	16,1%
Usługi informatyczne	9,5%
Usługi środowiskowe i odpadowe	10,2%
Usługi telekomunikacyjne	9,0%
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	9,1%
Użyteczności publicznej	9,2%
Węgiel	9,1%
Wydawnictwa i gazety	8,9%



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

## Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Punktem wyjścia w wyznaczaniu kosztu kapitału własnego jest stopa wolna od ryzyka, która kompensuje inwestora za odroczenie konsumpcji oraz za przyszłą inflację. Ze względu na długoterminowy charakter kapitału własnego stosowana jest tu rentowność obligacji skarbowych o długim terminie zapadalności, zwyczajowo są to obligacje 10-letnie. Na 31.03.2024 r. ich rentowność wyniosła 5,44% (w porównaniu z 5,25% na koniec 2023 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 4,60% na 31.12.2023 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 9,67%.

Spadek kosztu kapitału w porównaniu z końcem 2023 r. wynikał ze spadku premii za ryzyko rynkowe, który był silniejszy od wzrostu stopy wolnej od ryzyka.

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 5,44%)
$\beta$	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 ( <i>country risk premium</i> )
$\beta$	współczynnik beta
MRP	rynkowa premia za ryzyko
$\alpha$	dotatkowa 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 4,37%. Dla waluty EUR będzie to 2,37%, a dla USD jest na poziomie 4,53%.

## 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 ( $\beta$ ) wyznaczona jest przez korektę bety aktywów ( $\beta_A$ ) o efekt dźwigni finansowej, czyli stosunek zadłużenia (D) do kapitału własnego (E) z uwzględnieniem tarczy podatkowej (przy stawce podatkowej t).

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

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

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

### Podsumowanie wartości parametrów wykorzystywanych do wyznaczania kosztu kapitału własnego na 31.03.2024 r.

Parametr	Wartość
$r_{fPL}$	5,44%
$r_f$	
PLN	4,37%
EUR	2,37%
USD	4,53%
CRP	
Polska	1,24%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,72%
Hiszpania	2,34%
MRP	4,23%
Kapitał własny do (mln USD):	$\alpha^*$
500	0,89%
328	1,18%
216	1,34%
131	1,21%
63	2,10%
29	4,80%

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

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

# Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

## Wartość współczynników beta dla poszczególnych sektorów gospodarki

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

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

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

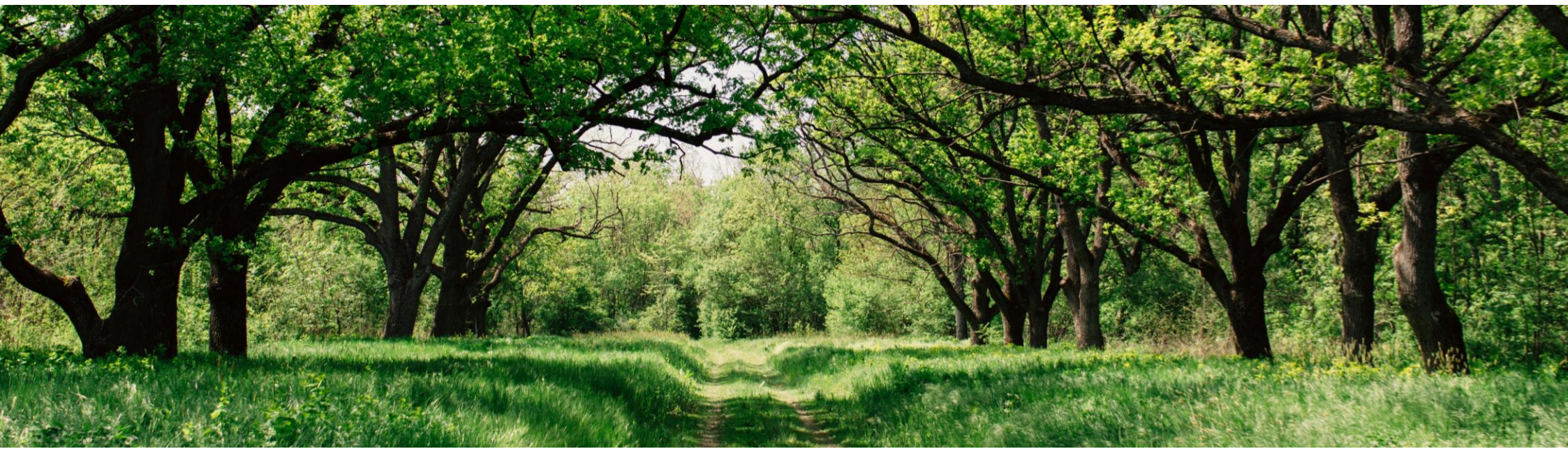
## Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

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

Sektor	Beta	Beta aktywów
Transport	1,0	0,9
Transport kolejowy	0,9	0,7
Transport lotniczy	1,3	0,9
Transport samochodowy	1,1	0,8
Tytuł	0,6	0,4
Ubezpieczenia (majątkowe)	0,7	0,6
Ubezpieczenia (ogólne)	0,9	0,9
Ubezpieczenia (życie)	1,1	0,6
Usługi biznesowe i konsumenckie	1,0	0,9
Usługi dla nieruchomości	0,8	0,5

Sektor	Beta	Beta aktywów
Usługi finansowe	1,0	0,3
Usługi informacyjne	2,5	1,9
Usługi informatyczne	1,0	0,9
Usługi środowiskowe i odpadowe	1,1	0,9
Usługi telekomunikacyjne	0,8	0,5
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0,9	0,6
Użyteczności publicznej	0,9	0,6
Węgiel	0,9	1,1
Wydawnictwa i gazety	0,8	0,6

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



Po blisko dwóch latach od poprzedniej publikacji przedstawiamy aktualizację naszej analizy dotyczącej cen na rynku mieszkaniowym w Polsce.

# Ceny mieszkań w Polsce – czy możemy mówić o przewartościowaniu?

W połowie 2022 r. przygotowaliśmy analizę cen na rynku mieszkaniowym w Polsce, która wskazywała, że panujące wtedy poziomy cenowe można było postrzegać jako umiarkowane i zrównoważone, bez poczucia przewartościowania lub niedowartościowania lokali mieszkalnych. Czy niemal dwa lata później można nadal w ten sposób postrzegać rynek? Okazuje się, że tak, mimo powszechnego poczucia wysokich cen.

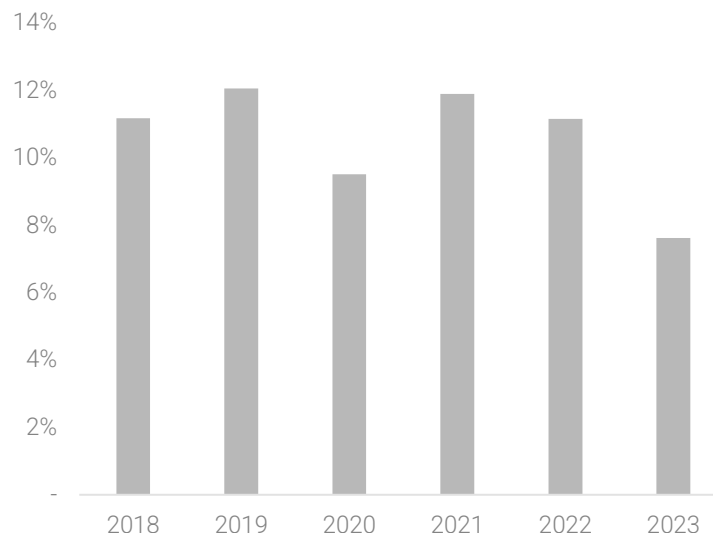
Bazując na danych publikowanych przez Narodowy Bank Polski, można zauważyć, że od pierwszego kwartału 2022 r. do końca 2023 r. średnia cena ze zbioru cen dla 17 największych miast w Polsce wzrosła o ok. 14%, sięgając prawie 9.000 zł za metr kwadratowy. W samym 2023 r. przyrost cen wynosił prawie 8%. I jest to kontynuacja bardzo stabilnego trendu trwającego od 2018 r. W każdym roku w tym okresie wzrost cen wynosił od 8% do 12%, a łączna zmiana w ciągu tych sześciu lat wyniosła ponad 82%. Dlaczego zatem nie świadczy to o przewartościowaniu i zbyt wygórowanych cenach? Ponieważ wzrost cen jest pochodną zmian

w otoczeniu gospodarczym i wydaje się być adekwatny do dynamiki cen w Polsce, kosztów realizacji inwestycji mieszkaniowych oraz średniego wynagrodzenia.

**Zacznijmy od inflacji.** W okresie 2018-2023 skumulowana wartość wskaźnika CPI wyniosła ok. 44%. Jest to co prawda mniej niż wzrost cen, jednak realny wzrost (wzrost cen powyżej inflacji) następował głównie w latach 2018-2021. Od tego czasu, w ostatnich dwóch latach cena realna była stabilna, a nawet przejściowo obniżyła się, co oznacza, że wzrost cen mieszkań był wolniejszy od wzrostu cen w polskiej gospodarce. W efekcie, po skorygowaniu o wpływ ogólnej inflacji, można powiedzieć, że obecnie mieszkania są tańsze wobec innych dóbr niż w 2021 i 2022 r.

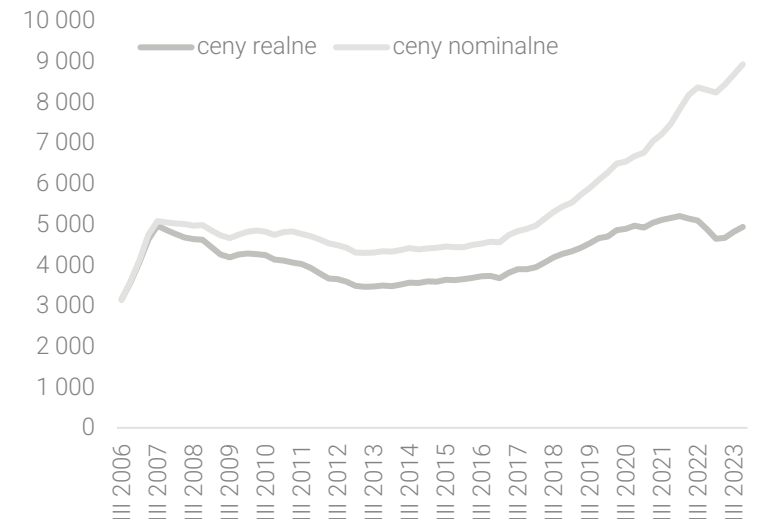
**Drugi aspekt dotyczy kosztów budowy nowych mieszkań,** które są główną determinantą dla cen sprzedaży u deweloperów, a pośrednio również wpływają na ceny na rynku wtórnym. Zgodnie z raportem NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2023 r.*,

Zmiana cen mieszkań w Polsce r/r



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP.

Średnia cena transakcyjna (w zł/m<sup>2</sup>) dla 17 miast w ujęciu nominalnym i realnym (ceny stałe z połowy 2006 r.)



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP.

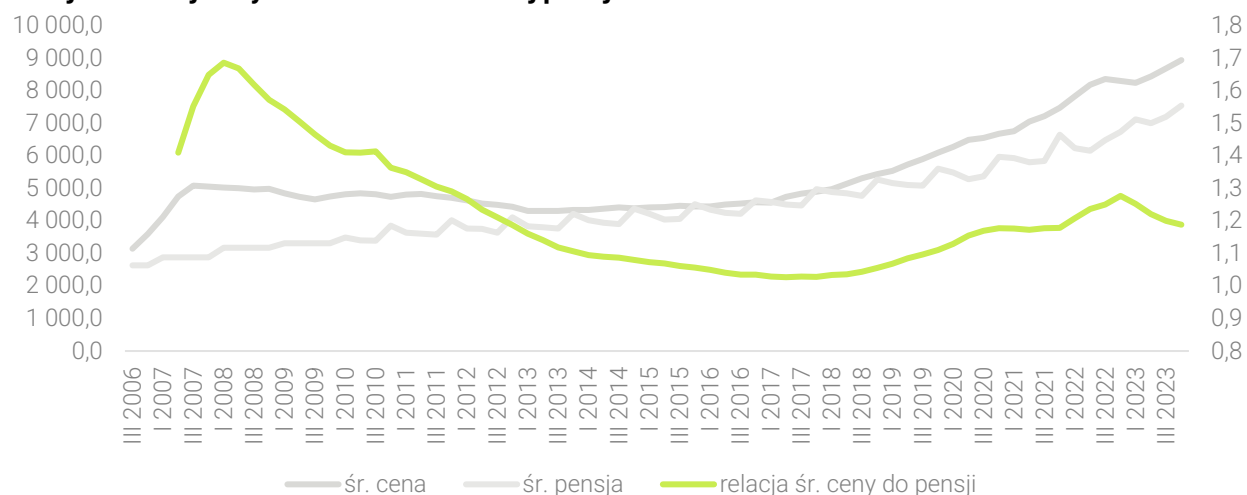
## Ceny mieszkań w Polsce – czy możemy mówić o przewartościowaniu?

w ostatnich kilkunastu kwartałach nastąpił gwałtowny wzrost kosztów wytworzenia mieszkania. Aktualnie koszty pozyskania gruntu w przeliczeniu na jeden metr kwadratowy sprzedawanej powierzchni (tzw. PUM – powierzchnia użytkowo-mieszkaniowa) wynoszą w większych miastach średnio od 2.000 zł do 4.000 zł. Wartość tę należy powiększyć o koszty realizacji projektu, które średnio wynoszą ok. 5.000 zł. Zatem sam techniczny koszt wytworzenia wynosi od 7.000 zł do 9.000 zł. A cena dla nabywcy musi jeszcze uwzględnić pokrycie kosztów ogólnych dewelopera, jego marżę zysku oraz podatek VAT w wysokości 8%. Łącznie te składowe tworzą minimalną cenę zapewniającą przeciętną rentowność sprzedaży na poziomie 10.000-12.000 zł. Nadal oczywiście możliwe są do znalezienia niższe ceny ofertowe wynikające z posiadania tańszych gruntów, efektywnej kosztowo realizacji lub niższej oczekiwanej marży. Niemniej wskazane wartości uzasadniają średnią cenę transakcyjną zbliżoną do 9.000 zł.

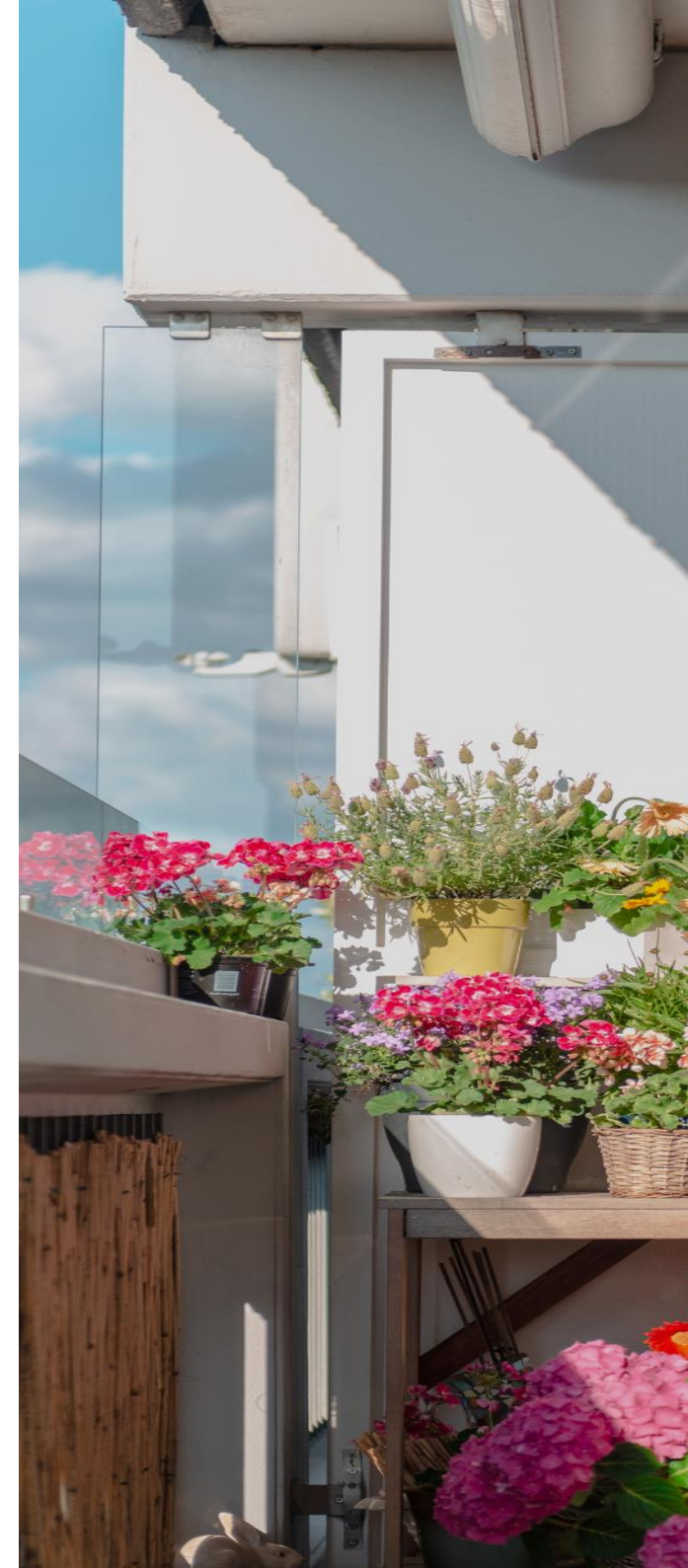
Pozostaje jeszcze jeden, może nawet najważniejszy aspekt, czyli **siła nabywcza Polaków**. Ostatnie kilka lat to bowiem nieobserwowany w przeszłości wzrost wynagrodzeń i to nie tylko w wartościach nominalnych, ale również realnych. Średnie wynagrodzenie w Polsce zwiększyło się z niecałych 5.000 zł na koniec 2017 r. oraz nieco ponad 6.000 zł na początku 2022 r. do ok. 7.500 zł w czwartym kwartale 2023 r. Dzięki temu zdolność do zakupu metra kwadratowego mieszkania poprawiła się w ostatnich kilku kwartałach. Na początku 2022 r. za metr kwadratowy trzeba było zapłacić równowartość 1,3 średniej pensji. Na koniec 2023 r. wskaźnik ten spadł poniżej 1,2.

Oczywiście w przypadku Warszawy wartość ta jest znacząco wyższa i wynosi ok. 1,8. Jednak jest to poziom bardzo stabilny w perspektywie ostatnich dziesięciu lat. Jednocześnie należy pamiętać, że wynagrodzenia w stolicy są o ok. 20-25% wyższe od średniej krajowej.

### Relacja średniej ceny mieszkania i średniej pensji w Polsce



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych NBP i GUS.  
Baker Tilly TPA Index | Kwiecień 2024



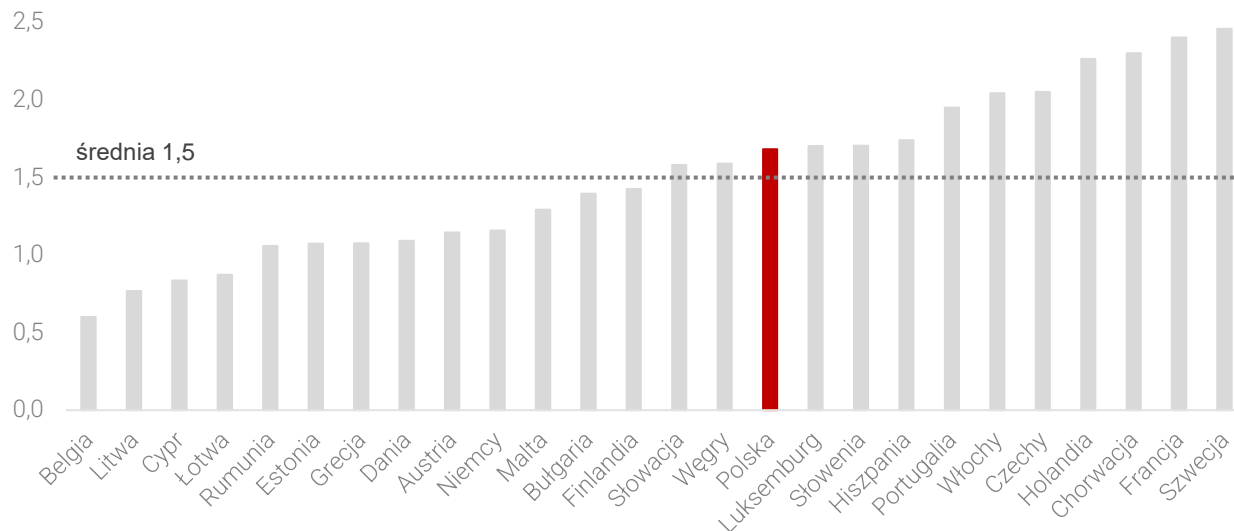
# Ceny mieszkań w Polsce – czy możemy mówić o przewartościowaniu?

Obecnie powyższy wskaźnik zdolności zakupowej nie jest tak korzystny jak w poprzedniej dekadzie, kiedy przez większość czasu znajdował się w przedziale 1,0-1,15. Ale wciąż jest poniżej długoterminowej średniej oraz zbliżony do wskaźników zagranicznych. Dostępność mieszkań ogranicza natomiast wysokie oprocentowanie kredytów hipotecyjnych, które niweluje pozytywny efekt pochodzący z wyższych dochodów.

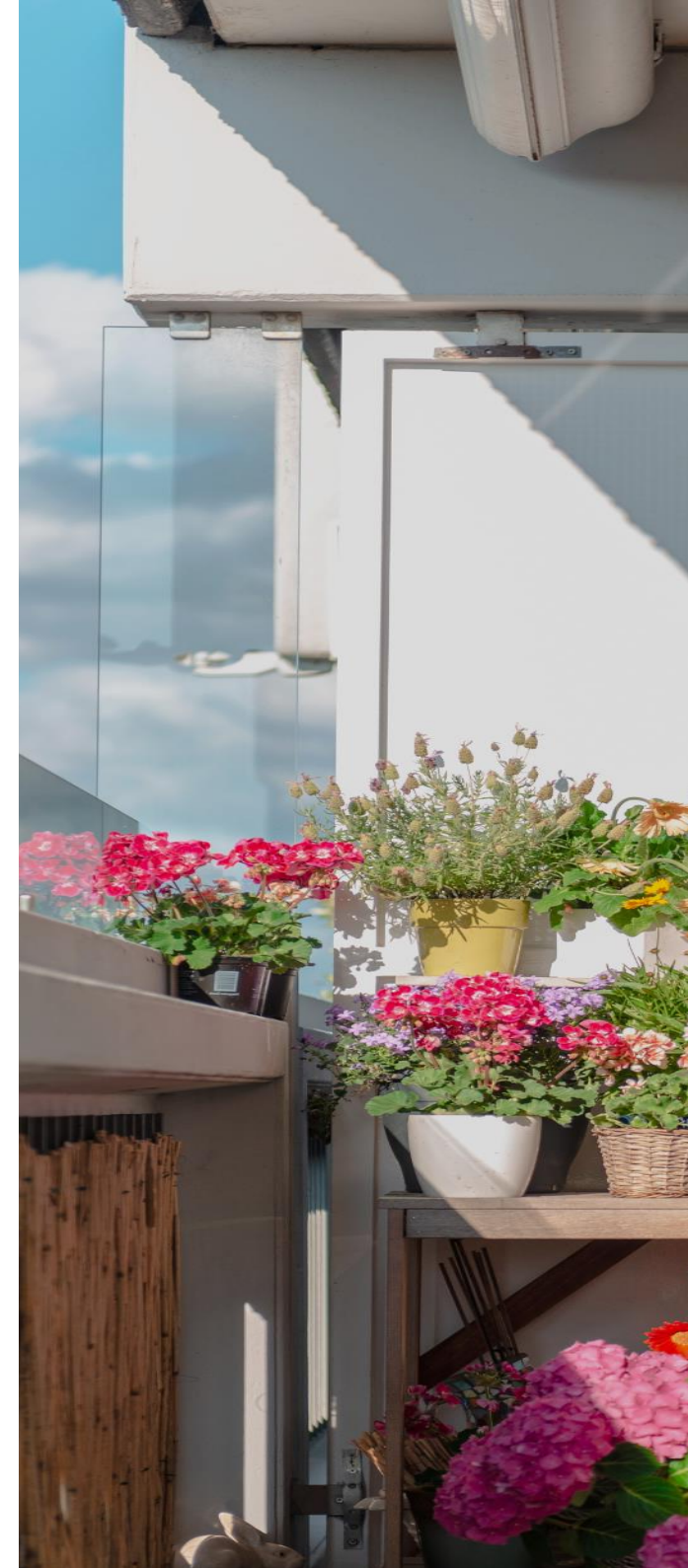
W kontekście **porównania cen z innymi krajami** pod względem siły nabywczej względem mieszkań Polska plasuje się w okolicy średniej dla zebranej grupy państw Unii Europejskiej. W porównaniu dużych miast Warszawa znajduje się za państwami o zbliżonych dochodach jak Czechy, Hiszpania, Słowenia czy Portugalia, ale jednocześnie wypada gorzej niż Węgry, Bułgaria, czy nawet Niemcy i Austria.

**Podsumowując** powyższe analizy, stwierdzamy, że rynek mieszkaniowy w Polsce znajduje się w równowadze bez symptomów znaczącego przewartościowania lub niedowartościowania mieszkań na poziomie zagregowanym. O ile nie pojawią się nowe czynniki zaburzające obecny trend, można zakładać, że wzrost cen będzie dalej postępował. Sprzyjać temu będą obniżające się stopy procentowe (pierwsze obniżki spodziewane są w trzecim kwartale bieżącego roku, a do końca 2025 r. poziom rynkowych stóp może spaść o ponad 1 p.p.) oraz nadal utrzymująca się wysoka dynamika wynagrodzeń – w latach 2024-25 skumulowany wzrost wynagrodzeń może wynieść ok. 20%, co z pewnością nie pozostanie bez wpływu na ceny nieruchomości.

## Relacja średniej ceny mieszkań za m. kw. w dużych miastach do średnich zarobków w wybranych krajach UE



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych [www.globalpropertyguide.com](http://www.globalpropertyguide.com).





# Opis wskaźników koniunktury

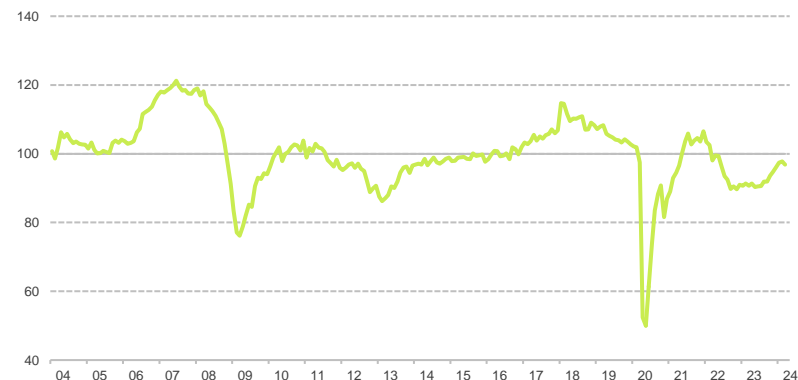
## Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

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

## BWUK

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

## Historyczne wartości Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

## Historyczne wartości BWUK



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

## Opis wskaźników koniunktury

### Economic Sentiment Indicator (ESI)

#### Komisji Europejskiej

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

### Indeks PMI przemysłu

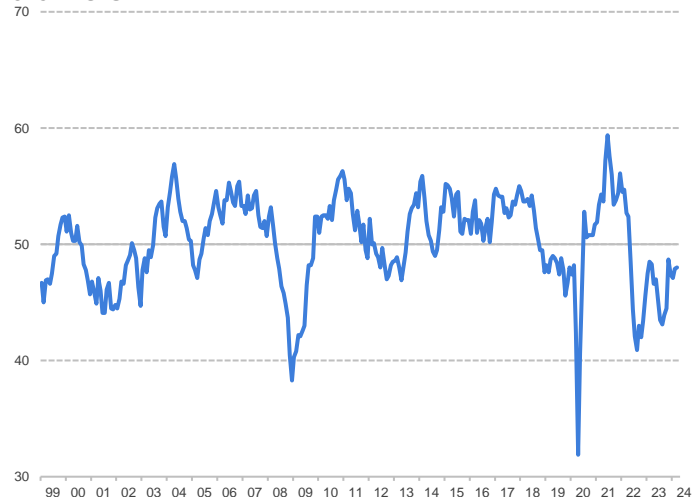
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych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

### Historyczne wartości ESI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

### Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl



## Opis wskaźników koniunktury

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

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

**Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej, znormalizowany**



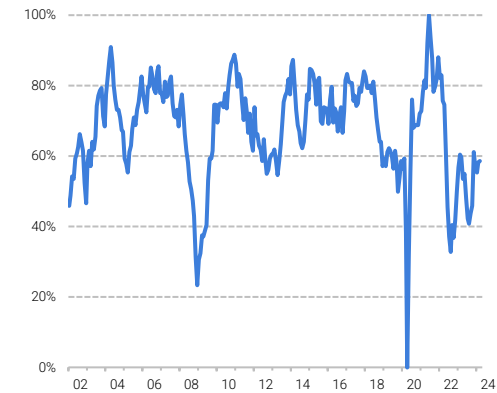
**Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany**



**Economic Sentiment Indicator, znormalizowany**



**Indeks PMI przemysłu, znormalizowany**



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA

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



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



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



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



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

## O Baker Tilly TPA

### Doradztwo transakcyjne



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



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



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



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

### Usługi corporate finance świadczone przez nasz zespół:

- Wycena przedsiębiorstw
- Modelowanie finansowe
- Audyt modeli finansowych
- Wycena wartości niematerialnych i prawnych
- Weryfikacja i tworzenie biznesplanów
- Prognozowanie i planowanie
- Wycena instrumentów finansowych i pochodnych
- Opinia odnośnie do wartości godziwej (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  
**600**  
WYCEN

PONAD  
**50**  
ANALIZ FINANSOWYCH

PONAD  
**220**  
FINANSOWYCH  
DUE DILIGENCE

PONAD  
**90**  
PODATKOWYCH  
DUE DILIGENCE

\* Dane za okres od 2015 do 2023 r.

## O Baker Tilly TPA

### Kontakt z autorami:



#### **Krzysztof Horodko**

Partner zarządzający w dziale corporate finance  
krzysztof.horodko@bakertilly-tpa.pl  
Tel.: +48 603 935 516

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

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



#### **Tomasz Manowiec, CFA, CVA, FCCA**

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

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

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



#### **Maciej Pyszczek**

Associate w dziale corporate finance  
maciej.pyszczek@bakertilly-tpa.pl  
Tel.: +48 22 647 97 00

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. Korfatego 138A  
40-156 Katowice  
Tel: +48 32 732 00 00