

AUDYT • DORADZTWO BIZNESOWE

Baker Tilly TPA Index – Koniunktura, Transakcje, Giełda

Gdzie jesteśmy w cyklu
gospodarczym?

Październik 2025

Now, for tomorrow





W bieżącej edycji,
oprócz aktualizacji wartości
Baker Tilly TPA Index
i pozostałych stałych
elementów, analizujemy
perspektywy dla polskiej
waluty.

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 blisko 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 – dra Marcina Mazurka, głównego ekonomisty mBanku.
- **Liczba transakcji M&A spadła** w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz analogicznym kwartałem ubiegłego roku i znajduje się **poniżej średniej z ostatnich trzech lat**. W III kwartale bieżącego roku zrealizowano **66 transakcji** fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 82 transakcjami kwartał wcześniej oraz 98 transakcjami w analogicznym kwartale roku poprzedniego.
- Po dynamicznym wzroście w pierwszym półroczu, poziomy głównych indeksów giełdowych pozostały stabilne. Największy wzrost w III kwartale odnotował indeks sWIG80, który był o 4,1% powyżej poziomu z końca II kwartału. Najgorzej poradził sobie indeks grupujący średnie spółki (mWIG40), który zanotował spadek o 2,8% kw./kw. Wraz ze wzrostem notowań, podniosły się również **mnożniki wycen spółek publicznych**, które **osiągają już cyklicznie wysokie poziomy**.
- **Przeciętną wartość kosztu kapitału własnego** w gospodarce aktualnie szacujemy na **9,48%**.

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający

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

Podsumowanie III 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.

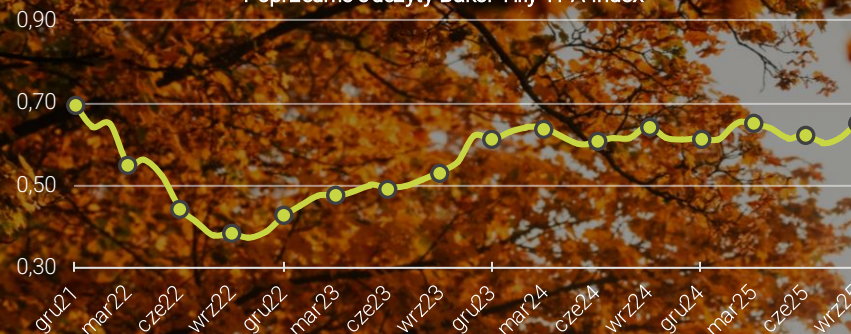
Bieżący poziom Baker Tilly TPA Index

0,65

czerwiec 2025 r. – 0,62

Nadal utrzymujemy się w zakresie wahań ostatnich 2 lat.

Poprzednie odczyty Baker Tilly TPA Index



Liczba transakcji M&A spada w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz analogicznym kwartałem roku poprzedniego i znajduje się poniżej średniej z ostatnich trzech lat.

66

II kwartał 2025 r. – 82

Wartość kosztu kapitału własnego w Polsce

III kwartał 2025 r.

9,48%

II kwartał 2025 r. – 9,68%

Najbardziej aktywne branże w transakcjach M&A

Technologie
Przemysł
Media i rozrywka
Dobra podstawowe

Struktura nabywców w transakcjach w III kwartale 2025 r.

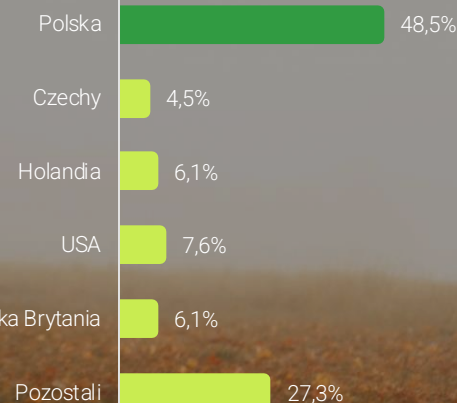


32

podmiotów polskich

34

podmiotów zagranicznych



Mediana EV/EBITDA na GPW

wrzesień 2025 r.

7,83x

czerwiec 2025 r. – 7,01x

Mediana EV/Sales na GPW

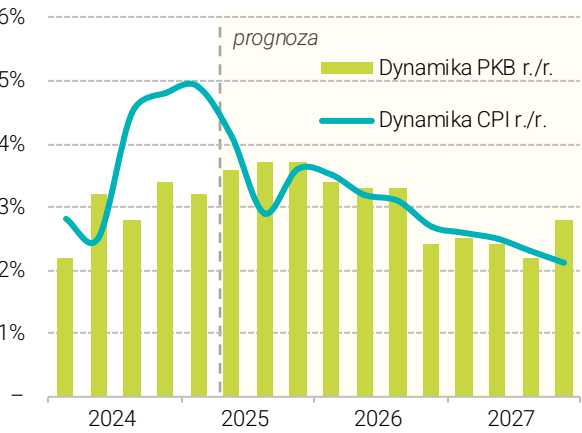
wrzesień 2025 r.

1,04x

czerwiec 2025 r. – 1,01x

Główne zmienne makroekonomiczne dla Polski oraz ich prognozy

Kwartalna dynamika PKB i CPI, r./r.

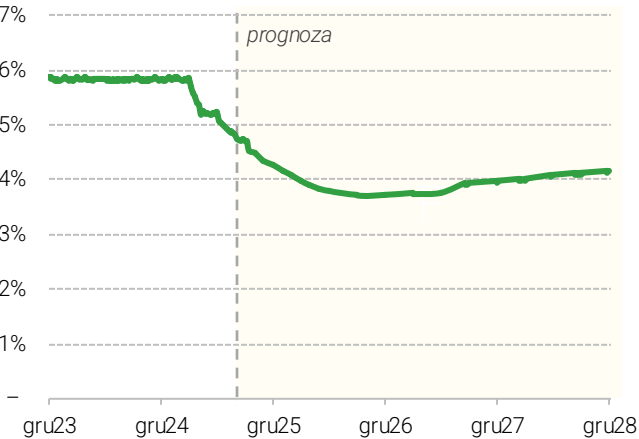


Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie projekcji NBP z lipca 2025 r.

Komentarz do zaprezentowanych prognoz:

- W II kwartale bieżącego roku PKB wzrósł o 3,4% r./r., a inflacja wyniosła 4,1%. Dane za III kwartał jeszcze nie są dostępne. Spodziewana jest kontynuacja trendu obniżania się inflacji oraz utrzymanie dynamiki PKB powyżej 3% aż do drugiej połowy 2026 r.
- Aktualne kwotowania instrumentów finansowych na WIBOR 3M wskazują, że stopa ta w najbliższym czasie będzie nadal spadać i w pierwszej połowie 2026 r. znajdzie się poniżej 4%.
- Średnia cena energii z dostawą we wrześniu bieżącego roku wzrosła o 33,5% w porównaniu z czerwcem 2025 r. i wyniosła 457,9 PLN/MWh. Jest to spowodowane spadającą produkcją z paneli fotowoltaicznych, co podwyższa ceny rynkowe. Ceny kontraktów kwartalnych z dostawą w 2026 r. wzrosły o 3-7%, natomiast ceny na 2027 r. nie uległy istotnym zmianom.

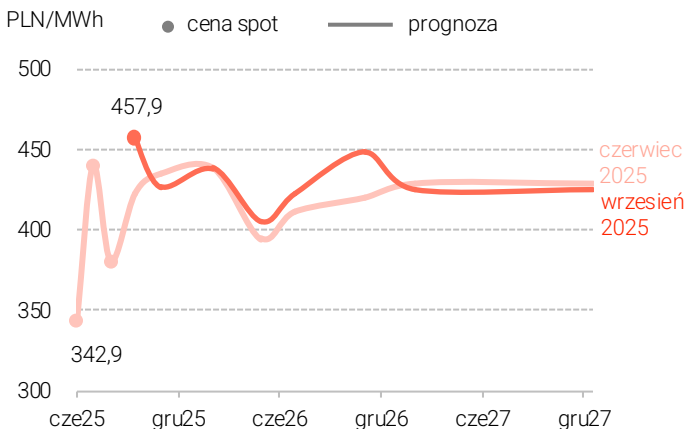
WIBOR 3M i prognoza na kolejne lata



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv.

Prognoza WIBOR 3M została przygotowana na podstawie notowań instrumentów finansowych FRA i IRS z 30.09.2025 r.

Cena energii elektrycznej na rynku spot oraz prognoza oparta na kontraktach terminowych na TGE, czerwiec oraz wrzesień 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.

Rentowność obligacji skarbowych na dzień 30.09.2025 r.

Zapadalność	Rentowność
1 rok	3,70%
2 lata	4,23%
3 lata	4,40%
5 lat	4,87%
10 lat	5,50%

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie Refinitiv

Spis treści

6

Baker Tilly TPA
Index

9

Komentarz
makroekonomiczny
eksperta

10

Czy obecnie warto
zabezpieczać ryzyko kursu
walutowego?

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 wobec odczytu 0,62 w czerwcu 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, mimo że zgodnie z aktualnymi prognozami wzrost będzie stopniowo spowalniał. Aktualnie szczyt poziomu dynamiki PKB rozciąga się na okres od drugiego do czwartego kwartału 2025 r. (zapewne z najwyższym odczytem w trzecim kwartale), 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.

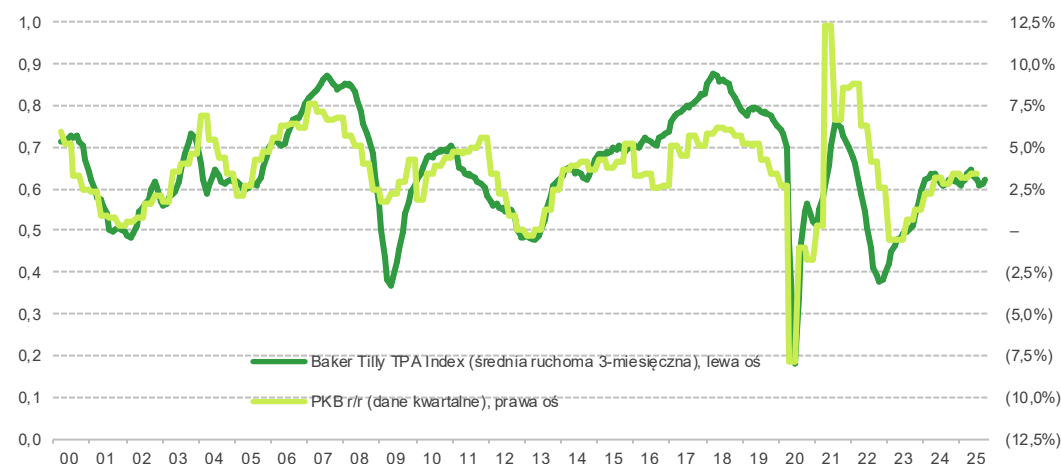
Obecnie wskaźniki znajdują się w zakresie od 59 do 70 centyla, zostawiając jeszcze trochę miejsca do wzrostów, zanim będą wskazywać na zakończenie dobrej koniunktury. Stąd też łączny wynik 0,65 dla naszego Baker Tilly TPA Index. Z czterech obserwowanych wskaźników tylko jeden zanotował w tym cyklu odczyty sięgające powyżej 70. centyla swojego zakresu historycznych wartości – jest to ESI Composite. Dla przypomnienia – barierę 70. centyla identyfikujemy jako strefę szczytu koniunkturalnego. Ostatnie miesiące przyniosły nieznaczną poprawę lub stabilizację obserwowanych przez nas wskaźników.

Wartość wskaźnika Baker Tilly TPA Index



Źródło: Baker Tilly TPA

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



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA z wykorzystaniem danych GUS

Baker Tilly TPA Index – komentarz do wyniku

Polska gospodarka od kilku kwartałów pozytywnie zaskakuje, Kolejne aktualizacje prognoz wydłużają czas dobrej koniunktury i oddalają perspektywę spowolnienia wzrostu gospodarczego. W oczekiwaniu na aktualizację projekcji NBP, która pojawi się w listopadzie, wydaje się, że jej lipcowa wersja, podobnie jak poprzednie, była zbyt pesymistyczna.

Szczyt koniunktury przesuwany jest przy każdej aktualizacji – najpierw zakładany był na początek 2025 r., potem na środek roku, a ostatnio w końcówce roku. Tymczasem najnowszy konsensus analityków zakłada, że dynamika zbliżona do 3,5% utrzyma się przez cały 2026 r. Jeszcze bardziej optymistyczny jest pogląd mBanku, którego ekspert zamieszcza gościnny komentarz do sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Tekst dra Marcina Mazurka, głównego ekonomisty mBanku, znajduje się

na kolejnej stronie.

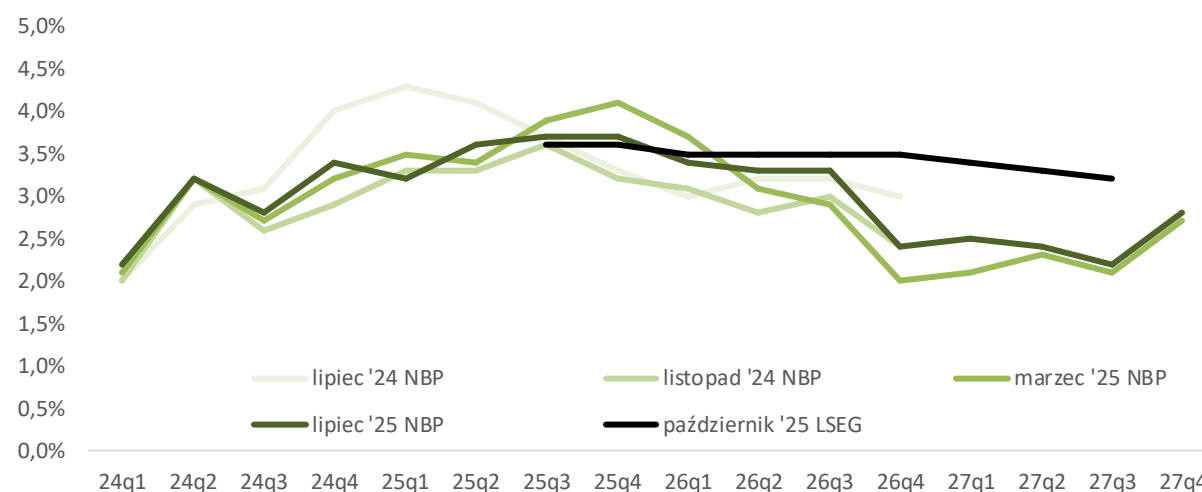
Oczekiwania te nie są bezpodstawne, ponieważ prognozy wzrostu dla Stanów Zjednoczonych oraz dla strefy euro wskazują na przyspieszenie wzrostu od początku 2026 r. W szczególności projekcja dla Europy jest bardzo optymistyczna – spodziewany jest bowiem wzrost PKB na poziomie 1,5% pod koniec przyszłego roku. Natomiast w USA wzrost ma powrócić do okolic 2%. W takim otoczeniu również nasza gospodarka powinna utrzymać dobrą kondycję i kontynuować ekspansję.

Symptodem takiego scenariusza może być poprawiający się odczyt wskaźnika PMI, który ma wyprzedzający charakter. Od czerwca do września jego odczyt poprawił się z 44,8 pkt. do 48,0 pkt. Zobaczymy, czy oczekiwania te zostaną spełnione.

Dużo oczywiście zależy od sytuacji geopolitycznej. W październiku zapowiedziane zostały przez prezydenta USA kolejne cła na Chiny związane z decyzją o ograniczeniach eksportu metali ziem rzadkich. Pierwsze decyzje o cłach wywołały sporo zamieszania na rynkach finansowych, jednak jak dotąd nie wpłynęły raczej znacząco na sytuację gospodarczą obu krajów.

W kontekście inwestycji realnych nadal uzasadnione jest pozytywne patrzenie w przyszłość i korzystanie ze sprzyjającego otoczenia w celu ekspansji. Natomiast najlepszy moment na transakcje wydaje się być za nami. 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.

Zmiany prognozy wzrostu PKB w Polsce na przestrzeni ostatnich kwartałów



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

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

To podsumowanie wypadu rozpocząć od kwestii najbardziej na ten moment oczywistych: od inflacji. Wzrost cen utrzymał się w trzecim kwartale w dopuszczalnym przedziale wahań od celu inflacyjnego NBP (+/- 2,5%). Perspektywy na kolejnych kilka miesięcy są obiecujące. Utrzymują się niskie (spadające) ceny żywności, ropy naftowej oraz dóbr trwałych i półtrwałych. W tym ostatnim przypadku widoczne są efekty wcześniejszego umocnienia złotego (głównie do dolara) oraz dodatkowa podaż z Chin. Do trwałego powrotu do celu brakuje wyraźnego obniżenia inflacji cen w usługach. Widzimy tam pewien postęp, ale jest on niewielki.

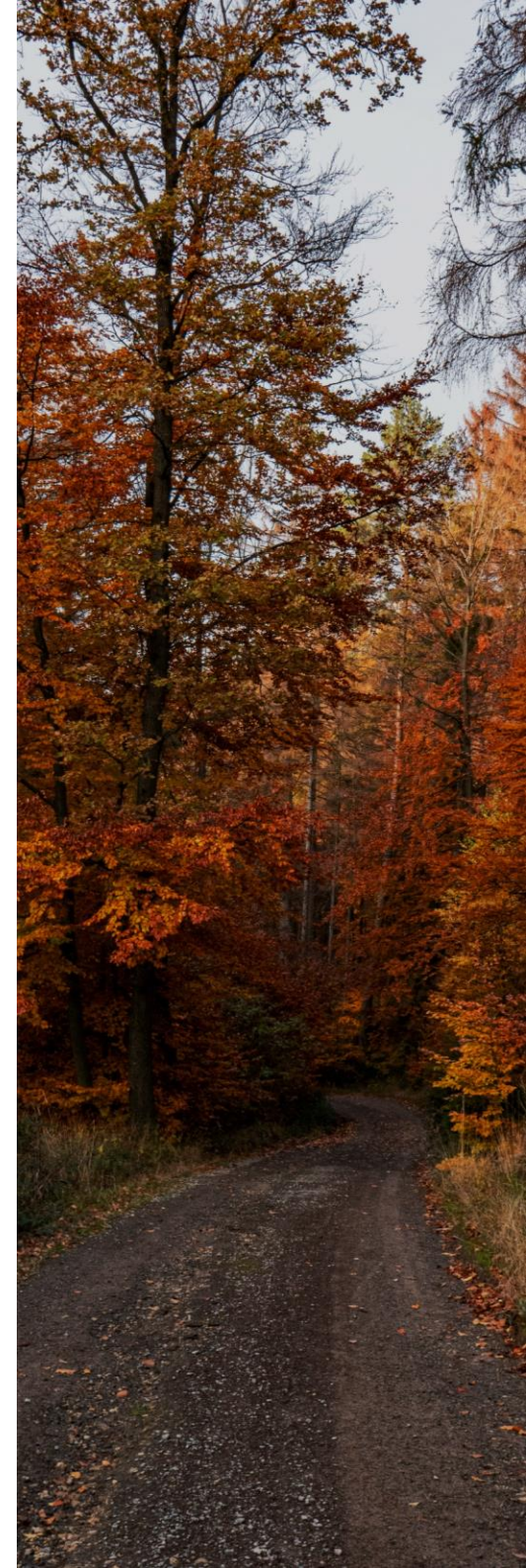
Wygląda na to, że wzrost PKB przyspiesza – dokładnie tak jak sobie to wyobrażaliśmy na początku roku. Przypomnijmy, że na razie wszystko porusza się tylko na jednym silniku: na konsumpcji prywatnej. Co będzie, gdy dołączą inwestycje i eksport? No właśnie,

będzie dużo szybciej. Naszym zdaniem wzrost przekraczający 4% jest w zasięgu w 2026 r. Będą za to odpowiedzialne głównie inwestycje. W zakresie projektów finansowanych przy współudziale środków UE można zauważyć pewien paradoks: z jednej strony spora grupa osób twierdzi, że środki te płyną szerokim strumieniem. Z drugiej, widać wyraźnie, że nawet nie drgnął główny wektor przenoszenia tych środków UE na, nomen omen, grunt: produkcja budowlano-montażowa. Uważamy, że środki nie przepadną, przygotowanie projektów jest na coraz wyższym etapie zaawansowania. Czekamy aż to wystrzeli. To wbrew pozorom już za moment. Idziemy o zakład, że wszyscy będą (pozytywnie) zdziwieni.

Wyższy wzrost PKB, szczególnie w sektorach pracochłonnych (budownictwo) podniesie popyt na pracę. To z kolei powinno też utrzymać relatywnie wysoki wzrost płac.

Idąc dalej, bez wolniejszych wzrostów płac trudno będzie o dalsze obniżenie inflacji w usługach. Jeśli gospodarka globalna przyspieszy (bardzo prawdopodobne), Chińczycy lepiej zarządzają wychodzącą podażą (mniejszy naciska na niską cenę, większy na jakość), wyczerpią się efekty mocniejszego złotego, to wtedy dezinflacja w towarach skończy się. Ścieżka inflacji na 2026 r. może być już wznosząca.

RPP póki co skupia się na bieżących danych i nadal spójne są one z możliwością obniżek stóp procentowych. Jest jeszcze przestrzeń na luzowanie polityki pieniężnej w zakresie 50 p.b. Większa skala obniżek będzie raczej trudna do zrealizowania, bo z jednej strony RPP porusza się ostrożnie, pragnąc rozłożyć luzowanie w czasie, z drugiej, im dłużej zwleka, tym pewnie na wyższym poziomie stóp będzie musiała się zatrzymać, gdy inflacja znów przyspieszy. Uważamy, że docelową stopą procentową na 2026 r. jest 4%.



Czy obecnie warto zabezpieczać ryzyko kursu walutowego?

Temat zabezpieczenia ryzyka kursów walut w ostatnich latach nie należy do najczęściej opisywanych i komentowanych.

Po pierwsze historia zawirowań wartości złotego i chaosu wynikającego z wykorzystania instrumentów pochodnych, głównie opcji i swapów walutowych, w latach 2007-2009 jest już dość odległa i odchodzi w zapomnienie. Po drugie, zmienność notowań polskiej waluty, w szczególności wobec euro, jest od dłuższego czasu dość niska. Od ponad półtora roku poruszamy się mniej więcej w zakresie wahań od 4,20 do 4,40, ale i w dłuższej perspektywie ostatnich kilku lat nie widzimy gwałtownych zmian, a jedynie pełzające dostosowania i ruchy o zaledwie kilka procent w skali roku.

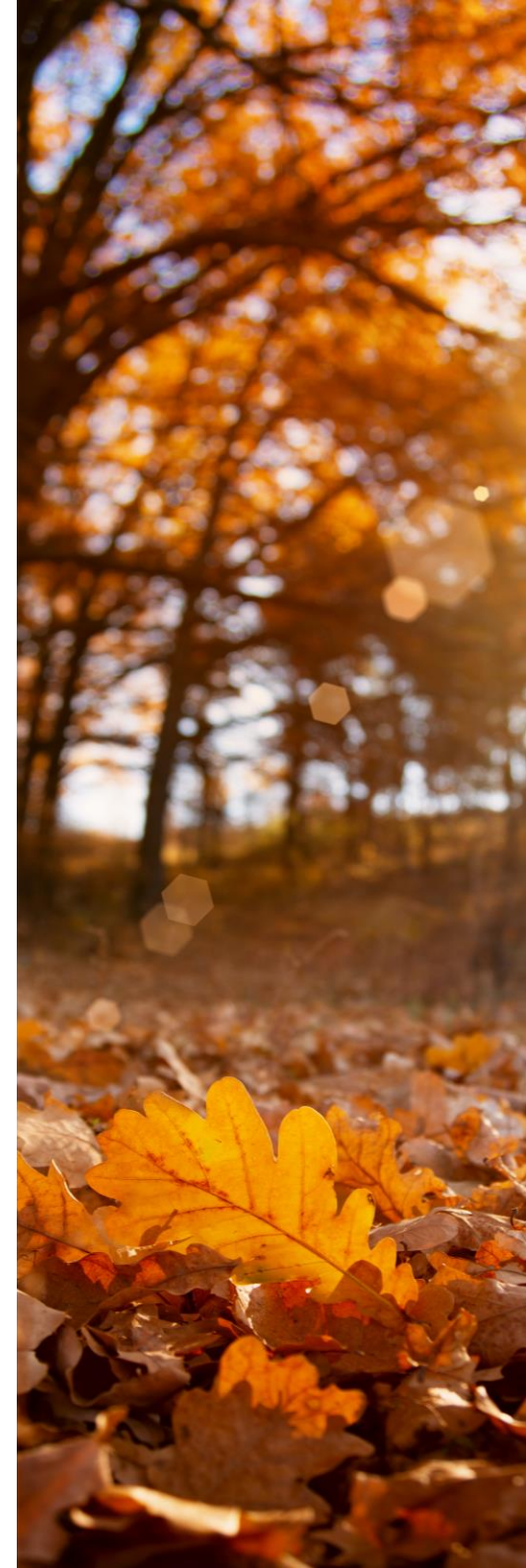
Pozostawienie otwartej pozycji walutowej naraża jednak na ryzyko walutowe, a argumenty za stosowaniem zabezpieczeń są zawsze aktualne. Należą do nich stabilizacja przychodów i kosztów, ochrona marży i rentowności, większa przewidywalność i łatwiejsze planowanie, a także bezpieczeństwo i efektywne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Eliminacja ryzyka wiąże się z kosztem, który trzeba ponieść za przeniesienie tego ryzyka na inny podmiot. Koszt ten ukryty jest w kwotowaniach instrumentów zabezpieczających, jednak nie da się go uniknąć. Powstaje zatem pytanie, jaka jest perspektywa dla notowań złotego oraz czy obecnie warto ponosić ten koszt.

Nominalne wartości kursu złotego w ostatnim czasie są dość stabilne wobec większości głównych walut, co widoczne jest na wykresach prezentujących zmiany w poprzednich latach. Jednak pomijają one istotny aspekt – realny kurs danej waluty. Tu sytuacja jest zupełnie inna, ponieważ w ciągu kilku ubiegłych lat inflacja w Polsce była na bardzo wysokim poziomie. Skumulowana zmiana cen za ostatnie 5 lat (2020-2024) wyniosła w naszym kraju aż ok. 40%, podczas gdy w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych było to ok. 20%. Oznacza to, że przy niezmiennym kursie walutowym nasza waluta zanotowała ok. 20% wzrost wartości realnej, innymi słowy siły nabywczej.

Realny efektywny kurs walutowy dla Polski (dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych)



Źródło: <https://fred.stlouisfed.org/series/RBPLBIS>



Czy obecnie warto zabezpieczać ryzyko kursu walutowego?

Efektom powyższego jest wyjątkowo wysoki realny kurs polskiego złotego. Mierzony wobec koszyka walut (dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych) osiągnął w 2025 r. poziomy nienotowane od 2008 r., czyli okresu poprzedzającego poprzedni kryzys walutowy w Polsce, podczas którego w ciągu kilku miesięcy notowania euro, dolara czy franka szwajcarskiego wzrosły o 50-90%, a także wyższe niż w 2001 r., kiedy krach finansowy spowodował zmianę kursu wobec euro o 50% w półtora roku. Oznacza to, że obecnie ryzyko gwałtownej zmiany notowań jest również podwyższone.

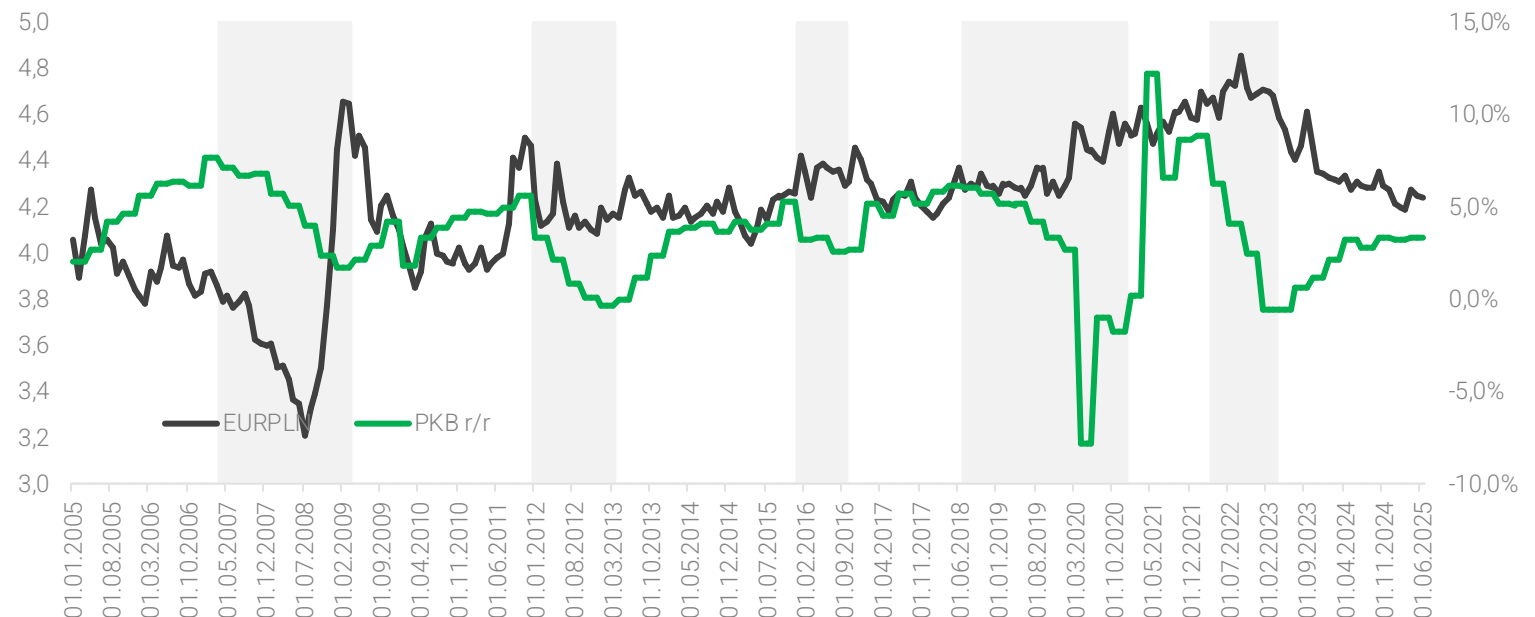
Drugi czynnik wskazujący na zwiększone ryzyko ruchów na kursie walutowym wiąże

się z perspektywą dla polskiego wzrostu gospodarczego. Jak pokazujemy na początku naszego raportu, oczekiwania odnośnie wzrostu w kolejnych kwartałach są niższe niż dotychczasowe wyniki i już w 2027 r. dynamika ma spaść nawet do ok. 2%. Okres spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce zwykle wiązał się z osłabieniem polskiej waluty. Na wykresie na szaro zaznaczone zostały okresy, kiedy PKB w Polsce (liczony jako zmiana r/r w danym kwartale) wykazywał spadek przez przynajmniej dwa kwartały z kolei w ciągu ostatnich 20 lat. Za każdym razem okres ten charakteryzował się wzrostem, mniej lub bardziej gwałtownym, kursu euro wobec złotego. Spodziewając się spowolnienia w kolejnych kwartałach,

zgodnie z prognozą NBP, powinniśmy oczekiwać również osłabienia polskiej waluty.

Warto przypomnieć również teorię ekonomii dotyczącą zmian kursów walut. Zgodnie z parytetem stóp procentowych, kurs waluty o wyższych stopach procentowych powinien deprecjonować (osłabiać się) o różnicę między nominalnymi stopami procentowymi. Ponieważ w Polsce mamy obecnie stopy procentowe o ok. 2,5% wyższe niż w strefie euro, oczekiwany kurs złotego powinien być niższy w skali roku właśnie o 2,5%, by zrekompensować ten efekt i usunąć pole do arbitrażu.

Kurs EURPLN na tle dynamiki PKB w Polsce



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS oraz stooq.pl

Czy obecnie warto zabezpieczać ryzyko kursu walutowego?

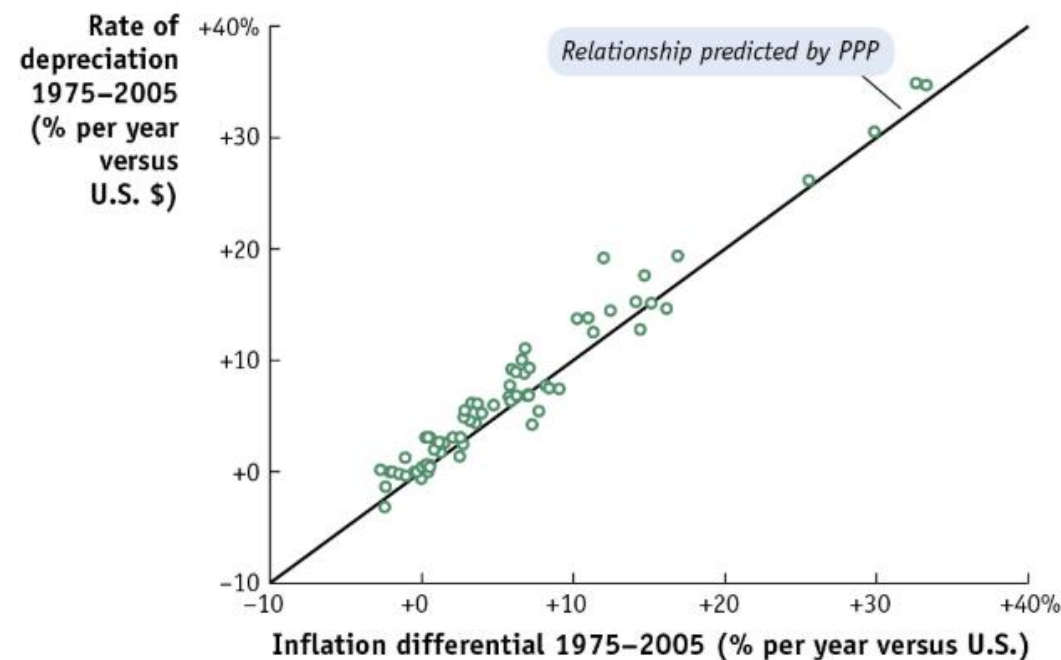
Podobne wnioski płyną z drugiej teorii kursów walutowych, czyli parytetu siły nabywczej. Zakłada ona utrzymanie realnego kursu w długim terminie na relatywnie stabilnym poziomie, a różnice w poziomach cen (inflacji) powinny być odzwierciedlane w zmianie kursu walutowego w ten sposób, że wyższy wzrost cen przekładałby się na deprecjację waluty. Inflacja w Polsce obecnie wynosi ok. 3,0% w porównaniu z 2,0% w strefie euro. Obie wartości są bliskie celom inflacyjnym banków centralnych, więc powinny utrzymywać się w dłuższym terminie na podobnych poziomach. Oznacza to, że złoty powinien

deprecjonować w skali roku o ok. 1% wobec euro.

Obie przytoczone wyżej teorie nie potwierdzały się w ostatnich latach, ponieważ mimo wyższych nominalnych stóp procentowych oraz wyższej inflacji w Polsce kurs złotego pozostawał stabilny lub umacniał się. Jednak obie teorie zakładają ich wiarygodność w długim terminie, mierzonym raczej w wieloletnich okresach. Widać to na wykresie obejmującym 30-letni horyzont (dość odległy obecnie, bo do 2005 r., jednak chodzi o ilustrację zjawiska) dla kilkudziesięciu walut wobec dolara.

Jak można zaobserwować, zmiana kursu niemal w całości wyjaśniana jest przez różnicę w poziomie inflacji między poszczególnymi krajami a Stanami Zjednoczonymi. Wracamy zatem do początku tekstu – zgodnie z teorią ekonomii oraz badaniami empirycznymi silne umocnienie realne złotego może w kolejnych latach zostać odwrócone, by przywrócić parytet siły nabywczej do poziomu neutralnego. Oznaczałoby to średnią deprecjację o 20-25%.

Długoterminowa relacja zmiany kursu walutowego i inflacji



Czy obecnie warto zabezpieczać ryzyko kursu walutowego?

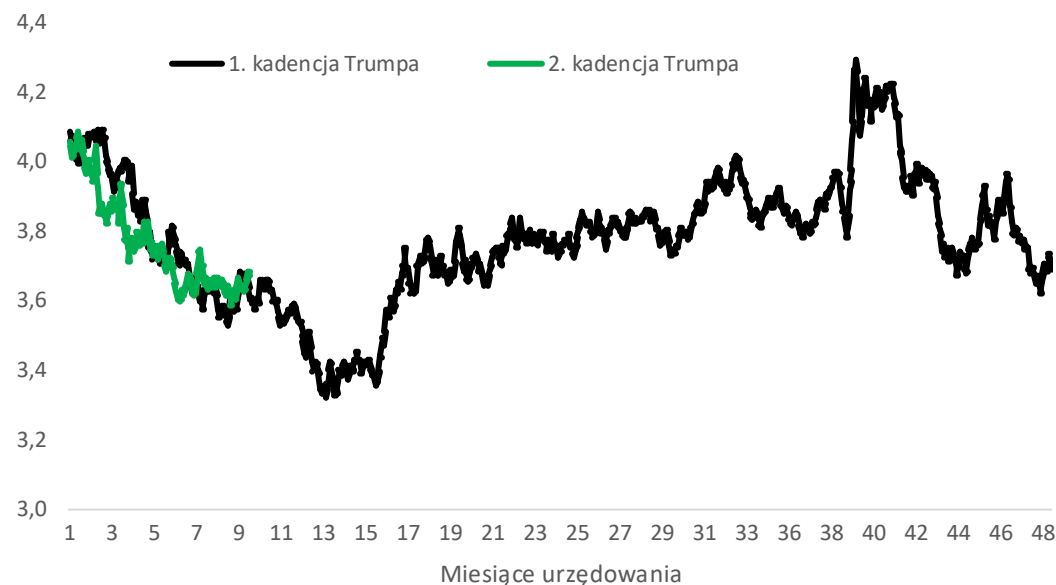
Ostatni argument nie ma silnego podłoża fundamentalnego, jednak zauważalna jest pewna analogia w zachowaniu kursu złotego wobec dolara amerykańskiego między drugą a pierwszą kadencją prezydenta Donalda Trumpa. W ciągu pierwszych miesięcy następuje osłabienie dolara, które przebiega niemal identyczną ścieżką w obu kadencjach. Jednak poprzednio około rok po inauguracji nastąpiła zmiana trendu i przez kolejne dwa lata dolar podrożał wobec złotego o ok. 30%. Jeśli ta analogia miałaby się utrzymać, do przesilenia doszłoby na początku 2026 r. i od tego momentu złoty będzie się osłabiał.

Podsumowanie

Przytoczone powyżej argumenty wskazują, że obecnie można uznawać złotego za drogiego wobec innych walut i istnieje podwyższone ryzyko jego deprecjacji. Trudno określić moment, czas trwania i skalę tego zjawiska, jednak warto mieć je na uwadze w podejmowaniu decyzji biznesowych i inwestycyjnych. Reakcja będzie też zależna od sytuacji każdej jednostki. W przypadku importera netto/inwestora zagranicznego, czyli podmiotu o otwartej krótkiej pozycji na kurs złotego (korzystne umocnienie czyli spadek kursu, niekorzystne osłabienie czyli wzrost kursu) skłonność do zabezpieczania waluty

powinna obecnie istotnie wzrosnąć, by uniknąć problemów lub strat wynikających z odwrócenia trendu aprecjacji polskiej waluty. Natomiast w sytuacji eksportera netto/inwestora krajowego, czyli podmiotu o otwartej długiej pozycji na kurs złotego (niekorzystne umocnienie czyli spadek kursu, korzystne osłabienie czyli wzrost kursu) obawy będą znacznie mniejsze, ponieważ ewentualna deprecjacja złotego będzie korzystnie wpływać na wyniki, a ryzyko dalszego znaczącego umacniania się złotego wydaje się być niewielkie, choć rynki finansowe potrafią zaskakiwać.

Kurs USDPLN w okresie pierwszej (styczeń 2017-styczeń 2021) i drugiej (od stycznia 2025 r.) kadencji Donalda Trumpa



Niniejszy tekst nie stanowi porady inwestycyjnej, w szczególności nie jest rekomendacją do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Każda decyzja o zakupie lub sprzedaży instrumentów finansowych powinna być poparta wewnętrzną analizą lub sprecyzowaną poradą inwestycyjną od wyspecjalizowanego i uprawnionego podmiotu.

W III kwartale 2025 r. aktywność transakcyjna spadła w porównaniu z poprzednim kwartałem oraz analogicznym kwartałem roku poprzedniego i znajduje się poniżej średniej z ostatnich trzech lat.

Według zebranych przez nas danych z serwisów Refinitiv oraz MergerMarket w ciągu trzech ostatnich miesięcy miało miejsce tylko 66 transakcji dotyczących podmiotów zlokalizowanych w Polsce.

W drugim kwartale 2025 r. zrealizowano 82 transakcje fuzji i przejęć.

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W III kwartale bieżącego roku zrealizowano 66 transakcji fuzji i przejęć w Polsce w porównaniu z 82 transakcjami kwartał wcześniej oraz 98 transakcjami w analogicznym kwartale roku poprzedniego.

Zdecydowanie większy ubytek nastąpił w aktywności po stronie inwestorów lokalnych, którzy zrealizowali 32 transakcje i odpowiadali za 48,5% wszystkich procesów. Do spadku liczby transakcji przyczyniły się przede wszystkim sektory ochrony zdrowia oraz energetyki, w których zamknięto kilka transakcji w porównaniu do kilkunastu kwartał wcześniej.

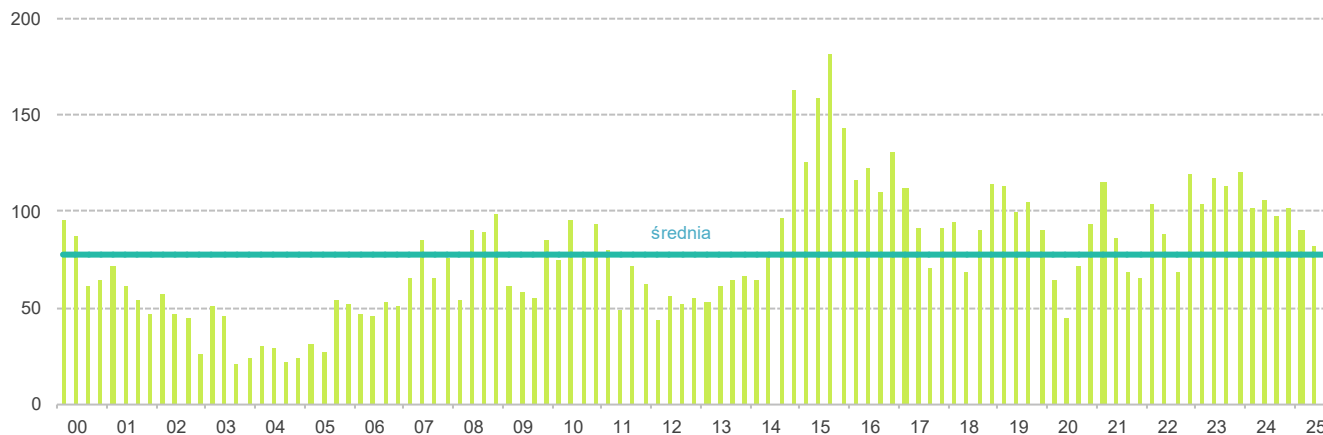
W 2024 r. miało miejsce 408 przejęć, o 10,5% mniej niż w 2023 r., kiedy zrealizowano 456 transakcji. Od początku 2025 r. zauważalne jest istotne spowolnienie w liczbie przeprowadzanych transakcji (średnio około 80 transakcji kwartalnie), co może wynikać z ostrożności inwestorów w związku z niepewną sytuacją gospodarczą i polityczną.

Dla II kwartału 2025 r. zaktualizowaliśmy badanie

aktywności – miało wtedy miejsce 82 transakcje 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 2000 r.



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

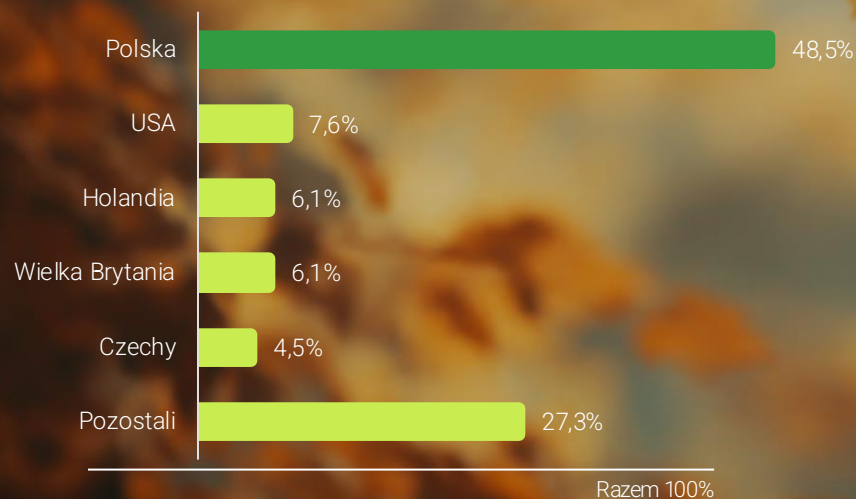
W III kwartale 2025 r. inwestorzy z Polski byli odpowiedzialni za 48,5% transakcji, nieznacznie poniżej historycznej średniej. Przejmujący spoza Polski pochodzili głównie ze Stanów Zjednoczonych (5 transakcji), Holandii i Wielkiej Brytanii (po 4 transakcje), Czech (3), a tym razem zabrakło zwykle aktywnych Niemców.

W II kwartale 2025 r. udział inwestorów z Polski wyniósł aż 65,9%, zdecydowanie powyżej średniej historycznej. Niskie zainteresowanie inwestorów zagranicznych w tym przypadku wynikało prawdopodobnie z oczekiwania na wyklarowanie się sytuacji w sprawie ceł nakładanych przez Stany Zjednoczone na Unię Europejską.

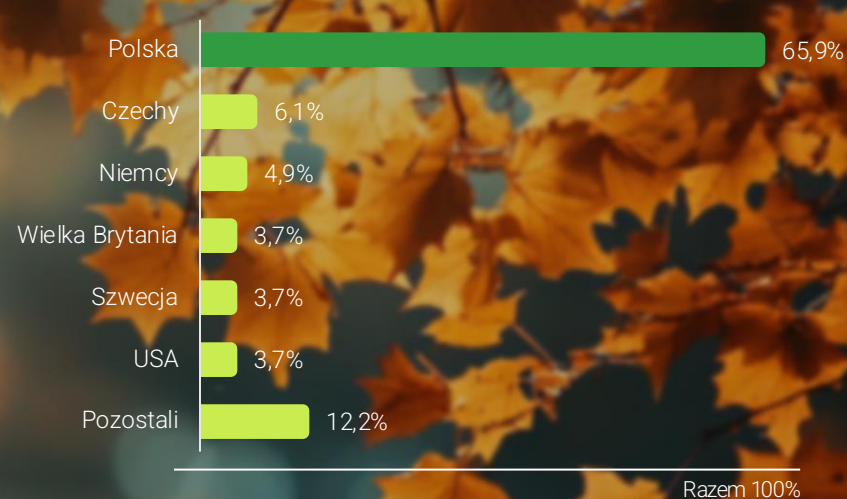
Chociaż ogólna liczba transakcji, w których przejmującymi są podmioty zagraniczne, spada, to takie samo zjawisko można zaobserwować w przypadku polskich inwestorów. Średni udział transakcji, gdzie kupującymi były firmy lub fundusze z zagranicy w 2025 r. (46,7%) utrzymuje się na poziomie średniej z lat 2022-25 (46,8%).

Struktura nabywców polskich podmiotów pod względem kraju pochodzenia inwestora

III kwartał 2025 r.



II kwartał 2025 r.



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

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

Pod względem sektorowym w III kwartale 2025 r. najwięcej było transakcji dotyczących spółek z sektora technologii oraz przemysłu, które były odpowiedzialne odpowiednio za 30% oraz 17% transakcji. W dalszej kolejności pod względem popularności znalazły się sektory dóbr podstawowych oraz mediów (po 11% udziału). Istotny spadek aktywności transakcyjnej w III kwartale wystąpił w sektorach ochrony zdrowia oraz energetyki.

Podział transakcji ze względu na sektory

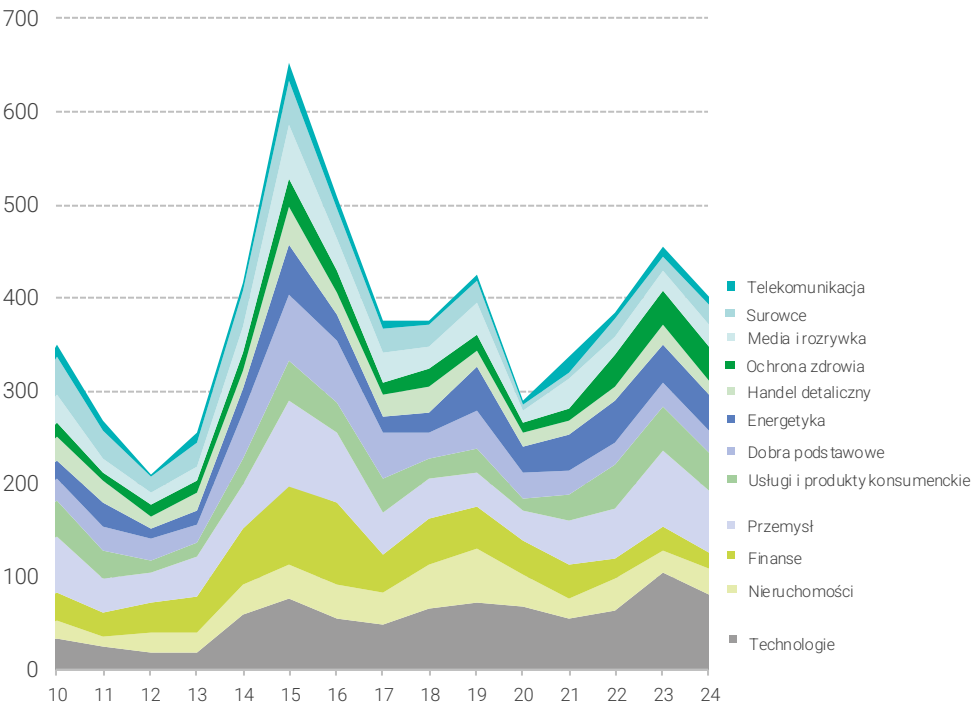
	2000 - 2025	2023	2024	2Q 2025	3Q 2025
Dobra podstawowe	8%	5%	6%	5%	11%
Usługi i produkty konsumenckie	10%	11%	10%	5%	2%
Energetyka	8%	9%	10%	15%	5%
Finanse	12%	5%	5%	5%	6%
Ochrona zdrowia	5%	8%	9%	20%	8%
Technologie	14%	23%	20%	16%	30%
Przemysł	14%	18%	16%	18%	17%
Surowce	8%	3%	5%	2%	5%
Media	7%	5%	6%	6%	11%
Nieruchomości	7%	5%	7%	4%	8%
Handel detaliczny	5%	5%	4%	4%	-
Telekomunikacja	3%	2%	2%	1%	-
Łącznie transakcji	8000	456	408	82	66

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

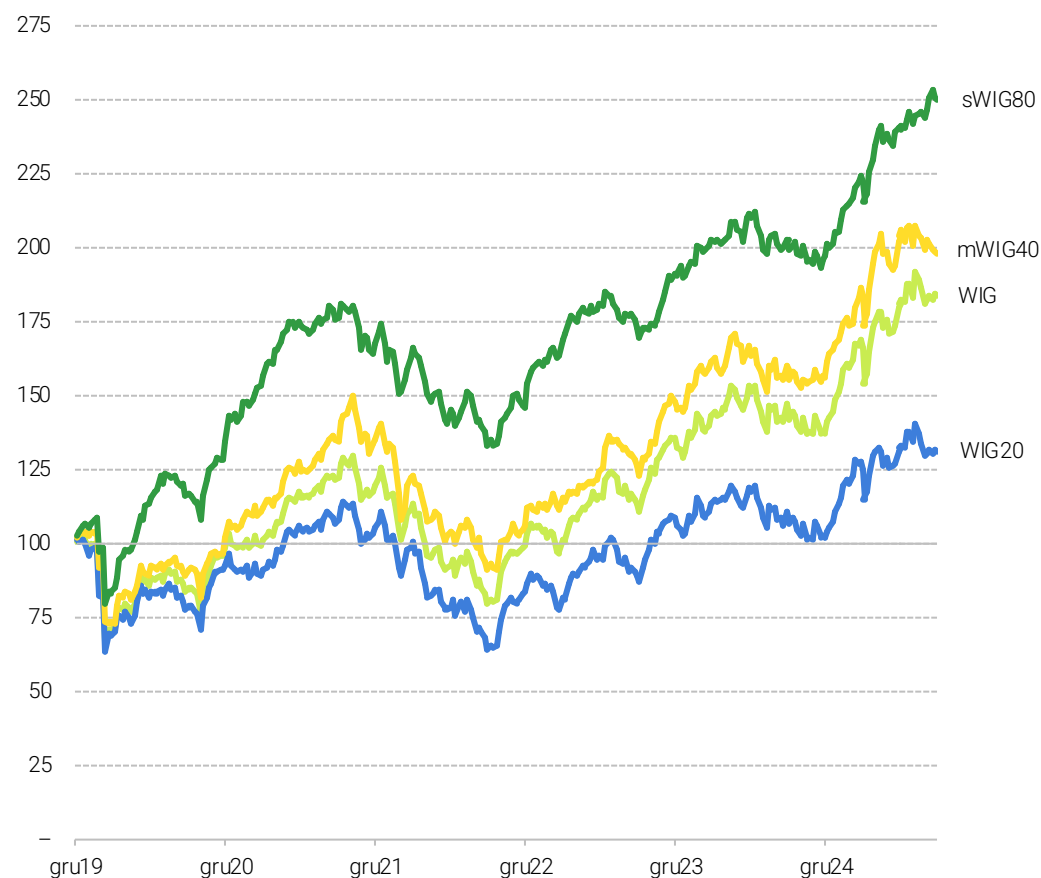
Po silnych wzrostach w pierwszym półroczu, w III kwartale 2025 r. większość indeksów pozostała na zbliżonym poziomie. Wyjątkiem jest indeks grupujący mniejsze spółki (sWIG80), który odnotował wzrost o 4,1%. Najstabilniej poradziły sobie średnie podmioty (czyli indeks mWIG40).

Od początku roku główne indeksy wzrosły już o 27-34%.

Zrzeszający największe spółki indeks WIG20 osiągnął na koniec III kwartału wartość 2.827 pkt. W stosunku do końca II kwartału 2025 r. indeks wzrósł o 1,6%. Indeksy sWIG80 oraz WIG wzrosły odpowiednio o 4,1% oraz 1,6% kw./kw., natomiast indeks mWIG odnotował spadek o 2,8% kw./kw.

Polska giełda w tym roku znajduje się w czołówce światowej pod względem stóp zwrotu zarówno w walucie lokalnej, jak i w USD, czemu dodatkowo sprzyjała znacząca aprecjacja kursu PLN. Wynikało to z niskich wycen oraz sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego – utrzymywania się wysokiego wzrostu gospodarczego, spadającej inflacji i obniżek stóp procentowych. W kolejnych okresach decydujące będzie jednak zachowanie zysków spółek, ponieważ trudno liczyć na dalszy znaczący re-rating (przesunięcie mnożników w górę).

Zmiana głównych indeksów giełdowych w Polsce
31.12.2019 = 100

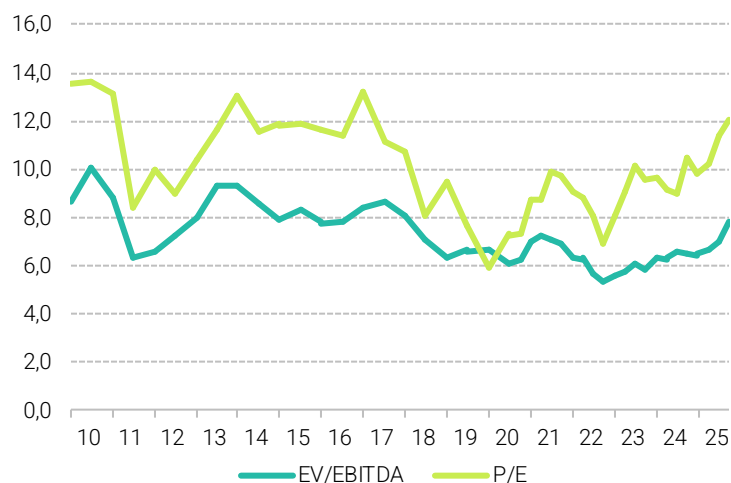


Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Aktywność transakcyjna i mnożniki wyceny

W III kwartale 2025 r. mnożniki wyceny na GPW bazujące na sprzedaży, wyniku EBITDA oraz zysku netto odnotowały wzrosty będące efektem wyższych wycen. Dynamiczna zwyżka notowań od początku roku doprowadziła do przesunięcia mnożników powyżej długoterminowych średnich, a nawet blisko szczytowych poziomów. Mediana mnożnika EV/EBITDA osiągnęła wartość 7,8x na koniec III kwartału 2025 r. w porównaniu z 7,0x na koniec czerwca. Wskaźnik znajduje się powyżej długoterminowej średniej. Natomiast EV/Sales wzrósł nieznacznie do 1,04x i również przekracza poziom długoterminowej średniej.

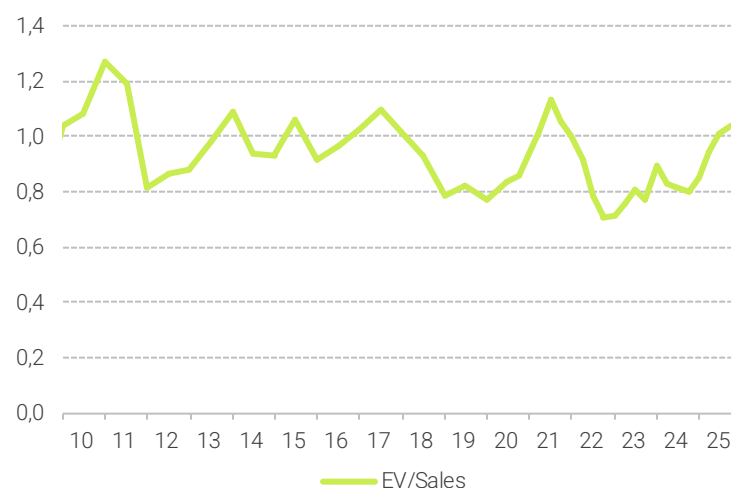
Mediana mnożników giełdowych na GPW – EV/EBITDA i P/E



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych serwisu Refinitiv

Mediana głównego mnożnika dla wartości kapitałów własnych, P/E (cena do zysku na akcję), wyniosła 12,0x (vs. 11,4x na koniec II 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 nie pokazywanym 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

9,48%

Średni koszt kapitału w poszczególnych sektorach gospodarki w Polsce

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Banki regionalne/spółdzielcze	7,1%
Banki uniwersalne	10,1%
Budowlany	11,2%
Chemiczny (podstawowy)	8,1%
Chemiczny (specjalistyczny)	10,3%
Chemiczny (zdywersyfikowany)	10,8%
Części samochodowe	10,9%
Deweloperski	8,3%
Dystrybucja ropy/gazu	7,7%
Edukacja	8,2%
Elektronika (konsumencka i biurowa)	10,2%
Elektronika (ogólna)	10,4%

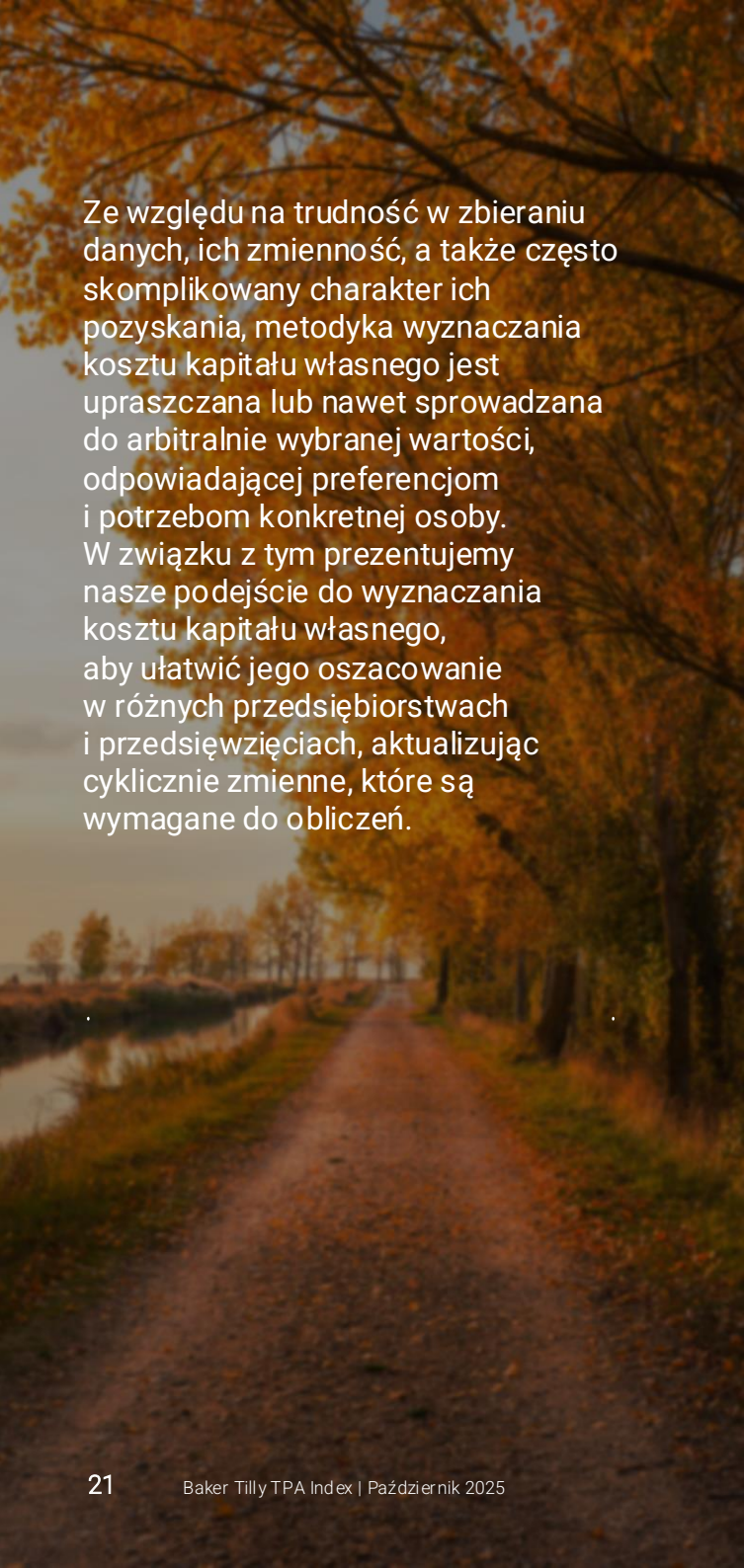
Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Energetyka	8,3%
Energia odnawialna	8,7%
Farmaceutyczny	10,0%
Handel detaliczny	9,3%
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	9,9%
Handel detaliczny (materiały budowlane)	10,1%
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	9,8%
Handel detaliczny (online)	9,5%
Hotele i hazard	10,6%
Hurtownicy żywności	8,5%
Inwestycje i zarządzanie aktywami	8,8%
Inżynieria/budownictwo	9,3%

Koszt kapitału własnego – ile wynosi?

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

Sektor	Średni koszt kapitału własnego w sektorze
Produkty gospodarstwa domowego	9,3%
Produkty zdrowotne	10,7%
Przemysł stoczniowy i morski	8,8%
Przetwórstwo spożywcze	7,5%
R.E.I.T.	8,4%
Reasekuracja	10,9%
Reklama	9,4%
Rekreacja	10,3%
Restauracje	10,2%
Rolnictwo	8,0%
Ropa i gaz (produkcja i wydobywanie)	9,3%
Ropa i gaz (zintegrowany)	8,6%
Rozrywkowy	8,5%
Samochody i ciężarówki	12,0%
Sprzedaż detaliczna	11,4%
Sprzedaż hurtowa	9,3%
Sprzęt elektryczny	10,6%
Sprzęt i usługi biurowe	8,1%
Sprzęt telekomunikacyjny	9,1%
Sprzęt wydobywczy	10,4%
Stalowy	9,7%
Szpitaly / placówki opieki zdrowotnej	7,9%
Technologie dla ochrony zdrowia	9,9%

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



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

Koszt kapitału własnego – jak go wyznaczamy?

Punktem wyjścia w wyznaczaniu kosztu kapitału własnego jest stopa wolna od ryzyka, która kompensuje inwestora za odroczenie konsumpcji oraz za przyszłą inflację. Ze względu na długoterminowy charakter kapitału własnego stosowana jest tu rentowność obligacji skarbowych o długim terminie zapadalności, zwyczajowo są to obligacje 10-letnie. Na 30.09.2025 r. ich rentowność wyniosła 5,50% (w porównaniu z 5,47% na 30.06.2025 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 3,98% (vs. 4,21% na 30.06.2025 r.). Dodając tę premię do stopy wolnej od ryzyka, otrzymamy wartość kosztu kapitału własnego dla przeciętnego przedsiębiorstwa w Polsce, która obecnie wyniesie 9,48%.

Spadek kosztu kapitału w porównaniu z 30.06.2025 r. wynikał głównie z niższej premii za ryzyko rynkowe.

Jednak ryzyko poszczególnych typów działalności istotnie się różni. Aby uwzględnić efekt zróżnicowania ryzyka w poszczególnych sektorach, stosowany jest współczynnik beta, który jest miarą wrażliwości działalności operacyjnej na koniunkturę gospodarczą. Im wyższa jest ta wrażliwość, a zatem i zmienność wyników, tym wyższą wartość przyjmuje ten wskaźnik. Przyjmuje on wartości powyżej 1,0 dla działalności o ryzyku wyższym niż średnia oraz poniżej 1,0 dla działalności mniej wrażliwych na wahania koniunktury. W efekcie, przy wyznaczaniu kosztu kapitału dla konkretnej branży, premia za ryzyko rynkowe 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 5,50%)

β współczynnik beta

MRP rynkowa premia za ryzyko (aktualnie 3,98%)

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 4,56%. Dla waluty EUR będzie to 2,71%, a dla USD jest na poziomie 4,15%.

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 30.09.2025 r.

Parametr	Wartość
r_{fPL}	5,50%
r_f	
PLN	4,56%
EUR	2,71%
USD	4,15%
CRP	
Polska	1,25%
Niemcy	0,00%
USA	0,00%
Francja	0,89%
Hiszpania	2,36%
MRP	3,98%
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	0,4
Budowlany	1,4	1,4
Chemiczny (podstawowy)	0,7	0,5
Chemiczny (specjalistyczny)	1,2	1,1
Chemiczny (zdywersyfikowany)	1,3	0,9
Części samochodowe	1,4	0,9
Deweloperski	0,7	0,5
Dystrybucja ropy/gazu	0,6	0,4
Edukacja	0,7	0,6
Elektronika (konsumencka i biurowa)	1,2	1,2
Elektronika (ogólna)	1,2	1,2
Energetyka	0,7	0,5
Energia odnawialna	0,8	0,5
Farmaceutyczny	1,1	1,0
Handel detaliczny	1,0	0,8
Handel detaliczny (spożywczy i żywność)	1,1	0,9
Handel detaliczny (materiały budowlane)	1,2	0,8
Handel detaliczny (motoryzacyjny)	1,1	0,9
Handel detaliczny (online)	1,0	0,5
Hotele i hazard	1,3	1,1

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

Sektor	Beta	Beta aktywów
Oprogramowanie (rozrywka)	1,2	1,2
Oprogramowanie (systemy i aplikacje)	1,1	1,1
Papierowy i drzewny	0,7	0,6
Pośrednictwo i bankowość inwestycyjna	0,8	0,6
Półprzewodniki	1,6	1,5
Produkty gospodarstwa domowego	0,9	0,9
Produkty zdrowotne	1,3	1,2
Przemysł stoczniowy i morski	0,8	0,7
Przetwórstwo spożywcze	0,5	0,4
REIT	0,7	0,5
Reasekuracja	1,3	1,3
Reklama	1,0	0,8
Rekreacja	1,2	1,1
Restauracje	1,2	1,0
Rolnictwo	0,6	0,4
Ropa i gaz (produkcja i wydobycie)	1,0	0,7
Ropa i gaz (zintegrowany)	0,8	0,7
Rozrywkowy	0,8	0,7
Samochody i ciężarówki	1,6	0,9
Sprzedaż detaliczna (wyspecjalizowany)	1,5	1,3
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	0,6
Sprzęt telekomunikacyjny	0,9	1,0
Sprzęt wydobywczy	1,2	1,1
Stalowy	1,0	0,9
Szpitala /placówki opieki zdrowotnej	0,6	0,2
Technologie dla ochrony zdrowia	1,1	1,0
Telekomunikacja	0,8	0,4
Telewizja	1,0	0,9
Telewizja kablowa	1,1	0,4

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

Sektor	Beta	Beta aktywów
Usługi finansowe	1,0	0,4
Usługi informacyjne	1,4	0,8
Usługi informatyczne	1,0	1,0
Usługi środowiskowe i odpadowe	1,2	0,9
Usługi telekomunikacyjne	0,9	0,5
Usługi wsparcia opieki zdrowotnej	0,8	0,6
Użyteczności publicznej	0,9	0,5
Węgiel	1,3	1,4
Wydawnictwa i gazety	0,8	0,7

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



Opis wskaźników koniunktury

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej GUS

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

BWUK

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

Historyczne wartości Ogólnego wskaźnika syntetycznego koniunktury GUS



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Historyczne wartości BWUK



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych GUS

Opis wskaźników koniunktury

Economic Sentiment Indicator (ESI)

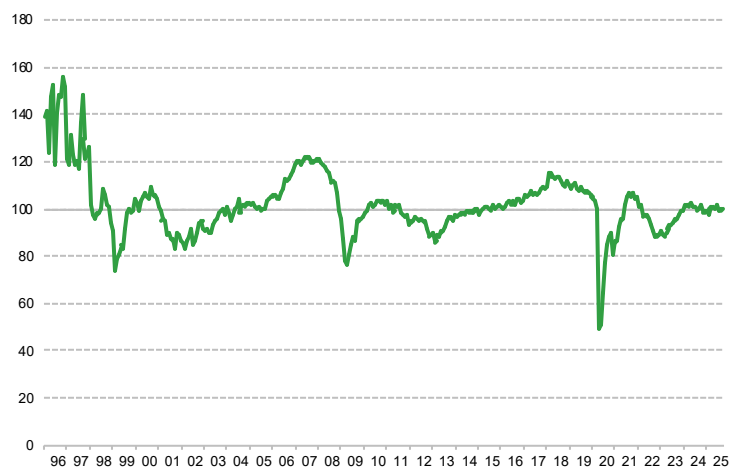
Komisji Europejskiej

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

Indeks PMI przemysłu

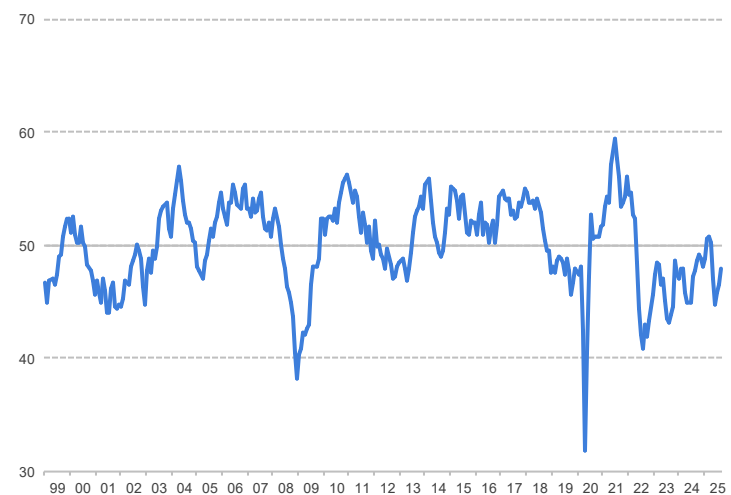
Jest indeksem dominującego kierunku trendów gospodarczych w sektorze produkcyjnym. Składa się z indeksu rozproszenia, który podsumowuje, czy warunki rynkowe postrzegane przez menedżerów zakupów rozwijają się, pozostają takie same lub się kurczą. Celem PMI jest dostarczenie informacji o obecnych i przyszłych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

Historyczne wartości ESI dla Polski



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA na podstawie danych Komisji Europejskiej

Historyczne wartości indeksu PMI przemysłu dla Polski



Źródło: Opracowanie TPA na podstawie danych ze stooq.pl

Opis wskaźników koniunktury

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

Znormalizowana wartość wskaźników (opracowanie Baker Tilly TPA)

Ogólny wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej, znormalizowany



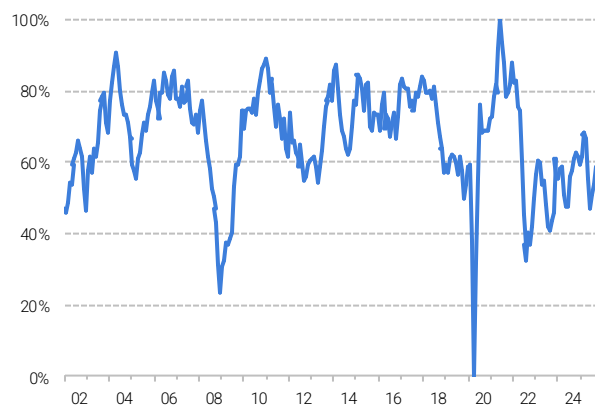
Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej, znormalizowany



Economic Sentiment Indicator, znormalizowany



Indeks PMI przemysłu, znormalizowany



Źródło: Opracowanie Baker Tilly TPA

www.bakertilly-tpa.pl



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



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



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



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

O Baker Tilly TPA

Doradztwo transakcyjne



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



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



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



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

Usługi corporate finance świadczone przez nasz zespół:

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

O Baker Tilly TPA

Nasze kluczowe usługi w obszarze corporate finance:



Wycena przedsiębiorstw

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



Wycena instrumentów finansowych i pochodnych

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



Modelowanie finansowe

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

Współpracujemy z klientami z sektora:

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

Nasi eksperci przygotowali:

PONAD
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
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 Pyszczyk

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