WYCENA

WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW

ANDORIA Sp. z o.o.

(korekta)

Gliwice, 27 sierpnia 2026

Opracował: Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa

Doradca podatkowy nr 14230, Licencjonowany Makler Papierów Wartościowych nr 1903,

ACCA – student 4508832

ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice tel. 507023 301 www.cfa-tax.pl, biuro@cfa-tax.pl

SPIS TREŚCI

I EXECUTIVE SUMMARY 5

II PODSTAWOWE DANE 7

II.1 DANE REJESTROWE 7
II.2 SĄD REJESTROWY 7
II.3 BANKI 7
II.4 UDZIAŁOWCY 8
II.5 OPIS DZIAŁALNOŚCI 8
II.6 ZESPÓŁ 9
II.7 OPIS PROCESU PRODUKCJI 9
II.8 DYSTRYBUCJA 11
II.9 KONKURENCJA 12
II.10 KIERUNKÓW ROZWOJU ORAZ PERSPEKTYW DZIAŁALNOŚCI 13

III ANALIZA FINANSOWA W OPARCIU O PLAN FINANSOWY NA OKRES 2026 - 2030 15

III.1 ZAŁOŻENIA KONSTRUOWANIA PROGNOZY NA LATA 2026-2030 16
III.2 BILANS PRO-FORMA 17
III.3 ŁĄCZNE FUNDUSZE INWESTORÓW W LATACH 2024 – 2030 24
III.4 RACHUNEK WYNIKÓW PRO – FORMA 26
III.5 NOPLAT W LATACH 2025 – 2030 27
III.6 RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH PRO – FORMA 30
III.7 PODSTAWOWE PARAMETRY EKONOMICZNE – FINANSOWE 32
III.8 ZWROT Z ZAINWESTOWANEGO KAPITAŁU W 2025 I 2030 ROKU 36
III.9 RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO W 2025 I 2030 ROKU 38
III.10 RÓWNOWAGA FINANSOWA PODMIOTU W LATACH PROGNOZY 40

IV OSZACOWANIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW 42

IV.1 ŚREDNIOWAŻONY KOSZT KAPITAŁU WACC 2025 - 2030 44
IV.2 WYLICZENIE WARTOŚCI PODMIOTU W OPARCIU O FCF 45
IV.3 ANALIZA WRAŻLIWOŚCI 48

V WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ 49

VI WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW PODMIOTU I OKREŚLENIE PRZEDZIAŁU NEGOCJACYJNEGO 50

VII OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA WYKORZYSTANYCH METOD 51

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

SPIS TABEL I RYSUNKÓW

TABELA 1. ANDORIA SP. Z O.O.– ZAŁOŻENIA DO PLANU FINANSOWEGO 2026–2030 16
TABELA 2. ANDORIA SP. Z O.O.– BILANS PRO-FORMA 2024–2030 17
TABELA 3. ANDORIA SP. Z O.O.– BILANS PRO-FORMA 2024–2030 18
TABELA 4 BILANS - DYNAMIKA 2025-2030 22
TABELA 5 KAPITAŁY STAŁE W FINANSOWANIU MAJĄTKU PRZEDSIĘBIORSTWA 22
TABELA 6 ŁĄCZNE FUNDUSZE INWESTORÓW W LATACH 2024 - 2030 24
TABELA 7. ANDORIA SP. Z O.O. - RACHUNEK WYNIKÓW 2024-2030 26
TABELA 8. ANDORIA SP. Z O.O.– NOPLAT W OKRESIE 2025-2030 28
TABELA 9 ANDORIA SP. Z O.O.– SPRAWOZDANIE Z PRZEPŁYWU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH PRO-FORMA 2024-2030 30
TABELA 10 STRUMIENIE PIENIĘŻNE W LATACH 2025-2030 30
TABELA 11. WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI W LATACH 2025–2030 32
TABELA 12. WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W LATACH 2025–2030 33
TABELA 13. WSKAŹNIKI OBROTOWOŚCI W LATACH 2025–2030 34
TABELA 14. WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA W LATACH 2025–2030 35
TABELA 15 RÓWNANIE RÓWNOWAGI FINANSOWEJ ANDORIA SP. Z O.O. 40
TABELA 16. ANDORIA SP. Z O.O. – WACC W OKRESIE 2025 - 2030 44
TABELA 17. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – FCF W LATACH 2025 - 2030 45
TABELA 18. ANDORIA SP. Z O.O. – WARTOŚĆ GODZIWA W OPARCIU O WARTOŚĆ WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH 47
TABELA 19. ANDORIA SP. Z O.O. – WARTOŚĆ GODZIWA W OPARCIU O WARTOŚĆ WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH 48
TABELA 20. ANDORIA SP. Z O.O. – WARTOŚĆ GODZIWA W OPARCIU O WARTOŚĆ WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH 48
TABELA 21. ANDORIA SP. Z O.O. – WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ 49

RYSUNEK 1 CYKL ZAMIANY NA GOTÓWKĘ 35
RYSUNEK 2 DRZEWO ROIC (RETURN ON INVESTED CAPITAL) 36
RYSUNEK 3 RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO ANDORIA SP. Z O.O. 38

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu oszacowania
wycena wartości godziwej udziałów przedsiębiorstwa działającego pod firmą

ANDORIA Sp. z o.o.

Dane zawarte w niniejszym opracowaniu zostały przygotowane przez Biuro Rachunkowe CFA Tomasza Mozgawę doradcę podatkowego nr 14230 i maklera papierów wartościowych nr 1903 na zlecenie Andoria Sp. z o.o. W związku wyceną planowanego wniesienia przez udziałów Andoria Sp. z o.o. Odpowiedzialność za prawdziwość i rzetelność zaprezentowanych w opracowaniu danych ponoszą władze Przedsiębiorstwa Andoria Sp. z o.o. Żadne z informacji zawartych w opracowaniu nie powinny być traktowane jako gwarancje dotyczące działalności Przedsiębiorstwa w przyszłości.

Niniejsze opracowanie jest poufne i przeznaczone wyłącznie do użytku adresatów, który zobowiązany jest do nieujawniania osobom trzecim informacji zawartych w tym dokumencie. Kopiowanie i dystrybucja niniejszego opracowania bez pisemnego zezwolenia Andoria Sp. z o.o. są zabronione.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

I EXECUTIVE SUMMARY

Oszacowanie wartości godziwej udziałów Spółki ANDORIA Sp. z o.o.

Oszacowania dokonano:

- Wolne przepływy gotówkowe (Free Cash Flow - FCF).
- na podstawie tej metody przyjęto wycenę oraz dokonano 20% dyskonta z uwagi na to, że jest to niepubliczny podmiot oraz jest to spółka o nieugruntowanej pozycji rynkowej.

Metody dochodowe są najbardziej poprawne z punktu widzenia wyceny w ujęciu dynamicznym (uwzględnienie kilkuletniego horyzontu działania), jak również dają możliwość uwzględnienia najważniejszych czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa (zmiany przychodów ze sprzedaży, osiągane wyniki finansowe, wpływ struktury finansowania, itd.). Podstawowe założenie metod dochodowych opierają się na relacji prognozowanych przepływów pieniężnych do kosztu zaangażowanego kapitału.

Oszacowanie wartości godziwej wykonane zostało według następującej metodyki:

1. Wykonano prognozę funkcjonowania przedsiębiorstwa od 2026 do 2030 roku.
2. Oszacowano strumienie przepływów pieniężnych.
3. Stopę dyskonta wyznaczono w oparciu o model WACC.
4. Obliczono sumę zdyskontowanych strumieni pieniężnych.
5. Obliczono wartość rezydualną i zdyskontowaną wartość rezydualną oraz skorygowaną wartość aktywów netto i zdyskontowaną skorygowaną wartość aktywów netto.
6. Oszacowano wartość godziwą udziałów.

Zgodnie z założeniami przyjętymi w budowaniu planów finansowych wartość godziwa wszystkich udziałów Podmiotu wynosi:

– **według metody I: 2 036 876,4 zł.**

Wartość godziwa udziałów ((2 036 876,4) x (1-20%) = 1 629 501,1 zł.

Podstawowym ryzykiem niedotrzymania założonych prognoz finansowych i mającym bardzo duży wpływ w następstwie na wartość przedsiębiorstwa jest założona wartość sprzedaży produktów i zawarcie planowanych kontraktów. Wynika to z kilku czynników: innowacyjność produktu i brak jego rozpoznawalności na rynku, część sprzedaży będzie kierowana do sektora militarnego, który dokonuje zakupów poprzez przetargi. Brak lub opóźnienie pozyskania nowych kontraktów może przełożyć się na opóźnienia w realizacji planów finansowych, co w szczególności zdeterminuje pogłębienie zidentyfikowanej w latach 2026P–2027P luki płynnościowej oraz ujemnych wolnych przepływów gotówkowych (FCF).

Dlatego należy po dwóch latach dokonać bezwzględnej rewizji planów finansowych, weryfikacji realnych kosztów obsługi długu oraz ponownej wyceny przedsięwzięcia.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

II PODSTAWOWE DANE

II.1 Dane Rejestrowe

Pełna nazwa:	ANDORIA Sp. z o.o.
Adres siedziby:	34-120 Andrychów
tel./fax:	+48 33 876 27 51
mail	sekretariat@andoria.pl
http:	https://andoria.pl
NIP:	551 230 25 11
REGON:	356390005
KRS	0000092489
Forma prawna:	Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
Sąd rejestrowy:	Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego
Podmioty zależne:	---

II.2 Sąd Rejestrowy

Spółka ANDORIA Sp. z o.o. została zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym w dniu 15.02.2002 r. Ostatniego wpisu w rejestrze dokonano w dniu 31.10.2025 r. Na dzień sporządzenia niniejszej wyceny (stan na dzień 28.08.2026 r.), kapitał zakładowy spółki ANDORIA Sp. z o.o. wynosi 65.000.000,00 zł i dzieli się na 25 000 udziałów o wartości nominalnej 2600,00 zł każdy. Kapitał zakładowy Spółki został opłacony w całości. Wartość udziałów objętych za aporty wniesione do Spółki wynosi łącznie 82.217.153,03 zł (w tym: 40.372.596,01 zł, 31.830.000,00 zł, 8.563.000,00 zł oraz 1.451.557,02 zł).

II.3 Banki

Rachunki w PKO BP:

- PL 18 1440 1390 0000 0000 1465 2067 – główny
- PL 87 1440 1390 0000 0000 1465 2086 – EUR
- PL 09 1440 1390 0000 0000 1465 2132 - USD
- PL 16 1020 2528 0000 0202 0491 3887 – VAT

PKO Bank Polski Spółka Akcyjna - Centrala
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
Kod BIC (Swift): BPKOPLPW

Rachunki w Pekao SA

- PL 85 1240 1037 1111 0011 4116 6808 - główny
- PL 47 1240 1037 1111 0011 4116 7007 - ZFŚS
- PL 76 1240 1037 1978 0011 4116 7270 - EUR
- PL 18 1240 1037 1787 0011 4116 7485 - USD

Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna
ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa,
Kod BIC (Swift) PKOPPLPW

II.4 Udziałowcy

Lp.	Nazwa udziałowca	Adres	Liczba udziałów
1	Supra Investments S.A.	ul. Fabryczna 15, 40-611 Katowice	25 000

II.5 Opis działalności

Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy

- 24.51.Z - odlewnictwo żeliwa

Przedmiot pozostałej działalności przedsiębiorcy

- 32.99.Z - produkcja pozostałych wyrobów, gdzie indziej niesklasyfikowana
- 25.11.Z - produkcja konstrukcji metalowych i ich części
- 27.11.Z. - produkcja elektrycznych silników, prądnic i transformatorów
- 28.11.Z - produkcja silników i turbin, z wyłączeniem silników lotniczych, samochodowych i motocyklowych
- 33.11.Z - naprawa i konserwacja metalowych wyrobów gotowych
- 23.20.Z - produkcja wyrobów ogniotrwałych
- 46.1.Z - sprzedaż hurtowa realizowana na zlecenie

- 47.9 - sprzedaż detaliczna prowadzona poza siecią sklepową, straganami i targowiskami
- 29.32.Z produkcja pozostałych części i akcesoriów do pojazdów silnikowych, Z wyłączeniem motocykli

II.6 Zespół

- Michał Kulesza – Prezes Zarządu
- Grzegorz Kędzior - Wiceprezes Zarządu

II.7 Opis procesu produkcji

Andoria sp. z o.o. to firma, której początki sięgają 1945 roku, dzięki prawie osiemdziesięcioletniej tradycji i doświadczeniu, spółka jest w stanie wykonać wiele rodzajów odlewów w różnym gatunku żeliwa dla każdej gałęzi przemysłu. Andoria, jako kontynuatorka produkcji WSW Andoria dysponuje wyspecjalizowaną kadrą z doświadczeniem w zakresie produkcji odlewów przemysłowych i motoryzacyjnych oraz obróbki mechanicznej odlewów i komponentów, oraz silników wysokoprężnych.

Spółka specjalizuje się w produkcji:

- żeliwa szarego
- żeliwa sferoidalnego
- obróbki mechanicznej

Aktualnie spółka zatrudnia 270 osób na stanowiskach produkcyjnych i umysłowych. Większość załogi to wysoko wykwalifikowani specjaliści w dziedzinie:

- odlewnictwa,
- mechaniki,
- materiałoznawstwa,
- technologii produkcji
- obróbki skrawaniem,
- obróbki cieplno-chemicznej
- zarzadzania jakością i ochrony środowiska

W myśl cyklu Deminga PDCA (Plan-Do-Check-Act) Andoria sp. z o.o. ciągle doskonali wdrożone systemy zarządzania jakością wg ISO 9001:2015. Możliwe jest to głównie poprzez stałe monitorowanie środowiska zarówno wewnętrznego jak i zewnętrznego, w którym działa Spółka, a także poprzez identyfikację potrzeb i oczekiwań stron zainteresowanych. Te zmienne to tzw. kontekst organizacji, który jest stale aktualizowany przy zastosowaniu podejścia interdyscyplinarnego. Wskaźnik reklamacji nie przekracza poziomu 1% co stanowi bardzo dobry wynik.

Andoria sp. z o.o. utrzymuje i doskonali Zintegrowany System Zarządzania zgodny z wymaganiami normy ISO 9001:2015 oraz ISO 14001:2015. Jednocześnie stosuje wymagania normy IATF 16949:2016, pomimo braku certyfikacji w tym zakresie, wynikającego z aktualnego braku zamówień z sektora motoryzacyjnego. Przyjęte podejście ma na celu zapewnienie wysokiego poziomu jakości wyrobów oraz utrzymanie gotowości organizacji do przeprowadzenia procesu certyfikacji w przypadku pozyskania klientów z branży automotive.

Doskonalenie systemu zarządzania realizowane jest w sposób ciągły, w oparciu o podejście procesowe oraz analizę ryzyka i szans. Andoria sp. z o.o. identyfikuje i wdraża działania korygujące oraz działania doskonalące wynikające z analizy danych oraz oceny skuteczności funkcjonowania systemu. Źródłem inicjowania działań są w szczególności:

- zmiany w wymaganiach normatywnych (w tym interpretacje, SI oraz FAQ),
- wyniki audytów wewnętrznych i zewnętrznych,
- stwierdzone niezgodności oraz obserwacje,
- wyniki przeglądów dokumentacji systemowej,
- analiza kontekstu organizacji, w tym czynników wewnętrznych i zewnętrznych,
- zmiany potrzeb i oczekiwań stron zainteresowanych.

Spółka Andoria obecnie specjalizuje się i posiada możliwości produkcyjne w zakresie wykonania odlewów z żeliwa:

- Szarego klasy EN-GJL-200,EN-GJL-250,
- Żeliwa sferoidalnego EN-GJS-400-18ULT, EN-GJS-400-15, EN-GJS-500-7.
- Odlewnia posiada 3 linie produkcyjne:
- LINIA HWS HSP-3D (Heinrich Wagner Sinto Maschinenfabrik GmbH) – wielkość skrzynki formierskiej 1050 x 800 x 320,
- LINIA HWS HSP-1D – wielkość skrzynki formierskiej 650 x500 x 180 (uruchomienie 2017 r.),

- linia formowania ręcznego.

Spółka Andoria posiada możliwości produkcyjne w zakresie obróbki mechanicznej oraz cieplnochemicznej:

- Toczenia, wiercenia, gwintowania na centrach tokarskich CNC,
- Frezowania, wiercenia, gwintowania na pionowych i poziomych centrach obróbczych CNC,
- Obróbki na maszynach konwencjonalnych,
- Malowanie farbami wodorozcieńczalnymi w systemie natryskowym i zanurzeniowym

Spółka Andoria dysponuje bogatym parkiem maszynowym, dzięki któremu może świadczyć wyżej wymienione usługi obróbki mechanicznej.

II.8 Dystrybucja

Dystrybucja i model sprzedaży

Spółka sprzedaje produkty bezpośrednio do przedsiębiorstw produkcyjnych, które wykorzystują odlewy w dalszych procesach produkcyjnych. Organizacja i koszt transportu pozostają po stronie kupującego. Przedsiębiorstwo współpracuje również z klientami pełniącymi funkcję pośredników. Nabywają oni odlewy od spółki, poddają je obróbce mechanicznej, a następnie oferują odbiorcom końcowym jako elementy gotowe lub podzespoły. Przyjęty model dystrybucji umożliwia docieranie do szerszego grona odbiorców oraz równoległy rozwój sprzedaży bezpośredniej i pośredniej.

Typy pośredników handlowych – podwykonawca lub pośrednik handlowo-produkcyjny. Spółka współpracuje z partnerami pośredniczącymi w sprzedaży, którzy nabywają odlewy, poddają je dalszej obróbce mechanicznej, a następnie dostarczają do odbiorców końcowych.

Ocena i wybór pośredników, współpraca, motywowanie i kontrola

Partnerzy handlowi są dobierani na podstawie ich doświadczenia rynkowego, potencjału sprzedażowego, bazy klientów oraz możliwości dalszej obróbki i dystrybucji produktów. Współpraca opiera się na indywidualnie ustalanych warunkach handlowych oraz bieżącej współpracy technicznej i operacyjnej. Efektywność partnerów jest monitorowana na podstawie

wartości i regularności składanych zamówień, rentowności współpracy, terminowości płatności oraz jakości realizowanych dostaw. W zależności od skali współpracy stosowane są odpowiednie warunki handlowe mające na celu budowanie długoterminowych relacji i zwiększanie wolumenu zakupów.

Logistyka dystrybucji: zamówienia handlowe, transport, magazynowanie, zapasy

Realizacja dostaw odbywa się głównie na podstawie zamówień składanych przez klientów. Po wpłynięciu zamówienia jest ono weryfikowane pod względem możliwości produkcyjnych, terminów realizacji oraz dostępności niezbędnych materiałów. Wyroby są przygotowywane do odbioru po zakończeniu procesu produkcyjnego. Transport gotowych wyrobów organizuje klient i ponosi jego koszty. Magazynowanie odbywa się z wykorzystaniem własnej infrastruktury przedsiębiorstwa. Poziom zapasów jest dostosowywany do bieżących potrzeb produkcyjnych oraz charakterystyki realizowanych zamówień. Produkcja w dużej mierze odbywa się pod konkretne zamówienia klientów, co ogranicza konieczność utrzymywania wysokiego poziomu zapasów wyrobów gotowych. W zakresie zapasów utrzymywane są przede wszystkim materiały i komponenty niezbędne do zapewnienia ciągłości procesu produkcyjnego. Poziom zapasów podlega stałemu monitorowaniu i jest dostosowywany do planu produkcji oraz aktualnego portfela zamówień.

II.9 Konkurencja

Aktualnie spółka Andoria ma silną pozycję na rynku odlewów z żeliwa szarego i sferoidalnego. Spółka Andoria doceniana jest przez klientów za bardzo dobrą jakość produkowanych odlewów, znana z dobrego systemu zarządzania jakością i terminowości wykonywania usług, Spółka specjalizuje się w produkcji skomplikowanych odlewów o masie do 200 kg. Spółka realizuje cały cykl produkcyjny od fazy wykonania modelowania do fazy pakowania produktu końcowego i wysyłki do sieci dystrybucji klienta.

II.10Kierunków rozwoju oraz perspektyw działalności

Pomimo trudnej sytuacji finansowej, z którą przedsiębiorstwo mierzy się w ostatnim okresie, Spółka zachowała pełny potencjał produkcyjny, kompetencje technologiczne oraz zdolność do realizacji zaawansowanych projektów przemysłowych. Zachowane zostały również relacje handlowe z kluczowymi klientami krajowymi i zagranicznymi.

Zarząd spółki obecnie koncentruje swoje działania na odbudowie poziomu sprzedaży, zwiększeniu wykorzystania mocy produkcyjnych oraz pozyskiwaniu nowych klientów. Prowadzone rozmowy handlowe oraz działania sprzedażowe wskazują, że możliwości rozwoju przedsiębiorstwa pozostają znaczące.

W przypadku części obecnych klientów obserwujemy ograniczenie poziomu zamówień wynikające przede wszystkim z oceny sytuacji finansowej Spółki. Jednocześnie odbiorcy ci deklarują gotowość zwiększania wolumenów zakupowych wraz z poprawą stabilności finansowej przedsiębiorstwa. Oznacza to, że obecny poziom sprzedaży nie odzwierciedla rzeczywistego potencjału produkcyjnego spółki Andoria.

Równolegle prowadzone są działania mające na celu pozyskanie nowych odbiorców z branży maszynowej, rolniczej, transportowej, infrastrukturalnej oraz przemysłowej. Spółka uczestniczy w procesach ofertowych i audytowych prowadzonych przez uznane krajowe i międzynarodowe przedsiębiorstwa, a wyniki przeprowadzonych ocen technicznych potwierdzają wysoką jakość produktów oraz kompetencje zespołu spółki Andoria.

Jednym z najważniejszych kierunków rozwoju pozostaje również sektor obronny oraz przemysł związany z bezpieczeństwem państwa. Obecna sytuacja geopolityczna spowodowała znaczący wzrost zapotrzebowania na specjalistyczne odlewy żeliwne wykorzystywane przez producentów amunicji, pojazdów specjalnych oraz sprzętu przemysłowego.

W związku z tym Spółka prowadzi zaawansowane rozmowy dotyczące możliwości uruchomienia produkcji komponentów dla podmiotów działających w branży obronnej. Jednym z analizowanych kierunków jest produkcja korpusów odlewanych oraz innych komponentów wykorzystywanych przez producentów działających na rzecz bezpieczeństwa i obronności.

Równolegle prowadzone są działania związane z możliwością uruchomienia produkcji specjalistycznych odlewów dla ciężkiego przemysłu motoryzacyjnego, maszynowego oraz producentów pojazdów specjalnych. Potencjalne projekty obejmują między innymi bloki

silników, głowice cylindrów, korpusy przekładni, obudowy skrzyń biegów oraz inne elementy wykonywane z żeliwa sferoidalnego o wysokich parametrach wytrzymałościowych.

Istotnym atutem Spółki pozostaje możliwość wykorzystania potencjału innych podmiotów funkcjonujących w ramach grupy kapitałowej. Pozwala to na realizację bardziej złożonych projektów, zwiększenie elastyczności produkcyjnej oraz efektywne wykorzystanie zasobów całej grupy przemysłowej.

Realizacja opisanych działań wymaga jednak zapewnienia odpowiedniego poziomu kapitału obrotowego. Środki te są niezbędne do zakupu materiałów produkcyjnych, finansowania nowych uruchomień, przygotowania oprzyrządowania, utrzymywania odpowiednich zapasów materiałowych oraz realizacji zwiększonych wolumenów produkcyjnych.

Charakter działalności odlewniczej powoduje, że stosunkowo niewielkie zwiększenie dostępnego kapitału obrotowego może przełożyć się na znaczący wzrost sprzedaży oraz wykorzystania istniejących mocy produkcyjnych. Obecnie podstawową barierą dalszego rozwoju nie jest brak rynku, klientów czy kompetencji technologicznych, lecz ograniczona dostępność środków umożliwiających pełne wykorzystanie istniejących możliwości biznesowych.

W ocenie Zarządu Andoria Sp. z o.o. posiada realne możliwości dalszego funkcjonowania, stopniowej poprawy wyników finansowych oraz odbudowy stabilnej pozycji rynkowej. Spółka konsekwentnie realizuje działania zmierzające do zwiększenia sprzedaży, pozyskania nowych kontraktów oraz wejścia na nowe rynki, które w przyszłości powinny przełożyć się na poprawę sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa.

Na wartość przedsiębiorstwa składają się nie tylko aktywa materialne, lecz również kompetencje pracowników, wieloletnie doświadczenie technologiczne, know-how produkcyjne, certyfikacje jakościowe oraz relacje handlowe budowane przez dziesięciolecia. Zachowanie tego potencjału pozostaje kluczowe zarówno dla dalszego funkcjonowania Spółki, jak i utrzymania miejsc pracy na terenie Gminy Andrychów.

Mając na uwadze znaczenie Spółki dla lokalnego rynku pracy, wieloletnią obecność przedsiębiorstwa w Andrychowie oraz podejmowane działania rozwojowe, Zarząd dokłada wszelkich starań, aby zapewnić dalsze funkcjonowanie zakładu, utrzymanie miejsc pracy oraz terminowe regulowanie wszystkich zobowiązań publicznoprawnych.

III ANALIZA FINANSOWA W OPARCIU O PLAN FINANSOWY NA OKRES 2026 - 2030

Ocena zarządzania zasobami finansowymi Przedsiębiorstwa została przeprowadzona w oparciu o analizę następujących parametrów charakteryzujących jego sytuację ekonomiczną i finansową:

- rentowności,
- płynności,
- obrotowości,
- finansowania majątku oraz stopnia zadłużenia.

W opracowanej analizie wykorzystano również:
wskaźniki:

- stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału – ROIC,
- rentowności kapitału własnego ROE

wartości takich parametrów jak:

- NOPLAT,
- Łączne Fundusze Inwestorów

Analiza finansowa Przedsiębiorstwa działającego pod nazwą ANDORIA Sp. z o.o. została przeprowadzona w oparciu o następujące sprawozdania finansowe:

- bilans,
- rachunek zysków i strat,
- sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych

i prognozę finansową za lata 2026 - 2030.

Wielkości umieszczone w zestawieniach podane zostały w zł znakiem po przecinku, chyba, że zaznaczono inaczej.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

III.1 Założenia konstruowania prognozy na lata 2026-2030

Prognozy na lata 2026-2030 stworzono w oparciu o prognozowany wzrost branży oraz o przewidywane warunki gospodarowania i oddziaływanie szeroko pojętego otoczenia Spółki w kolejnych latach.

- inflację ustalono na poziomie od 2,5% w latach od 2026 do 2028 według celu inflacyjnego NBP,
- Stopę wolną od ryzyka przyjęto na poziomie 5,35% w wysokości rentowności 5 letnich obligacji skarbowych.
- Premię za ryzyko w wysokości 10%. .
- Przychody zaplanowano na podstawie średniorocznego wzrostu całego rynku oraz dodatkowo dynamicznego wzrostu powyżej rynku dane w tabeli nr 1
- Plan kosztów przygotowano na podstawie planu kosztów przygotowanych oraz minus 1% przyjęto jako ścisła kontrolę kosztów przez Spółkę.
- W okresie prognozy finansowej nie założono wypłaty zysku dla udziałowców, który się kumuluje jako zyski zatrzymane i będzie reinwestowany. Spółka potrzebuje kapitału na rozwój.

Tabela 1. ANDORIA Sp. z o.o.– założenia do planu finansowego 2026–2030

Założenia do planu finsnowego					
	2026P	**2027P**	**2028P**	**2029P**	**2030P**
inflacja	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
średnioroczny wzrost rynku	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
wzrost sprzedaży powyżej rynku	0,0%	1,0%	2,0%	2,0%	3,0%
Razem	**4,5%**	**5,5%**	**6,5%**	**6,5%**	**7,5%**

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

III.2 Bilans pro-forma

Wartości składników majątku Andoria Sp. z o.o. oraz dynamikę ich wzrostu przedstawiają poniższe tablice:

Tabela 2. ANDORIA Sp. z o.o.– bilans pro-forma 2024–2030

Bilans ANDORIA Sp. z o.o.							
AKTYWA	**2024**	**2025**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2029P**	**2030P**
A. Aktywa trwałe	**46 810 500,71**	**48 541 852,04**	**27 108 773,06**	**27 098 398,71**	**27 088 024,36**	**27 077 650,02**	**27 067 275,67**
I. Wartości niematerialne i prawne	**7 606 007,65**	**7 927 130,59**	**1 377 782,79**	**1 377 782,79**	**1 377 782,79**	**1 377 782,79**	**1 377 782,79**
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych	224 040,49	1 204 487,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wartośc firmy	5 344 860,33	5 344 860,33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Inne wartości niematerialne i prawne	2 037 106,83	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79
4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Rzeczowe aktywa trwałe	**32 107 236,72**	**31 238 282,07**	**25 730 990,27**	**25 720 615,92**	**25 710 241,57**	**25 699 867,23**	**25 689 492,88**
1. Środki trwałe	28 380 726,67	25 730 990,27	25 730 990,27	25 720 615,92	25 710 241,57	25 699 867,23	25 689 492,88
a) grunty (w tym prawo wieczystego użytkowania gruntu)	3 057 766,49	2 091 716,12	2 091 716,12	2 091 716,12	2 091 716,12	2 091 716,12	2 091 716,12
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	7 920 456,11	8 310 004,21	8 310 004,21	8 310 004,21	8 310 004,21	8 310 004,21	8 310 004,21
c) urządzenia techniczne i maszyny	16 847 870,15	14 943 571,62	14 943 571,62	14 943 571,62	14 943 571,62	14 943 571,62	14 943 571,62
d) środki transportu	90 773,85	51 871,74	51 871,74	41 497,39	31 123,04	20 748,70	10 374,35
e) inne środki trwałe	463 860,07	333 826,58	333 826,58	333 826,58	333 826,58	333 826,58	333 826,58
2. Środki trwałe w budowie	3 726 510,05	5 507 291,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Należności długoterminowe	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
IV. Inwestycje długoterminowe	**64 400,00**	**64 400,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	**7 032 856,34**	**9 312 039,38**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
B. Aktywa obrotowe	**18 979 152,20**	**14 822 737,53**	**15 404 413,12**	**4 445 892,73**	**-1 035 077,32**	**-988 319,23**	**4 577 526,01**
I. Zapasy	**10 572 381,20**	**8 612 191,51**	**8 612 191,51**	**6 174 635,09**	**6 204 665,63**	**6 236 648,15**	**6 275 949,75**
1. Materiały	1 174 251,49	1 011 185,62	1 011 185,62	1 011 185,62	1 011 185,62	1 011 185,62	1 011 185,62
2. Półprodukty i produkty w toku	4 238 989,38	2 568 491,80	2 568 491,80	2 568 491,80	2 568 491,80	2 568 491,80	2 568 491,80
2. Produkty gotowe	2 244 917,61	2 132 949,37	2 132 949,37	2 132 949,37	2 132 949,37	2 132 949,37	2 132 949,37
3. Towary	2 914 222,72	2 899 564,72	2 899 564,72	462 008,30	492 038,84	524 021,36	563 322,96
4. Zaliczki na dostawy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Należności krótkoterminowe	**7 319 309,85**	**5 983 383,21**	**5 983 383,21**	**5 983 383,21**	**5 983 383,21**	**5 983 383,21**	5 983 383,21
1. Należności od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Należności od pozostałych jednostek	7 319 309,85	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	3 410 342,27	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06
- do 12 miesięcy	3 410 342,27	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06
- powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i	3 705 186,36	4 057 973,23	4 057 973,23	4 057 973,23	4 057 973,23	4 057 973,23	4 057 973,23
c) inne	203 781,22	371 475,92	371 475,92	371 475,92	371 475,92	371 475,92	371 475,92
d) dochodzone na drodze sądowej	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Inwestycje krótkoterminowe	**25 642,62**	**211 671,04**	**793 346,63**	**-7 727 617,34**	**-13 238 617,92**	**-13 223 842,36**	**-7 697 298,72**
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	25 642,62	211 671,04	793 346,63	-7 727 617,34	-13 238 617,92	-13 223 842,36	-7 697 298,72
a) w jednostkach powiązanych	0,00	211 671,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	25 642,62	0,00	793 346,63	-7 727 617,34	-13 238 617,92	-13 223 842,36	-7 697 298,72
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	**1 061 818,53**	**15 491,77**	**15 491,77**	**15 491,77**	**15 491,77**	**15 491,77**	**15 491,77**
Suma aktywów	**65 789 652,91**	**63 364 589,57**	**42 513 186,18**	**31 544 291,44**	**26 052 947,05**	**26 089 330,79**	**31 644 801,68**

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

Tabela 3. ANDORIA Sp. z o.o.– bilans pro-forma 2024–2030

ANDORIA Sp. z o.o.							
PASYWA	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Kapitał (fundusz) własny	**-27 096 475,32**	**-52 716 478,88**	**-68 234 382,70**	**-79 203 277,44**	**-84 694 621,83**	**-84 658 238,09**	**-79 102 767,20**
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-76 956 171,38	-108 079 151,22	-133 699 154,78	-149 217 058,60	-160 185 953,34	-165 677 297,73	-165 640 913,99
VIII. Zysk (strata) netto	-31 122 979,84	-25 620 003,56	-15 517 903,82	-10 968 894,74	-5 491 344,39	36 383,74	5 555 470,89
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**92 886 128,23**	**116 081 068,45**	**110 747 568,88**	**110 747 568,88**	**110 747 568,88**	**110 747 568,88**	**110 747 568,88**
I. Rezerwy na zobowiązania	1 539 370,16	1 215 691,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Zobowiązania długoterminowe	1 289 059,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	1 289 059,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Zobowiązania krótkoterminowe	89 993 868,24	114 865 376,98	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88
1. Wobec jednostek powiązanych	56 748 781,11	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	56 748 781,11	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13
- do 12 miesięcy	56 748 781,11	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13
- powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) inne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	33 245 087,13	49 144 114,85	45 026 306,75	45 026 306,75	45 026 306,75	45 026 306,75	45 026 306,75
3. Fundusze specjalne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Rozliczenia międzyokresowe	63 830,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Suma pasywów	**65 789 652,91**	**63 364 589,57**	**42 513 186,18**	**31 544 291,44**	**26 052 947,05**	**26 089 330,79**	**31 644 801,68**

Przedstawiony bilans ANDORIA Sp. z o.o. wskazuje na zmianę skali działalności w ujęciu majątkowym. W okresie historycznym suma bilansowa spadła z 65,79 mln zł w 2024 roku do 63,36 mln zł w 2025 roku. Początek prognozy przynosi kontynuację spadku – suma aktywów i pasywów zmniejsza się w latach 2026P–2028P, osiągając minimum na poziomie 26,05 mln zł w 2028 roku, po czym od 2029 roku widoczne jest powolne odbicie, prowadzące do kwoty 31,64 mln zł w 2030 roku.

Po stronie aktywów obrotowych w latach 2027P–2030P wykazano ujemny poziom inwestycji krótkoterminowych (środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych), które kształtują się na poziomie od -7,27 mln zł w 2027P, przez -13,24 mln zł w 2028P, do -7,70 mln zł na koniec okresu prognozy w 2030 roku. Świadczy to o utrzymującej się luce płynnościowej w okresie prognozy wynikającej z konieczności finansowania ujemnych wyników operacyjnych w pierwszych latach oraz wysokiego poziomu zobowiązań.

Analiza Struktury Aktywów

Aktywa Trwałe

- **Spadek wartości majątku trwałego:** Odnotowujemy wyraźny spadek wartości aktywów trwałych z poziomu 46,81 mln zł w 2024 r. (szczyt w 2025 r. wyniósł 48,54 mln zł) do 27,11 mln zł w 2026P oraz 27,07 mln zł na koniec 2030 r.
- **Zmiany w nieruchomościach i inwestycjach:** Główną przyczyną tak znacznego spadku aktywów trwałych między 2025 a 2026 rokiem jest wygaszenie długoterminowych rozliczeń międzyokresowych – z 9,31 mln zł do 0,00 zł, a także spadek wartości niematerialnych i prawnych z 7,93 mln zł do 1,38 mln zł (rozliczenie prac rozwojowych).

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

- **Amortyzacja rzeczowych aktywów trwałych:** Wartość środków trwałych stopniowo maleje z 28,38 mln zł (2024 r.) do 25,69 mln zł (2030P). Jest to bezpośredni efekt corocznych odpisów amortyzacyjnych, widoczny m.in. w pozycji środków transportu (spadek z 51,87 tys. zł w 2026P do 10,37 tys. zł w 2030P).
- **Brak nowych inwestycji (Capex):** Prognoza od 2026 roku zakłada zerowe nakłady na „Środki trwałe w budowie" (wobec 3,73 mln zł w 2024 r. i 5,51 mln zł w 2025 r.). Przyjęto więc zachowawczy scenariusz polegający na eksploatacji istniejącej bazy maszynowej bez ponoszenia nowych wydatków odtworzeniowych czy rozwojowych.
- **WNiP oraz rozliczenia międzyokresowe:** Po rozliczeniu prac rozwojowych w 2025 roku (1,20 mln zł) wartości niematerialne i prawne stabilizują się na poziomie 1,38 mln zł. Z kolei długoterminowe rozliczenia międzyokresowe od 2026 roku wygasają do zera.

Aktywa Obrotowe

- **Spadek majątku obrotowego:** Wartość aktywów obrotowych spada z 18,98 mln zł (2024 r.) oraz 14,82 mln zł (2025 r.) do 15,40 mln zł w 2026P i 4,45 mln zł w 2027P, a po ujemnych wartościach w latach 2028P–2029P osiąga poziom 4,58 mln zł w 2030 roku.
- **Utrwalenie poziomu zapasów:** Od 2027 roku stan zapasów zostaje utrwalony na poziomie ok. 6,17 mln – 6,28 mln zł (w 2024 r. wynosił 10,57 mln zł, a w 2025 r. 8,61 mln zł). W strukturze zapasów dominują półprodukty i produkty w toku (2,57 mln zł), produkty gotowe (2,13 mln zł) oraz materiały (1,01 mln zł).
- **Należności krótkoterminowe:** Po korekcie z 7,32 mln zł (2024 r.) do 5,98 mln zł (2025 r.), stan należności zostaje w prognozie utrzymany bez zmian – 5,98 mln zł rocznie (z czego 1,55 mln zł to należności z tytułu dostaw i usług, a 4,06 mln zł z tytułu podatków i ubezpieczeń).
- **Środki pieniężne i finanse krótkoterminowe:** Po wykazaniu dodatnich sald w latach 2024–2026P (do 793,35 tys. zł w 2026P), pozycja środków pieniężnych i innych aktywów pieniężnych przyjmuje w latach 2027P–2030P wartości ujemne, osiągając -7,70 mln zł w 2030 roku.

Analiza Struktury Pasywów

Kapitał Własny

- **Dalsza dekapitalizacja i powolna odbudowa:** Kapitał własny spółki jest ujemny i wynosi -27,10 mln zł w 2024 r., po czym ulega dalszemu pogłębieniu do -68,23 mln zł

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

w 2026P oraz do -84,69 mln zł w 2028P. W kolejnych latach ulega nieznacznej poprawie do poziomu -79,10 mln zł w 2030 roku.

- **Pokrywanie strat z lat ubiegłych:** Wskaźniki kapitału podstawowego (65,00 mln zł) oraz zapasowego (15,98 mln zł) pozostają bez zmian. Narastająca skumulowana strata z lat ubiegłych rośnie z -76,96 mln zł w 2024 r. do -165,68 mln zł w 2029P, po czym w 2030P ulega niewielkiemu zmniejszeniu do -165,64 mln zł.
- **Wynik finansowy netto:** Spółka zakłada stopniowe przechodzenie z wysokich strat do dodatnich wyników finansowych. Po ujemnych wynikach w latach 2024–2028 (-31,12 mln zł w 2024 r., -25,62 mln zł w 2025 r., -15,52 mln zł w 2026P, -10,97 mln zł w 2027P i -5,49 mln zł w 2028P) następuje wygenerowanie dodatniego wyniku netto: +36,38 tys. zł w 2029P oraz +5,56 mln zł w 2030 roku.

Zobowiązania i Rezerwy na Zobowiązania

- **Utrzymanie stabilnego poziomu długu:** Całkowite zobowiązania rosną z 92,89 mln zł w 2024 r. do 116,08 mln zł w 2025 r., po czym od 2026 roku stabilizują się na stałym poziomie 110,75 mln zł.
- **Przesunięcie struktury zadłużenia:** Zobowiązania długoterminowe (wynoszące 1,29 mln zł w 2024 r.) w latach 2025–2030P spadają do 0,00 zł. Całość zadłużenia została przeniesiona do zobowiązań krótkoterminowych.
- **Zamrożenie długu krótkoterminowego:** Zobowiązania krótkoterminowe w latach 2026P–2030P utrzymują się na stałym poziomie 110,75 mln zł. Składają się na nie zobowiązania wobec jednostek powiązanych z tytułu dostaw i usług (65,72 mln zł) oraz pozostałe zobowiązania krótkoterminowe (45,03 mln zł).
- **Rezerwy i rozliczenia:** Rezerwy na zobowiązania wygasają z poziomu 1,54 mln zł w 2024 r. do 0,00 zł w latach 2026P–2030P. Rozliczenia międzyokresowe pasywów wygasają do zera od 2025 roku.

Wnioski i Podsumowanie

- **Stopniowa poprawa wyników przy ujemnym kapitale:** Model finansowy ANDORIA Sp. z o.o. zakłada stopniowe zmniejszanie strat i osiągnięcie dodatniego wyniku netto pod koniec horyzontu (5,56 mln zł w 2030 r.), jednak akumulowane straty z lat ubiegłych utrzymują ujemną wartość kapitału własnego (-79,10 mln zł w 2030 r.).
- **Rolowanie długu krótkoterminowego:** Głównym założeniem w przyjętym modelu jest brak spłaty nominalnej zobowiązań krótkoterminowych (110,75 mln zł), co zakłada ich stałe rolowanie z roku na rok.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

- **Brak inwestycji odtworzeniowych:** Przyjęcie zerowych nakładów na środki trwałe w budowie (Capex = 0) przy ciągłej amortyzacji środków trwałych stwarza ryzyko zużycia parku maszynowego, co należy uwzględnić przy ocenie realności wieloletniej prognozy.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

Tabela 4 Bilans - dynamika 2025-2030

Bilans - dynamika ANDORIA Sp. z o.o.						
AKTYWA	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Aktywa trwałe	**-44,15%**	**-0,04%**	**-0,04%**	**-0,04%**	**-0,04%**	**-100,00%**
I. Wartości niematerialne i prawne	-82,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
II. Rzeczowe aktywa trwałe	-17,63%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-100,00%
III. Należności długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Inwestycje długoterminowe	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B. Aktywa obrotowe	**3,92%**	**-71,14%**	**-123,28%**	**-4,52%**	**-563,16%**	**-100,00%**
I. Zapasy	0,00%	-28,30%	0,49%	0,52%	0,63%	-100,00%
II. Należności krótkoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
III. Inwestycje krótkoterminowe	274,80%	-1074,05%	71,32%	-0,11%	-41,79%	-100,00%
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Suma aktywów	**-32,91%**	**-25,80%**	**-17,41%**	**0,14%**	**21,29%**	**-100,00%**
ANDORIA Sp. z o.o.						
PASYWA	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Kapitał (fundusz) własny	**29,44%**	**16,08%**	**6,93%**	**-0,04%**	**-6,56%**	**-100,00%**
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	23,70%	11,61%	7,35%	3,43%	-0,02%	-100,00%
VIII. Zysk (strata) netto	-39,43%	-29,31%	-49,94%	-100,66%	15169,10%	-100,00%
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**-4,59%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**-100,00%**
I. Rezerwy na zobowiązania	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II. Zobowiązania długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Zobowiązania krótkoterminowe	-3,58%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Suma pasywów	**-32,91%**	**-25,80%**	**-17,41%**	**0,14%**	**21,29%**	**-100,00%**

Tabela 5 Kapitały stałe w finansowaniu majątku Przedsiębiorstwa

Kapitały stałe w finansowaniu majątku ANDORIA Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1. kapitały własne (tys. zł)	-52 716 479	-68 234 383	-79 203 277	-84 694 622	-84 658 238	-79 102 767
2. zobowiązania długoterminowe (tys. zł)	0	0	0	0	0	0
3. Razem - kapitały stałe (1+2) (tys. zł)	-52 716 479	-68 234 383	-79 203 277	-84 694 622	-84 658 238	-79 102 767
4. aktywa trwałe ogółem (tys. zł)	48 541 852	27 108 773	27 098 399	27 088 024	27 077 650	27 067 276
5. kapitały stałe zaangażowane w finansowanie majątku obrotowego (3-4) (tys.	-101 258 331	-95 343 156	-106 301 676	-111 782 646	-111 735 888	-106 170 043
6. aktywa obrotowe (tys. zł)	14 822 738	15 404 413	4 445 893	-1 035 077	-988 319	4 577 526
7. pokrycie aktywów obrotowych kapitałami stałymi	-683%	-619%	-2391%	10799%	11306%	-2319%
8. zobowiązania krótkoterminowe (tys. zł)	114 865 377	110 747 569	110 747 569	110 747 569	110 747 569	110 747 569
9. pokrycie aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi	775%	719%	2491%	-10699%	-11206%	2419%

Prezentowana tabela przedstawia strukturę finansowania majątku obrotowego spółki ANDORIA Sp. z o.o. przy użyciu kapitałów stałych (kapitał własny powiększony o zobowiązania długoterminowe) oraz zobowiązań krótkoterminowych.

Ocena Zachowania Złotej Zasady Bilansowej

- **Rok 2025 (złamanie zasady):** W roku bazowym 2025 spółka nie zachowuje złotej zasady bilansowej. Kapitały stałe przybierają wartość ujemną (-52,72 mln zł) z powodu głębokiej straty z lat ubiegłych i braku zobowiązań długoterminowych, co w zderzeniu z aktywami trwałymi (48,54 mln zł) generuje ujemny kapitał obrotowy netto na

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

poziomie -101,26 mln zł. Majątek trwały jest w pełni finansowany zobowiązaniami krótkoterminowymi.

- **Lata 2026P–2030P (utrzymujące się złamanie zasady):** W całym okresie prognozy spółka wciąż nie spełnia złotej zasady bilansowej. Wartość kapitałów stałych (pozycja 3) w każdym roku pozostaje ujemna (od -68,23 mln zł w 2026P, przez -84,69 mln zł w 2028P, do -79,10 mln zł w 2030P) i nie pokrywa aktywów trwałych (pozycja 4), które kształtują się na poziomie ok. 27,07–27,11 mln zł. Choć od 2029 roku widoczna jest niewielka poprawa wartości kapitałów stałych dzięki dodatnim wynikom netto, majątek trwały przez cały analizowany okres pozostaje sfinansowany kapitałem obcym o charakterze krótkoterminowym.

Kapitał Obrotowy Netto i Pokrycie Kapitałami Stałymi

- **Kapitały stałe zaangażowane w finansowanie majątku obrotowego:** Poziom kapitału obrotowego netto reprezentowany przez pozycję 5 w całym okresie 2025–2030P pozostaje ujemny. Pogłębia się on z -101,26 mln zł w 2025 r. do -111,78 mln zł w 2028P, po czym pod koniec horyzontu ulega nieznacznej poprawie do poziomu -106,17 mln zł w 2030P.
- **Wskaźnik pokrycia aktywów obrotowych kapitałami stałymi (pozycja 7):** Wykazuje skrajne wahania i ujemne wartości w większości lat (-683% w 2025 r., -619% w 2026P oraz -2391% w 2027P). W latach 2028P–2029P przybiera sztucznie wysokie wartości dodatnie (10799% i 11306%) ze względu na ujemny stan aktywów obrotowych netto w bilansie, by w 2030P powrócić do poziomu -2319% przy dodatnich aktywach obrotowych (4,58 mln zł). Świadczy to o utrzymującej się głębokiej nierównowadze w strukturze finansowania.

Rola Zobowiązań Krótkoterminowych w Finansowaniu Majątku

- **Wysoki udział długu krótkoterminowego:** W 2025 r. aktywa obrotowe (14,82 mln zł) były w skrajny sposób finansowane dłuższą strukturą zobowiązań krótkoterminowych (114,87 mln zł), co przekładało się na wskaźnik pokrycia na poziomie 775%.
- **Stabilizacja długu i zmiana wskaźników:** Od 2026P wartość zobowiązań krótkoterminowych zostaje zamrożona na stałym poziomie 110,75 mln zł. Wskaźnik pokrycia aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi (pozycja 9) rośnie z 719% w 2026P do 2491% w 2027P, a w latach 2028P–2029P wykazuje wartości ujemne (-10699% i -11206%) z uwagi na ujemne salda aktywów obrotowych. W docelowym 2030P wskaźnik ten kształtuje się na poziomie 2419%.

Wnioski

- Struktura finansowania majątku obrotowego ANDORIA Sp. z o.o. w horyzoncie prognozy wskazuje na utrzymujący się głęboki deficyt kapitałowy. Spółka przez cały okres zmaga się z brakiem pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym, ujemnym kapitałem obrotowym netto oraz znaczącą przewagą zobowiązań krótkoterminowych nad aktywami obrotowymi. Mimo powolnego wygaszania strat operacyjnych pod koniec horyzontu (od 2029 r.), odbudowa stabilności finansowej jednostki wymagać będzie w przyszłości restrukturyzacji zadłużenia krótkoterminowego.

III.3 Łączne fundusze inwestorów w latach 2024 – 2030

Prezentowana tabela przedstawia ujęcie operacyjne bilansu spółki Andoria Sp. z o.o., które pozwala ocenić realny kapitał zaangażowany w podstawową działalność operacyjną oraz strukturę finansujących go funduszy, z podziałem na skorygowany kapitał własny i oprocentowany dług zewnętrzny.

- Stanowi różnicę między operacyjnymi aktywami bieżącymi zapasy, należności, czynne rozliczenia międzyokresowe a nieoprocentowanymi zobowiązaniami bieżącymi głównie zobowiązania handlowe i bierne rozliczenia międzyokresowe.
- Wartość Łącznych funduszy inwestorów obliczana od strony aktywów oraz od strony pasywów jest w pełni zbilansowana w każdym z badanych lat, co potwierdza poprawność formalną modelu.

Tabela 6 Łączne fundusze inwestorów w latach 2024 - 2030

Łączne fundusze inwestorów ANDORIA Sp. z o.o.								
		2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A	**Operacyjne aktywa bieżące (1+2+3)**	**18 953 509,6**	**14 611 066,5**	**14 611 066,5**	**12 173 510,1**	**12 203 540,6**	**12 235 523,1**	**12 274 824,7**
1	Zapasy	10 572 381,2	8 612 191,5	8 612 191,5	6 174 635,1	6 204 665,6	6 236 648,2	6 275 949,8
2	Należności krótkoterminowe	7 319 309,9	5 983 383,2	5 983 383,2	5 983 383,2	5 983 383,2	5 983 383,2	5 983 383,2
3	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 061 818,5	15 491,8	15 491,8	15 491,8	15 491,8	15 491,8	15 491,8
B	**Nieoprocentowane zobowiązania bieżące (5+6)**	**88 910 833,2**	**101 477 770,7**	**97 359 962,6**	**97 359 962,6**	**97 359 962,6**	**97 359 962,6**	**97 359 962,6**
5	Nieoprocentowane zobowiązania krótkoterminowe	88 847 003,0	101 477 770,7	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6
6	Rozliczenia międzyokresowe	63 830,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C	**Operacyjny kapitał obrotowy netto (A - B)**	**-69 957 323,6**	**-86 866 704,2**	**-82 748 896,1**	**-85 186 452,6**	**-85 156 422,0**	**-85 124 439,5**	**-85 085 137,9**
7	Rzeczowy majątek trwały netto i wartości niematerialne (bez wartości firmy i inwestycji rozpoczętych)	30 641 874,0	28 313 260,5	27 108 773,1	27 098 398,7	27 088 024,4	27 077 650,0	27 067 275,7
8	Pozostałe aktywa pomniejszone o pozostałe zobowiązania	-486 376,2	2 751 487,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D	**Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (C+7+8)**	**-39 801 825,8**	**-55 801 956,1**	**-55 640 123,1**	**-58 088 053,9**	**-58 068 397,7**	**-58 046 789,5**	**-58 017 862,2**
9	Krótkoterminowe aktywa finansowe niepieniężne	0,0	211 671,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
10	Wartość firmy	5 344 860,3	5 344 860,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
11	Środki pieniężne	25 642,6	0,0	793 346,6	-7 727 617,3	-13 238 617,9	-13 223 842,4	-7 697 298,7
12	Inwestycje	3 790 910,1	5 571 691,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E	**Łączne fundusze inwestorów (D+9+10+11+12)**	**-30 640 412,8**	**-44 673 733,0**	**-54 846 776,5**	**-65 815 671,2**	**-71 307 015,6**	**-71 270 631,8**	**-65 715 161,0**
12	Kapitał własny	-27 096 475,3	-52 716 478,9	-68 234 382,7	-79 203 277,4	-84 694 621,8	-84 658 238,1	-79 102 767,2
13	Rezerwa na podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F	**Skorygowany kapitał własny (13+14)**	**-27 096 475,3**	**-52 716 478,9**	**-68 234 382,7**	**-79 203 277,4**	**-84 694 621,8**	**-84 658 238,1**	**-79 102 767,2**
15	Oprocentowane zobowiązania ogółem	1 800 922,9	13 387 606,3	13 387 606,3	13 387 606,3	13 387 606,3	13 387 606,3	13 387 606,3
G	**Łączne fundusze inwestorów (F+15)**	**-25 295 552,5**	**-39 328 872,6**	**-54 846 776,5**	**-65 815 671,2**	**-71 307 015,6**	**-71 270 631,8**	**-65 715 161,0**

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

Analiza kapitału zainwestowanego dowodzi, że działalność operacyjna spółki ANDORIA Sp. z o.o. w horyzoncie prognozy cechuje się dużą stabilnością, generując ujemne zapotrzebowanie na operacyjny kapitał obrotowy. Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (pozycja D) po spadku z poziomu -39,80 mln zł w 2024 r. pogłębia się do -55,80 mln zł w 2025 r. (-55 801 956,10 zł), a w latach 2027P–2030P stabilizuje się na stałym poziomie ok. -58,0 mln zł (-58 017 862,20 zł w 2030P). Sposób finansowania tej działalności w horyzoncie prognozy opiera się na zamrożonym poziomie długu oraz wykazaniu głębokiego deficytu łącznych funduszy inwestorów, z nieznaczną odbudową kapitałów własnych od 2029 roku. Pozycja „Oprocentowane zobowiązania ogółem" (pozycja 15) po skoku w 2025 r. do kwoty 13,39 mln zł (13 387 606,30 zł) zostaje w latach 2026P–2030P utrzymana na stałym, niezmiennym poziomie 13,39 mln zł. W przeciwieństwie do modeli generujących wysokie dodatnie nadwyżki finansowe, w pozycji środków pieniężnych (pozycja 11) po wykazaniu dodatniego salda w 2026P (793 346,60 zł) obserwuje się ujemne wartości w latach 2027P–2030P, kształtujące się od -7,73 mln zł w 2027P, przez -13,24 mln zł w 2028P, do -7,70 mln zł (-7 697 298,70 zł) w 2030P. Wpływa to na utrzymanie ujemnych łącznych funduszy inwestorów (pozycja E oraz G) na poziomie od -65,82 mln zł w 2027P do -65,72 mln zł w 2030P. Ostatnie lata prognozy (2029P–2030P) przynoszą wyhamowanie pogłębiania się deficytu kapitałowego. Spółka przy tym samym, zamrożonym poziomie długu wynoszącym 13,39 mln zł (13 387 606,30 zł) i ujemnym kapitale zainwestowanym w działalność operacyjną (-58,02 mln zł) odnotowuje stopniową poprawę skorygowanego kapitału własnego. Wpływa to na zmniejszenie ujemnej wartości skorygowanego kapitału własnego z poziomu -84,69 mln zł w 2028P do -79,10 mln zł (-79 102 767,20 zł) w 2030P, co w połączeniu z dławieniem luki gotówkowej redukuje łączny poziom ujemnych funduszy inwestorów z -71,31 mln zł w 2028P do -65,72 mln zł (-65 715 161,00 zł) na koniec okresu prognozy.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

III.4 Rachunek wyników pro – forma

Wartość przychodów ze sprzedaży i kosztów związanych z ich realizacją w okresie 2024–2030 prezentuje poniższa tablica:

Tabela 7. ANDORIA Sp. z o.o. - rachunek wyników 2024-2030

Rachunek Wyników porównawczy ANDORIA Sp. z o.o.	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	**53 954 948,44**	**43 672 868,40**	**45 411 501,09**	**47 632 121,41**	**50 520 953,34**	**53 597 559,36**	**57 378 234,83**
- od jednostek powiązanych							
I. Przychody ze sprzedaży produktów	49 044 604,05	40 163 215,88	41 970 560,59	44 278 941,43	47 157 072,62	50 222 282,34	53 988 953,52
II. Zmiana stanu produktów	831 936,44	-1 526 933,80	-1 595 645,82	-1 683 406,34	-1 792 827,75	-1 909 361,56	-2 052 563,67
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	2 756 402,60	3 188 553,13	3 188 553,13	3 188 553,13	3 188 553,13	3 188 553,13	3 188 553,13
IV. Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	1 322 005,35	1 848 033,19	1 848 033,19	1 848 033,19	1 968 155,35	2 096 085,44	2 253 291,85
B. Koszty działalności operacyjnej, w tym:	**70 737 262,61**	**61 829 779,68**	**60 929 404,92**	**58 601 016,15**	**56 012 297,73**	**53 552 641,16**	**50 519 628,79**
- od jednostek powiązanych							
I. Amortyzacja	2 735 322,60	2 334 979,11	2 370 003,80	2 310 753,70	2 229 877,32	2 151 831,62	2 033 480,88
II. Zużycie materiałów i energii	25 498 718,10	22 558 704,09	21 092 388,32	19 721 383,08	18 439 493,18	17 240 926,13	16 120 265,93
III. Usługi obce	5 713 639,52	5 014 167,92	5 089 380,44	4 962 145,93	4 788 470,82	4 620 874,34	4 366 726,25
IV. Podatki i opłaty	2 304 326,26	1 541 675,53	1 541 675,53	1 541 675,53	1 541 675,53	1 541 675,53	1 541 675,53
V. Wynagrodzenia	26 509 878,40	23 313 322,89	23 663 022,73	23 071 447,17	22 263 946,51	21 484 708,39	20 303 049,42
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	6 655 253,95	5 958 668,38	6 048 048,41	5 896 847,20	5 690 457,54	5 491 291,53	5 189 270,50
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	475 999,31	415 904,11	422 142,67	411 589,10	397 183,49	383 282,06	362 201,55
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	844 124,47	692 357,65	702 743,01	685 174,44	661 193,33	638 051,57	602 958,73
			0	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Zysk / Strata ze sprzedaży (A - B)	**-16 782 314,17**	**-18 156 911,28**	**-15 517 903,82**	**-10 968 894,74**	**-5 491 344,39**	**44 918,20**	**6 858 606,04**
D. Pozostałe przychody operacyjne	**1 395 439,01**	**798 418,55**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
E. Pozostałe koszty operacyjne	**14 331 080,30**	**2 389 719,58**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
F. Zysk / Strata na działalności operacyjnej (C + D - E)	**-29 717 955,46**	**-19 748 212,31**	**-15 517 903,82**	**-10 968 894,74**	**-5 491 344,39**	**44 918,20**	**6 858 606,04**
G. Przychody finansowe	**4 637,77**	**285 890,17**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
H. Koszty finansowe	**9 058 183,15**	**8 510 793,42**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
I. Zysk/Strata brutto na działalności gospodarczej (F + G - H)	**-38 771 500,84**	**-27 973 115,56**	**-15 517 903,82**	**-10 968 894,74**	**-5 491 344,39**	**44 918,20**	**6 858 606,04**
J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (JI - JII)	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
I Zyski nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II Straty nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
K. Zysk / Strata brutto (I + J)	**-38 771 500,84**	**-27 973 115,56**	**-15 517 903,82**	**-10 968 894,74**	**-5 491 344,39**	**44 918,20**	**6 858 606,04**
L. Podatek dochodowy	-7 648 521,00	-2 353 112,00	0,00	0,00	0,00	8 534,46	1 303 135,15
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)							

Spółka ANDORIA Sp. z o.o. po spowolnieniu sprzedaży w 2025 r., gdzie odnotowano spadek przychodów o 19,06% do poziomu 43 672 868,40 zł (wobec 53 954 948,44 zł w 2024 r.), planuje w okresie prognozy 2026P–2030P stabilną dynamikę wzrostu operacyjnego rok do roku. Pozwala to na osiągnięcie docelowego poziomu przychodów netto ze sprzedaży i zrównanych z nimi w wysokości 57 378 234,83 zł w 2030P. Głównym czynnikiem stymulującym tę odbudowę są przychody ze sprzedaży produktów, które rosną z poziomu 40 163 215,88 zł w 2025 r. do 53 988 953,52 zł na koniec horyzontu prognozy. Głównym założeniem umożliwiającym prognozowany zwrot rentowności jest kontrola i redukcja kosztów działalności operacyjnej: Spadek kosztów materiałowych: Koszt zużycia materiałów i energii systematycznie spada z poziomu 22 558 704,09 zł w 2025 r. do 16 120 265,93 zł w 2030P. Optymalizacja pozostałych składników: Usługi obce oraz wynagrodzenia wraz ze świadczeniami wykazują tendencję spadkową w okresie prognozy – wynagrodzenia

zmniejszają się z poziomu 23 313 322,89 zł w 2025 r. do 20 303 049,42 zł w 2030P, ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia z 5 958 668,38 zł do 5 189 270,50 zł, a usługi obce z 5 014 167,92 zł do 4 366 726,25 zł. Model finansowy zakłada sukcesywne wychodzenie ze straty na sprzedaży, która osiąga swoje maksimum w 2025 r. na poziomie -18 156 911,28 zł. Wyraźne zmniejszenie straty na sprzedaży i działalności operacyjnej następuje w kolejnych latach prognozy (-15 517 903,82 zł w 2026P, -10 968 894,74 zł w 2027P oraz -5 491 344,39 zł w 2028P). Pierwszy dodatni wynik na sprzedaży wypracowany zostanie w 2029P w kwocie +44 918,20 zł, by w 2030P osiągnąć docelowy poziom +6 858 606,04 zł (EBIT / zysk na działalności operacyjnej).

III.5 NOPLAT w latach 2025 – 2030

Prezentowana tabela przedstawia kalkulację oraz uzgodnienie wskaźnika NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes), czyli skorygowanego zysku operacyjnego po opodatkowaniu. Wskaźnik ten obrazuje czystą rentowność operacyjną przedsiębiorstwa przy założeniu, że byłoby ono finansowane wyłącznie kapitałem własnym, bez uwzględniania korzyści i kosztów związanych z zadłużeniem. Spółka rozpoczyna horyzont z ujemnym wynikiem NOPLAT na poziomie -18 957 831,90 zł w 2025 r., na co wpływ miał ujemny wynik EBIT (-19 748 212,30 zł) oraz ujemny wynik na pozostałej działalności operacyjnej (-1 591 301,00 zł). W latach 2026P–2028P następuje stopniowe zmniejszanie straty operacyjnej: w 2026P wynik NOPLAT kształtuje się na poziomie -15 517 903,80 zł, w 2027P rośnie do kwoty -10 968 894,70 zł, a w 2028P osiąga -5 491 344,40 zł. Przełom następuje od roku 2029P, kiedy to wskaźnik NOPLAT osiąga dodatni poziom 36 383,70 zł, po czym w docelowym roku prognozy 2030P dynamicznie wzrasta do kwoty 5 555 470,90 zł. Trend ten bezpośrednio odzwierciedla prognozowaną odbudowę rentowności rdzenia działalności operacyjnej spółki – przychody ze sprzedaży rosną z 43,67 mln zł w 2025 r. do 57,38 mln zł w 2030P, co przy stałej redukcji kosztów operacyjnych bez amortyzacji (spadek z 58,80 mln zł do 47,88 mln zł) pozwala na wygenerowanie dodatniego EBIT na poziomie 6 858 606,00 zł na koniec okresu prognozy (przy opodatkowaniu EBIT w kwocie 1 303 135,10 zł).

Tabela 8. ANDORIA Sp. z o.o.– NOPLAT w okresie 2025-2030

NOPLAT ANDORIA Sp. z o.o.						
NOPLAT	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	43 672 868,4	45 411 501,1	47 632 121,4	50 520 953,3	53 597 559,4	57 378 234,8
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-692 357,7	-422 142,7	-685 174,4	-661 193,3	-638 051,6	-602 958,7
Koszty operacyjne (bez amortyzacji)	-58 802 442,9	-58 137 258,4	-55 605 088,0	-53 121 227,1	-50 762 758,0	-47 883 189,2
Amortyzacja	-2 334 979,1	-2 370 003,8	-2 310 753,7	-2 229 877,3	-2 151 831,6	-2 033 480,9
Pozostałe przychody operacyjne - pozostałe koszty operacyjne	-1591301,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-19 748 212,3	-15 517 903,8	-10 968 894,7	-5 491 344,4	44 918,2	6 858 606,0
Opodatkowanie EBIT	790 380,4	0,0	0,0	0,0	-8 534,5	-1 303 135,1
zmiana stanu rezerw pod. doch	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT	**-18 957 831,9**	**-15 517 903,8**	**-10 968 894,7**	**-5 491 344,4**	**36 383,7**	**5 555 470,9**

opodatkowanie EBIT	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Podatek dochodowy z Rachunku Wyników	-2 353 112,0	0,0	0,0	0,0	8 534,5	1 303 135,1
Osłona podatkowa z tytułu kosztów odsetkowych	1 617 050,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osłona podatkowa z tyt. strat nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek od przychodów odsetkowych	-54 319,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
podatek od zysków nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
opodatkowanie EBIT	**-790 380,4**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**8 534,5**	**1 303 135,1**

Uzgodnienie z zyskiem netto	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Zysk netto	-25 620 003,6	-15 517 903,8	-10 968 894,7	-5 491 344,4	36 383,7	5 555 470,9
plus wzrost stanu rezerwy pod. doch.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
plus Amortyzacja wartości firmy	0,0	702 743,0	0,0	0,0	0,0	0,0
skorygowany zysk netto	**-25 620 003,6**	**-14 815 160,8**	**-10 968 894,7**	**-5 491 344,4**	**36 383,7**	**5 555 470,9**
plus koszty odsetkowe po opodatkowaniu	6 893 742,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
plus straty nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk ogółem dostępny dla inwestorów	**-18 726 260,9**	**-14 815 160,8**	**-10 968 894,7**	**-5 491 344,4**	**36 383,7**	**5 555 470,9**
minus przychody odsetkowe po opodatkowaniu	-231 571,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
minus zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT	**-18 957 831,9**	**-14 815 160,8**	**-10 968 894,7**	**-5 491 344,4**	**36 383,7**	**5 555 470,9**

NOPLAT

Zysk operacyjny netto pomniejszony o skorygowane obciążenie podatkowe to zysk operacyjny podmiotu po opodatkowaniu, przy czym podatek zostaje ujęty w wysokości rzeczywiście uiszczonej.

Zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem (EBIT)

Obliczenie NOPLAT zaczyna się od obliczenia EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), zysku operacyjnego przed opodatkowaniem, który spółka uzyskałaby, gdyby nie była zadłużona. Zawiera on wszystkie rodzaje zysku z działalności operacyjnej, w tym większość przychodów i kosztów. Nie wchodzą w jego skład przede wszystkim: przychody i koszty odsetkowe, zysk lub strata z zaprzestanej działalności operacyjnej, wynik zdarzeń nadzwyczajnych oraz dochód z inwestycji pozaoperacyjnych. Przy obliczaniu EBIT należy odjąć amortyzację majątku trwałego, z wyjątkiem amortyzacji niematerialnej wartości firmy (*goodwill*)[1].

Opodatkowanie EBIT

[1] Copeland, T. Koller, J. Murrin, „Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm", Warszawa 1997, s.146.

Opodatkowanie EBIT to podatek dochodowy płacony od EBIT. Jest to podatek, który spółka zapłaciłaby, gdyby nie była zadłużona, nie miała nadwyżki zbywalnych papierów wartościowych ani przychodów i kosztów pozaoperacyjnych. Opodatkowanie EBIT równe jest sumie podatku dochodowego (bieżącego i odroczonego) skorygowanej o wysokość podatku dochodowego wynikającego z przychodów i kosztów odsetkowych oraz pozycji pozaoperacyjnych[2].

[2] op.cit., s. 147-148.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

III.6 Rachunek przepływów pieniężnych pro – forma

Głównymi czynnikami wpływającymi na kształtowanie się przepływów pieniężnych Spółki w okresie prognozy są zatrzymane zyski, co ma wpływ na kumulowanie się środków pieniężnych

Tabela 9 ANDORIA Sp. z o.o.– sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych pro-forma 2024-2030

Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych ANDORIA Sp. z o.o.							
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A.I. Zysk (strata) netto	-31 122 979,8	-25 620 003,6	-15 517 903,8	-10 968 894,7	-5 491 344,4	36 383,7	5 555 470,9
A.II. Korekty razem	29 110 761,7	21 069 835,0	6 348 543,6	4 748 310,1	2 199 846,8	2 119 849,1	1 994 179,3
1. Amortyzacja	2 735 322,6	2 334 979,1	2 370 003,8	2 310 753,7	2 229 877,3	2 151 831,6	2 033 480,9
2. Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych		-2 537,8					
3.Odsetki	5 527 127,3	8 308 826,2					
4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	4 819 767,6	2 157,2					
5. Zmiana stanu rezerw	533 673,7	-323 678,7	-1 215 691,5				
6. Zmiana stanu zapasów	2 470 931,4	1 960 189,7		2 437 556,4	-30 030,5	-31 982,5	-39 301,6
7. Zmiana stanu należności	2 476 351,2	1 335 926,6					
8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych - bez kredytów i pożyczek	19 065 086,6	8 972 481,0	-4 117 808,1				
9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-4 074,2	860 246,2	9 312 039,4				
10. Inne korekty	-8 513 424,3	-2 378 754,6	0,0	0,0			
A.III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (A.I +/- A.II)	**-2 012 218,1**	**-4 550 168,6**	**-9 169 360,2**	**-6 220 584,6**	**-3 291 497,6**	**2 156 232,8**	**7 549 650,2**
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej							
B.I. Wpływy	**14 755 600,0**	**497 982,7**	**9 962 706,8**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	14 755 600,0	497 982,7	9 686 635,8				
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne			64 400,0				
3. Z aktywów finansowych, w tym:			211 671,0				
a) w jednostkach powiązanych			211 671,0				
b) w pozostałych jednostkach							
4. Inne wpływy z aktywów finansowych							
B.II. Wydatki	**2 026 593,2**	**2 609 655,0**	**0,0**	**2 300 379,4**	**2 219 503,0**	**2 141 457,3**	**2 023 106,5**
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	2 026 593,2	2 609 655,0		2 300 379,4	2 219 503,0	2 141 457,3	2 023 106,5
2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne							
3. Na aktywa finansowe, w tym:	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Inne wydatki inwestycyjne							
B.III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (B.I - B.II)	**12 729 006,8**	**-2 111 672,3**	**9 962 706,8**	**-2 300 379,4**	**-2 219 503,0**	**-2 141 457,3**	**-2 023 106,5**
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej							
C.I. Wpływy	**1 684 009,4**	**6 871 742,5**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
1. Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału							
2. Kredyty i pożyczki	470 000,0	6 871 742,5					
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych							
4. Inne wpływy finansowe	1 214 009,4	0,0					
C.II. Wydatki	**12 415 597,9**	**245 695,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
1. Nabycie udziałów (akcji) własnych							
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli						0,0	
3. Inne, niż wypłaty na rzecz właścicileli, wydatki z tytułu podziału zysku							
4. Spłaty kredytów i pożyczek	5 411 549,0	245 695,0					
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych							
6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych							
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	412 165,9	0,0					
8. Odsetki	6 591 883,0	0,0					
9. Inne wydatki finansowe	0,0	0,0					
C.III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (C.I - C.II)	**-10 731 588,6**	**6 626 047,5**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
D. Przepływy pieniężne netto razem (A.III +/- B.III +/- C.III)	***-14 799,9***	***-25 642,6***	***793 346,6***	***-8 520 964,0***	***-5 511 000,6***	***14 775,6***	***5 526 543,6***
E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	***-25 642,6***	***-25 642,6***	***793 346,6***	***-8 520 964,0***	***-5 511 000,6***	***14 775,6***	***5 526 543,6***
F. Środki pieniężne na początek okresu	***40 442,5***	***25 642,6***	***0,0***	***793 346,6***	***-7 727 617,3***	***-13 238 617,9***	***-13 223 842,4***
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F +/- D)	***25 642,6***	***0,0***	***793 346,6***	***-7 727 617,3***	***-13 238 617,9***	***-13 223 842,4***	***-7 697 298,7***

Firma charakteryzowała się następującymi strumieniami pieniężnymi:

Tabela 10 Strumienie pieniężne w latach 2025-2030

Rodzaje strumieni	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy operacyjne	-	-	-	-	-	+	+
Przepływy inwestycyjne	+	-	+	-	-	-	-
Przepływy finansowe	-	+	-	-	-	-	-

Rodzaje strumieni	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy operacyjne	-2 012 218	-4 550 169	-9 169 360	-6 220 585	-3 291 498	2 156 233	7 549 650
Przepływy inwestycyjne	12 729 007	-2 111 672	9 962 707	-2 300 379	-2 219 503	-2 141 457	-2 023 107
Przepływy finansowe	-10 731 589	6 626 047	0	0	0	0	0

Prezentowana tabela przedstawia sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych (Cash Flow) wraz z klasyfikacją rodzajów strumieni pieniężnych dla spółki ANDORIA Sp. z o.o. Okres

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

analizy obejmuje dane historyczne z lat 2024–2025 oraz prognozę finansową na lata 2026P–2030P. Spółka w latach 2024–2028P generuje ujemne przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej: -2 012 218,1 zł (2024 r.), -4 550 168,6 zł (2025 r.), -9 169 360,2 zł (2026P), -6 220 584,6 zł (2027P) oraz -3 291 497,6 zł w 2028P. Od 2029P następuje przełom i wygenerowanie dodatniej nadwyżki operacyjnej w kwocie 2 156 232,8 zł, która w docelowym roku prognozy 2030P rośnie do poziomu 7 549 650,2 zł. Świadczy to o sukcesywnej odbudowie rentowności operacyjnej oraz istotnym wpływie amortyzacji (kształtującej się na poziomie od 2,74 mln zł w 2024 r. do 2,03 mln zł w 2030P). W latach 2024 i 2026P przepływy z działalności inwestycyjnej były dodatnie i wynosiły odpowiednio +12 729 006,8 zł oraz +9 962 706,8 zł (co w 2026P wynikało głównie z wpływów ze zbycia wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych w kwocie 9 686 635,8 zł). W roku 2025 oraz w latach 2027P–2030P ujemne salda inwestycyjne (od -2 111 672,3 zł w 2025 r. do -2 023 106,5 zł w 2030P) odzwierciedlają regularne wydatki na nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych. W roku 2024 saldo działalności finansowej było silnie ujemne (-10 731 588,6 zł) z powodu spłaty kredytów i pożyczek oraz płatności odsetek. W 2025 r. saldo to stało się dodatnie (+6 626 047,5 zł) głównie za sprawą wpływów z kredytów i pożyczek (6 871 742,5 zł). Od 2026P prognoza zakłada całkowity brak nowych transakcji finansowych, co ustala saldo tej pozycji na stałym poziomie 0,00 zł. W poszczególnych latach spółka charakteryzowała się zmiennym układem strumieni: w 2024 r. był to układ (-, +, -), w 2025 r. (-, -, +), w 2026P (-, +, 0), w latach 2027P–2028P (-, -, 0), natomiast od 2029P spółka przechodzi w model (+, -, 0). Całkowite przepływy pieniężne netto razem (pozycja D), po ujemnych latach 2024–2025 (-14 799,9 zł i -25 642,6 zł), dodatnim 2026P (+793 346,6 zł) oraz ponownym spadku w latach 2027P–2028P (-8 520 964,0 zł i -5 511 000,6 zł), stają się w latach 2029P–2030P dodatnie, wynosząc odpowiednio +14 775,6 zł oraz +5 526 543,6 zł w 2030P. Stan środków pieniężnych na koniec okresu (pozycja G) wykazuje wartości ujemne w latach 2027P–2030P, zmniejszając lukę z -13 238 617,9 zł w 2028P do -7 697 298,7 zł na koniec okresu prognozy w 2030P.

III.7 Podstawowe parametry ekonomiczne – finansowe

W okresie prognozy wszystkie wskaźniki rentowności będą się utrzymywać na bezpiecznym i zadowalającym poziomie.

Tabela 11. Wskaźniki rentowności w latach 2025–2030

Wskaźniki rentowności I ANDORIA Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
I. stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (kapital zainwestowany na koniec okresu)						
wartość sprzedanych towarów i materiałów / przychody	1,59%	0,93%	1,44%	1,31%	1,19%	1,05%
koszty operacyjne / przychody	134,64%	128,02%	116,74%	105,15%	94,71%	83,45%
koszty operacyjne ogółem / przychody	136,23%	128,95%	118,18%	106,46%	95,90%	84,50%
amortyzacja / przychody	5,35%	5,22%	4,85%	4,41%	4,01%	3,54%
EBIT / przychody	-45,22%	-34,17%	-23,03%	-10,87%	0,08%	11,95%
EBITDA / przychody	-39,87%	-28,95%	-18,18%	-6,46%	4,10%	15,50%
rzeczowy majątek trwały / przychody	64,83%	59,70%	56,89%	53,62%	50,52%	47,17%
kapitał obrotowy / przychody	-198,90%	-182,22%	-178,84%	-168,56%	-158,82%	-148,29%
przychody / zainwestowany kapitał w działalność operacyjną	-0,78	-0,82	-0,82	-0,87	-0,92	-0,99
ROIC = NOPLAT / zainwestowany kapitał	33,97%	27,89%	18,88%	9,46%	-0,06%	-9,58%
ROE = zysk netto / kapitał własny	48,60%	22,74%	13,85%	6,48%	-0,04%	-7,02%
II. Wskaźniki wzrostu						
stopa wzrostu przychodów	-19,06%	3,98%	4,89%	6,06%	6,09%	7,05%
stopa wzrostu EBIT	33,55%	21,42%	29,31%	49,94%	100,82%	15169,10%
stopa wzrostu NOPLAT	20,31%	18,15%	29,31%	49,94%	100,66%	15169,10%
stopa wzrostu kapitału obrotowego	-24,17%	4,74%	-2,95%	0,04%	0,04%	0,05%
stopa wzrostu zainwestowanego kapitału	-40,20%	0,29%	-4,40%	0,03%	0,04%	0,05%
III. Stopa inwestycji						
stopa inwestycji brutto = (inwestycje brutto / przepływy gotówkowe brutto)	82,21%	-19,26%	1,58%	-68,97%	99,32%	27,18%
stopa inwestycji netto = (nakłady kapitałowe / NOPLAT)	-0,03%	-7,51%	-20,97%	-40,42%	5885,75%	36,42%

Zasadniczo wyróżnia się trzy aspekty rentowności:

- rentowność sprzedaży określaną też w literaturze rentownością handlową,
- rentowność zaangażowanych kapitałów własnych określaną też rentownością finansową.
- rentowność majątku (aktywów) zwaną rentownością ekonomiczną,

Wielkość wskaźnika rentowności sprzedaży brutto jest niezależna od stopy opodatkowania zysku. Odzwierciedla politykę cen przedsiębiorstwa oraz zysk, jaki generuje ono poprzez określoną wielkość sprzedaży.

Wskaźnik rentowności sprzedaży netto, określany jako zwrot ze sprzedaży, informuje o udziale zysku po opodatkowaniu w wartości sprzedaży, czyli jaką marżę zysku przynosi dana wartość sprzedaży. Im niższy jest ten wskaźnik, tym większa wartość sprzedaży musi być zrealizowana dla osiągnięcia określonej kwoty zysku. Większa wartość wskaźnika oznacza więc korzystniejszą kondycję finansową przedsiębiorstwa. Podniesienie rentowności netto oznacza wzrost efektywności sprzedaży. Wielkość wskaźnika rentowności sprzedaży netto jest uzależniona od rodzaju działalności przedsiębiorstwa[3].

[3] M. Sierpińska, T. Jachna „Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych"; PWN, Warszawa 2000

Rentownością kapitału własnego (finansową) interesują się przede wszystkim akcjonariusze. Pozwala ona określić stopę zysku, jaką przynosi im inwestycja w dane przedsiębiorstwo. Im wartość wskaźnika zyskowności kapitału (ROE – return on equity) jest wyższa, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa przedsiębiorstwa. Wyższa efektywność kapitału własnego stwarza możliwość uzyskania wyższych dywidend oraz dalszego rozwoju przedsiębiorstwa[4].

Rentowność ekonomiczna informuje o wielkości zysku netto przypadającego na jednostkę wartości zaangażowanego w przedsiębiorstwie majątku. Wskaźnik ten (ROA – return on assets) wyznacza ogólną zdolność aktywów przedsiębiorstwa do generowania zysku, czyli jak efektywnie firma zarządza swoimi aktywami. Im wartość tego wskaźnika jest wyższa, tym korzystniejsza sytuacja finansowa firmy[5].

Również w przypadku rentowności ekonomicznej zakłada się znaczny wzrost wskaźnika rentowności w latach przyszłych w porównaniu do okresu minionego.

Tabela 12. Wskaźniki płynności finansowej w latach 2025–2030

Wskaźniki płynności finansowej ANDORIA Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
wsk.ogólnej (bieżącej) płynności = majątek obrotowy / zobowiązania bieżące - Current Ratio	0,13	0,14	0,04	-0,01	-0,01	0,04
wsk.szybki = (majątek obrot. - zapasy - krótkot. rozl. międzyokr.) / zobowiązania bieżące - Quick Ratio	0,05	0,06	-0,02	-0,07	-0,07	-0,02
wsk.gotówkowej płynności = środki pieniężne / zobowiązania bieżące	0,00	0,01	-0,07	-0,12	-0,12	-0,07
wskaźnik pokrycia = należności handlowe / zobowiązania handlowe	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
kapitał pracujący (majątek ogółem - zobowiązania bieżące)	-51 500 787	-68 234 383	-79 203 277	-84 694 622	-84 658 238	-79 102 767
kapitał pracujący netto (aktywa bieżące - zobowiązania bieżące)	-100 042 639	-95 343 156	-106 301 676	-111 782 646	-111 735 888	-106 170 043

Wskaźnik ogólnej płynności	0,13	0,14	0,04	-0,01	-0,01	0,04
Wskaźnik szybkiej płynności	0,05	0,06	-0,02	-0,07	-0,07	-0,02
Wskaźnik płynnosci gotówkowej	0,00	0,01	-0,07	-0,12	-0,12	-0,07

Płynność finansowa przedsiębiorstwa wskazuje na zdolność firmy do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań. Wskaźnik płynności bieżącej informuje ile razy bieżące aktywa pokrywają bieżące zobowiązania. Stanowią je zobowiązania wobec dostawców, pracowników, budżetów, instytucji publicznoprawnych ujęte w bilansie w pozycji zobowiązania, kredyty krótkoterminowe oraz rata kredytu długoterminowego przypadająca do zapłacenia w danym roku. Zadowalający poziom wskaźnika płynności bieżącej mieści się w granicach 1,2-2,0, co oznacza, że zachowanie równowagi finansowej firmy wymaga, aby wielkość aktywów bieżących około dwa razy większa niż kwota bieżących pasywów[6].

[4] j.w.

[5] Sierpińska, Jachna; j.w.

[6] j.w.

Wskaźnik szybki (mocny test) pokazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o dużym stopniu płynności. Wskaźnik szybki na poziomie 1,0 uznawany jest za satysfakcjonujący i oznacza, że przedsiębiorstwo może szybko reagować na bieżące zobowiązania. Należy również zwrócić uwagę, iż istotnym elementem oceny finansowej przedsiębiorstwa jest różnica pomiędzy wskaźnikiem bieżącym i szybkim. W sytuacji, gdy wskaźnik szybki jest niski, a wskaźnik bieżący wysoki, to oznacza, że firma utrzymuje zbyt wysoki poziom zapasów, w którym zamrożony jest fundusz obrotowy. Wysoki wskaźnik szybki oznacza natomiast nieproduktywne gromadzenie środków pieniężnych na rachunkach bankowych oraz występowanie wysokiego stanu należności.

Tabela 13. Wskaźniki obrotowości w latach 2025–2030

Wskaźniki obrotowości ANDORIA Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Rotacja w dniach						
wsk. rotacji majątku obrotowego w dniach = majątek obrotowy x ilość dni / przychód ze sprzedaży	124	124	34	-7	-7	29
wsk. rotacji zapasów w dniach = zapasy x ilość dni / koszty działalności operacyjnej	51	52	38	40	43	45
wsk. czasu rozliczenia należności = należności x ilość dni / przychody ze sprzedaży	50	48	46	43	41	38
wsk. czasu rozliczenia należności handlowych = należności handlowe x ilość dni / przychody ze sprzedaży	13	12	12	11	11	10
okres spłaty zobowiązań o koszcie zerowym = zobowiązania bez kredytu / koszty działalności operacyjnej	601	583	606	634	665	703
okres spłaty zobowiązań handlowych = zobowiązania handlowe / koszty działalności operacyjnej	389	394	409	428	449	475
Cykl zamiany na gotówkę						
cykl zamiany na gotówkę = liczba dni zapasów + okres ściągania należności - okres spłaty zobowiązań	-500	-484	-522	-551	-582	-620

Wskaźnik rotacji zapasów	51	52	38	40	43	45
Wskaźnik czasu rozlicznia należności	50	48	46	43	41	38
Okres spłaty zobowiązań	601	583	606	634	665	703

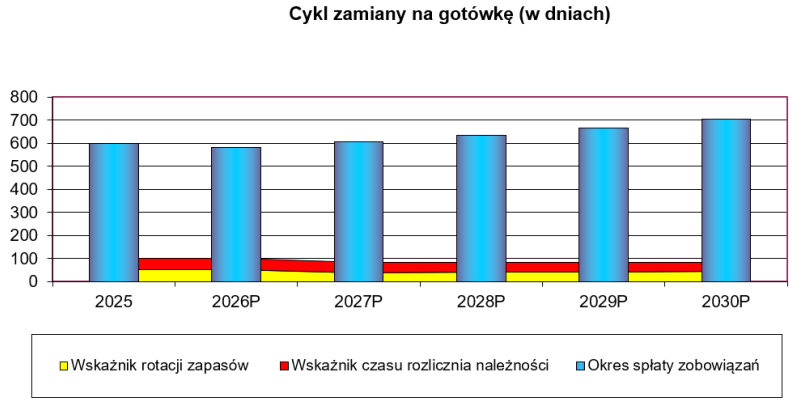
Wskaźnik rotacji majątku obrotowego określa liczbę dni obrotu, na jaką wystarcza kapitał obrotowy.

Wskaźnik rotacji zapasów w dniach oznacza, co ile dni przedsiębiorstwo odnawia swoje zapasy. Wysoki poziom tego wskaźnika oznacza, niski popyt (lub nadprodukcję). Przedsiębiorstwo zamraża środki w zapasach, a ponadto naraża się na ponoszenie dodatkowych kosztów związanych z magazynowaniem zapasów.

Ponadto istotne znaczenie mają także wskaźniki rotacji należności i zobowiązań. Wskaźnik rotacji należności w dniach obrotu oznacza w jakim stopniu przedsiębiorstwo kredytuje swoich odbiorców. Optymalny przedział cyklu należności wynosi 36-51 dni. Poziom tego wskaźnika w dużej mierze zależy od rodzaju działalności i porównywany powinien być raczej do poziomu tego wskaźnika osiąganego przez przedsiębiorstwa z branży niż z literaturowymi wartościami. Okres spłaty zobowiązań określa opóźnienia w czasie płacenia zobowiązań. Im czas ten jest dłuższy, tym mniejsze są potrzeby w zakresie kapitału obrotowego.

Wskaźnik określany jako cykl zamiany na gotówkę obrazuje okres jaki upływa od momentu wypływu gotówki przeznaczonej na zobowiązania do momentu wpływu gotówki z należności. Im krótszy cykl środków pieniężnych, tym jest to sytuacja korzystniejsza dla firmy. Długość tego cyklu jest bardzo zróżnicowana i zależna od rodzaju produkcji.

Rysunek 1 Cykl zamiany na gotówkę



Wskaźniki zadłużenia Andoria Sp. z o.o. przedstawia poniższa tabela:

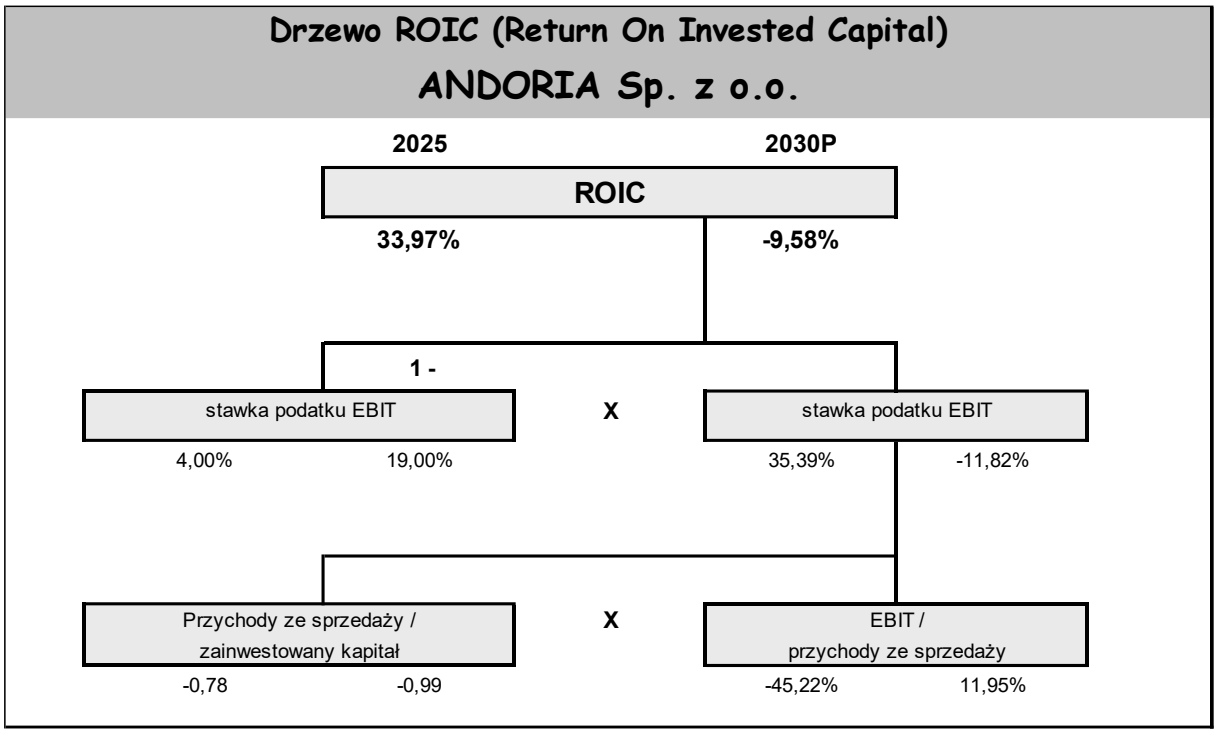
Tabela 14. Wskaźniki zadłużenia w latach 2025–2030

Wskaźniki zadłużenia ANDORIA Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
wskaźnik ogólnego zadłużenia 1 = całość zobowiązań (długoterminowe + krótkoterm.) / całość aktywów - Debt Ratio	1,81	2,61	3,51	4,25	4,24	3,50
wskaźnik ogólnego zadłużenia 2 = zobowiązania długoterminowe / całość aktywów	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
wsk.udziałów kapitałów własnych w finansowaniu majątku = kapitał własny / całość aktywów	-0,83	-1,61	-2,51	-3,25	-3,24	-2,50
wsk.udziałów kapitałów własnych w finansowaniu majątku = całość aktywów / kapitał własny	-1,20	-0,62	-0,40	-0,31	-0,31	-0,40
wsk.relacji zobowiązań do kapitałów własnych = całość zobowiązań / kapitały własne	-2,18	-1,62	-1,40	-1,31	-1,31	-1,40

W celu ustalenia kto jest dostarczycielem środków dla firmy ocenia się poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. Strukturę finansowania majątku obrazu wskaźnik ogólnego zadłużenia. Jako optymalny uznaje się wartość tego wskaźnika na poziomie 0,57-0,67. W tych granicach będzie mieścił się, według prognoz, poziom wskaźnika ogólnego zadłużenia Spółki.

III.8 Zwrot z zainwestowanego kapitału w 2025 i 2030 roku

Rysunek 2 Drzewo ROIC (Return On Invested Capital)



Prezentowane drzewo ROIC obrazuje zmianę rentowności kapitału zainwestowanego w spółce ANDORIA Sp. z o.o., który przechodzi z poziomu 33,97% w 2025 r. do -9,58% w prognozowanym roku 2030P. Głównym operacyjnym motorem tej zmiany jest zachowanie produktywności aktywów mierzone rotacją kapitału zainwestowanego (Przychody ze sprzedaży / zainwestowany kapitał), która ze względu na ujemną wartość kapitału zainwestowanego przybiera wartości ujemne: -0,78 w 2025 r. oraz -0,99 w 2030P. Równolegle rentowność sprzedaży na poziomie operacyjnym (EBIT / Przychody ze sprzedaży) przechodzi ze stanu ujemnego na poziom dodatni – kształtuje się na poziomie -45,22% w 2025 r. oraz +11,95% w 2030P. Synergia tych dwóch czynników operacyjnych przekłada się na poziom rentowności operacyjnej przed opodatkowaniem, wynoszący +35,39% w 2025 r. oraz -11,82% w 2030P (ujemny wynik w 2030P stanowi efekt iloczynu ujemnej rotacji i dodatniej marży EBIT). Pozycją dopełniającą kalkulację ROIC jest efektywna stawka podatku EBIT, która w roku 2025 wynosiła 4,00%, natomiast w roku 2030P została przyjęta na poziomie nominalnym 19,00%. W strukturze schematu wciąż widoczny jest błąd techniczny polegający na powieleniu etykiety „stawka podatku EBIT" w prawej gałęzi drzewa, która w rzeczywistości przedstawia rentowność operacyjną przed opodatkowaniem (iloczyn rotacji i marży). Ostatecznie, prognoza na rok 2030P pokazuje specyfikę wskaźnikową wynikającą z ujemnej

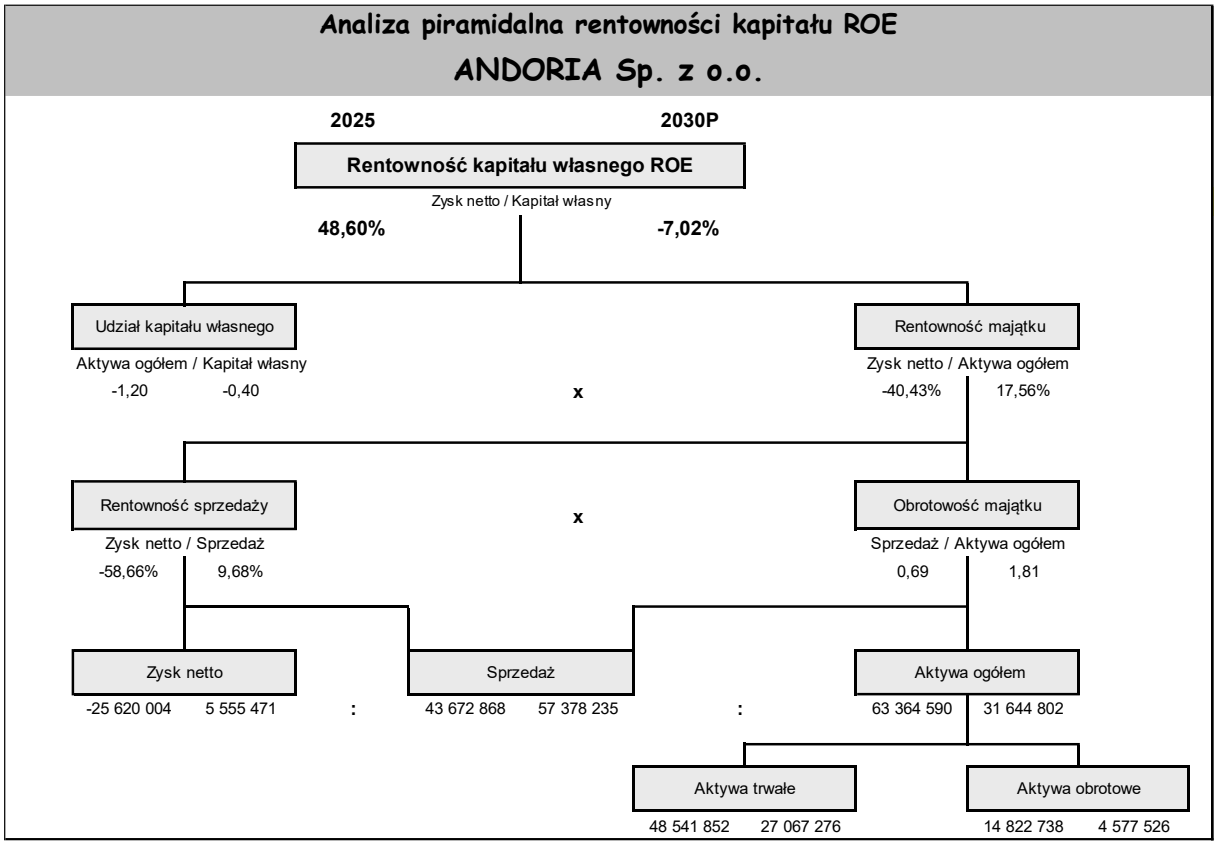
Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

bazy kapitału zainwestowanego – mimo wygenerowania dodatniej marży operacyjnej EBIT (11,95%), formalna wartość wskaźnika ROIC przyjmuje wartość ujemną (-9,58%), co jest bezpośrednią konsekwencją ujemnego mianownika w kalkulacji rotacji.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

III.9 Rentowność kapitału własnego w 2025 i 2030 roku

Rysunek 3 Rentowność kapitału własnego ANDORIA Sp. z o.o.



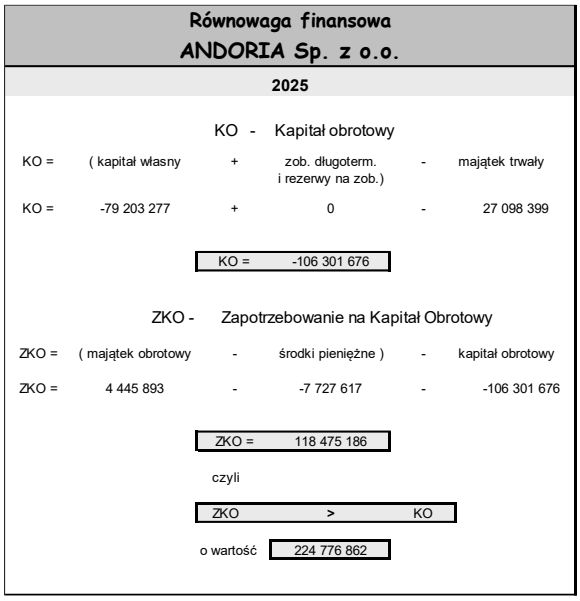
Prezentowany schemat analizy piramidalnej DuPonta obrazuje zmianę rentowności kapitału własnego (ROE) spółki ANDORIA Sp. z o.o., która przechodzi z poziomu 48,60% w 2025 r. do -7,02% w prognozowanym roku 2030P. Głównym motorem tej zmiany jest wzrost rentowności majątku (ROA) z ujemnego poziomu -40,43% do dodatnich 17,56%, co wynika z jednoczesnej poprawy parametrów operacyjnych i efektywnościowych. Rentowność sprzedaży (marża zysku netto) wzrasta z poziomu -58,66% do +9,68%, co jest bezpośrednim efektem wypracowania dodatniego zysku netto w kwocie 5 555 471 zł przy przychodach ze sprzedaży rzędu 57 378 235 zł. Równolegle odnotowano wzrost obrotowości majątku z poziomu 0,69 do 1,81, wywołany przyrostem sprzedaży przy jednoczesnym spadku bazy aktywów ogółem z 63,36 mln zł (63 364 590 zł) do 31,64 mln zł (31 644 802 zł). W strukturze majątku aktywa trwałe uległy redukcji z 48,54 mln zł (48 541 852 zł) do 27,07 mln zł (27 067 276 zł), podczas gdy aktywa obrotowe spadły z 14,82 mln zł (14 822 738 zł) do 4,58 mln zł (4 577 526 zł). Uzupełnieniem konstrukcji piramidy jest mnożnik kapitałowy wykazany na schemacie jako „udział kapitału własnego” (aktywa ogółem / kapitał własny), który ze względu na ujemny

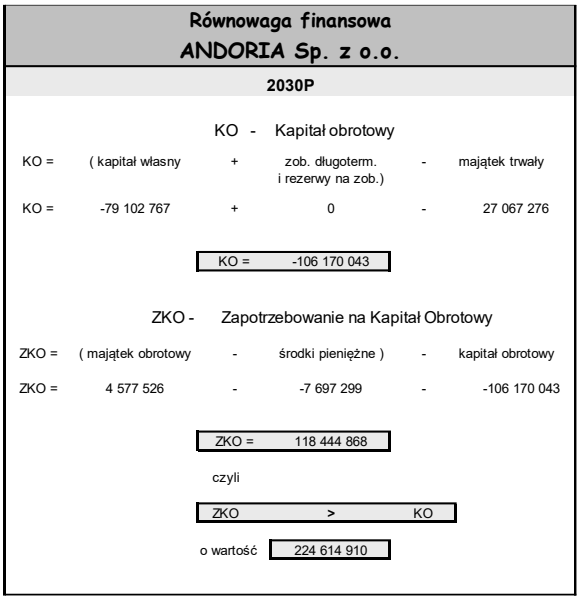
kapitał własny przybiera wartości ujemne i rośnie z poziomu -1,20 w 2025 r. do -0,40 w 2030P. Zmiana wartości końcowej ROE na poziom -7,02% stanowi zaburzenie statystyczne wynikające z ujemnej bazy kapitałów własnych. W rzeczywistości spółka w horyzoncie prognozy do roku 2030P odbudowuje fundamenty operacyjne, przechodząc z głębokiej straty netto na poziom dodatniej rentowności oraz sukcesywnie zmniejszając skumulowany deficyt kapitałowy.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

III.10 Równowaga finansowa Podmiotu w latach prognozy

Tabela 15 Równanie równowagi finansowej ANDORIA Sp. z o.o.





Przedstawiona analiza równowagi finansowej ANDORIA Sp. z o.o. obrazuje sytuację struktury płynności pomiędzy rokiem 2027P a docelowym rokiem prognozy 2030P. W roku 2027P spółka wykazuje ujemny stan równowagi finansowej, w którym kapitał obrotowy (KO) wynoszący -106 301 676 zł (ukształtowany przez kapitał własny -79 203 277 zł, zobowiązania długoterminowe i rezerwy 0 zł oraz pomniejszony o majątek trwały 27 098 399 zł) nie pokrywa zapotrzebowania na kapitał obrotowy (ZKO) równego 118 475 186 zł. Przewaga zapotrzebowania na kapitał obrotowy nad kapitałem obrotowym wynosi 224 776 862 zł przy środkach pieniężnych wykazujących ujemną wartość -7 727 617 zł oraz aktywach obrotowych na poziomie 4 445 893 zł. W horyzoncie prognozy do roku 2030P ujemny kapitał obrotowy netto kształtuje się na zbliżonym poziomie -106 170 043 zł pod wpływem nieznacznej poprawy kapitału własnego do poziomu -79 102 767 zł oraz przy utrzymaniu stałego poziomu majątku trwałego (27 067 276 zł). Równolegle, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy ZKO w 2030P ulega niewielkiemu obniżeniu do wartości 118 444 868 zł, co przy środkach pieniężnych na poziomie -7 697 299 zł oraz aktywach obrotowych wynoszących 4 577 526 zł wskazuje na stabilizację wskaźników bilansowych pod koniec horyzontu planowania. W efekcie utrwalona zostaje relacja ZKO > KO, przy czym różnica ta nieznacznie zmniejsza się z wartości 224 776 862 zł w 2027P do 224 614 910 zł w 2030P. Zmiana ta wskazuje na utrzymujący się wysoki

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

poziom strukturalnej nierównowagi finansowej przedsiębiorstwa, wymagający w przyszłości restruktrizacji kapitałowej.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

IV OSZACOWANIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW

Oszacowania dokonano na podstawie:

– Wolne przepływy gotówkowe (Free Cash Flow - FCF).
  Polega na obliczeniu wartości rezydualnej oraz zdyskontowanych Wolnych Przepływów Pieniężnych dostępnych dla inwestorów (uwzględniających wartość inwestycji) we wszystkich latach prognozy. Następnie uzyskany wynik korygowany jest o wartość zadłużenia oprocentowanego, którym Spółka jest obecnie obciążona.

Na podstawie trzech powyższych metod dokonano oszacowania wartości godziwej udziałów na podstawie średniej arytmetycznej oraz z uwagi na to że nie jest to podmiot publiczny oraz stosunkowo młody ***zastosowano dyskonto w wysokości 20%.***

Oszacowanie wartości godziwej udziałów wykonane zostało według następującej metodyki:

1. Wykorzystano prognozę funkcjonowania od roku 2026 do 2030 przygotowaną przez zarząd podmiotu.
2. Oszacowano strumienie wolnych przepływów pieniężnych oraz przepływów pieniężnych netto,
3. Oszacowano stopę dyskonta dla każdego okresu – w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC).

Do wyliczenia kosztu kapitału własnego posłużono się modelem: ***dochód z obligacji plus premia za ryzyko***. W tym podejściu koszt kapitału własnego jest zależny od potencjalnego dochodu z obligacji oraz premii za ryzyko. Gdyby właściciel (akcjonariusz) otrzymał dywidendę, to mógłby ją zainwestować w lokaty o względnie niskim poziomie ryzyka, np. w obligacje. Akceptując brak dywidend, właściciel pozostawia swoje środki w firmie i angażuje je w działalność o wyższym poziomie ryzyka. Dlatego też oczekuje od swojej firmy, od swoich kapitałów, stopy zwrotu wyrażonej wzorem:

Ks = Dochód z obligacji + Premia za ryzyko

Jako stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność 5 letnich obligacji skarbowych w wysokości 5,35%. Wielkość premii za ryzyko została określana w sposób intuicyjny oraz na podstawie obserwacji sytuacji bieżącej na poziomie 10,0% w latach 2025-30.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

Kierownictwo firmy, angażując w działalność gospodarczą środki, powinno się liczyć z powyższymi kosztami. Ze względu na prostotę oraz intuicyjną zrozumiałość metoda ta jest powszechnie stosowana w praktyce. Premię za ryzyko wynikające z zaangażowania kapitału w akcje firmy, a nie w obligacje, można ocenić w sposób subiektywny.

4. Obliczono sumę zdyskontowanych strumieni pieniężnych.
5. Oszacowano wartość Podmiotu.

Zgodnie z powyższymi założeniami

wartość godziwa podmiotu według metody wolnych przepływy gotówkowych (Free Cash Flow - FCF).:

2 036 876,4 zł.

Wartość godziwa przedsiębiorstwa po uwzględnieniu 20% dyskonta i średniej arytmetycznej wynosi:

1 629 501,1 zł.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

IV.1 Średnioważony koszt kapitału WACC 2025 - 2030

Tabela 16. ANDORIA Sp. z o.o. – WACC w okresie 2025 - 2030

WACC ANDORIA Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
WACC	**17,33%**	**16,72%**	**16,50%**	**16,41%**	**16,41%**	**16,50%**
Koszt kredytu	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Stopa opodatkowania	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Koszt kapitału własnego = Rf + [E(Rm) - Rf](b)	15,35%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Stopa wolna od ryzyka Rf	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%
Premia za ryzyko	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
β	1,00%	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
struktura kapitału	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**
kapitał własny + rezerwy + fundusze specjalne	135,13%	124,41%	120,34%	118,77%	118,78%	120,37%
zadłużenie długoterminowe oprocentowane	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
zadłużenie krótkoterminowe oprocentowane	-35,13%	-24,41%	-20,34%	-18,77%	-18,78%	-20,37%

Średni ważony koszt kapitału (WACC) jest stopą uwzględniającą koszt kapitału własnego i obcego oraz ich wagę w kapitale zakładowym. Koszt kapitału własnego odzwierciedla wymaganą przez inwestorów stopę zwrotu związaną z finansowaniem działalności spółki, a koszt długu określony jest przez bieżącą stopę oprocentowania kapitałów obcych skorygowaną o korzyści podatkowe.

Koszt kapitału własnego[7] CAMP = Rf+[E(Rm)-Rf]*β

gdzie:

Rf – wolna od ryzyka stopa zwrotu

E(Rm) – oczekiwana stopa zwrotu z całego portfela rynkowego

[E(Rm)-Rf] – premia za ryzyko rynkowe

β – ryzyko systematyczne kapitału własnego

Kształtowanie się współczynnika β i interpretacje

- **β < 0** - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) wykazuje odmienne tendencje zmian niż stopa zwrotu na rynku (akcje, portfele korelujące z sobą ujemnie);
- **β = 0** - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) nie jest wrażliwa na zmienność rynku (np. papiery wolne od ryzyka – bon skarbowy);
- **0 < β < 1** - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) jest w małym stopniu wrażliwa na zmienność rynku (defensywna akcja, portfel);

[7] Elżbieta Ostrowska, *Inwestycje finansowe*

- β = **1** - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) zmienia się w takim samym stopniu, jak stopa zwrotu z rynku;
- β > **1** - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) jest w dużym stopniu wrażliwa na zmienność rynku (agresywna akcja, portfel).

W przypadku Spółek, których akcje nie są notowane na regulowanych rynkach i nie jest możliwe obliczenie współczynnika β na podstawie danych historycznych, przyjmuje się wartość β = **1,0.**

IV.2 Wyliczenie Wartości Podmiotu w oparciu o FCF

Wolne przepływy gotówkowe (Free Cash Flow - FCF) są strumieniem gotówki z działalności operacyjnej. Są to generowane przez przedsiębiorstwo łączne przepływy gotówkowe po opodatkowaniu, które są dostępne dla wszystkich dostawców kapitału firmy, czyli dla wierzycieli i akcjonariuszy. Można interpretować FCF jako strumień gotówki po opodatkowaniu, który byłby dostępny dla akcjonariuszy spółki jeżeli nie byłaby ona zadłużona[8].

Tabela 17. Huta Małapanew Sp. z o.o. – FCF w latach 2025 - 2030

Wolne Przepływy Gotówkowe FCF ANDORIA Sp. z o.o.							
		2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1	EBIT	-19 748 212,3	-15 517 903,8	-10 968 894,7	-5 491 344,4	44 918,2	6 858 606,0
2	Opodatkowanie EBIT	790 380,4	0,0	0,0	0,0	-8 534,5	-1 303 135,1
3	Zmiana stanu rezerwy na podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A	**NOPLAT (1+2+3)**	**-18 957 831,9**	**-15 517 903,8**	**-10 968 894,7**	**-5 491 344,4**	**36 383,7**	**5 555 470,9**
4	Amortyzacja	2 334 979,1	2 370 003,8	2 310 753,7	2 229 877,3	2 151 831,6	2 033 480,9
B	**Przepływy gotówkowe brutto (A+4)**	**-16 622 852,8**	**-13 147 900,0**	**-8 658 141,0**	**-3 261 467,1**	**2 188 215,4**	**7 588 951,8**
5	Wzrost (spadek) kapitału obrotowego	-16 909 380,6	4 117 808,1	-2 437 556,4	30 030,5	31 982,5	39 301,6
6	Nakłady kapitałowe	6 365,6	1 165 516,3	2 300 379,4	2 219 503,0	2 141 457,3	2 023 106,5
7	Pozostałe aktywa pomniejszone o pozostałe zobowiązania	3 237 863,7	-2 751 487,6	0,0	0,0	0,0	0,0
C	**Inwestycje brutto (5+6+7)**	**-13 665 151,2**	**2 531 836,8**	**-137 177,1**	**2 249 533,5**	**2 173 439,8**	**2 062 408,1**
D	**FCF bez uwzględnienia Wartości Firmy (B-C)**	**-2 957 701,6**	**-15 679 736,9**	**-8 520 964,0**	**-5 511 000,6**	**14 775,6**	**5 526 543,6**
8	Wartość firmy	0,0	-4 642 117,3	0,0	0,0	0,0	0,0
E	**FCF (D-8)**	**-2 957 701,6**	**-11 037 619,6**	**-8 520 964,0**	**-5 511 000,6**	**14 775,6**	**5 526 543,6**
9	Inwestycje	-1 780 781,8	5 571 691,8	0,0	0,0	0,0	0,0
10	Przeszacowanie majątku trwałego z tyt. aktualizacji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F	**Cash Flow dostępny dla inwestorów (E+9+10)**	**-4 738 483,3**	**-5 465 927,8**	**-8 520 964,0**	**-5 511 000,6**	**14 775,6**	**5 526 543,6**
11	przychody odsetkowe po opodatkowaniu	-231 571,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
13	zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
14	Wzrost (spadek) krótkoterminowych aktywów finansowych niepieniężnych	211 671,0	-211 671,0	0,0	0,0	0,0	0,0
15	Wzrost (spadek) krótkoterminowych aktywów finansowych pieniężnych	-25 642,6	793 346,6	-8 520 964,0	-5 511 000,6	14 775,6	5 526 543,6
16	koszty odsetkowe po opodatkowaniu	6 893 742,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
18	straty nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
19	Wzrost (spadek) oprocentowanego zadłużenia	-11 586 683,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
20	Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
21	Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
G	**Pozostałe zmiany**	**-4 738 483,3**	**581 675,6**	**-8 520 964,0**	**-5 511 000,6**	**14 775,6**	**5 526 543,6**

Prezentowana tabela przedstawia kalkulację Wolnych Przepływów Gotówkowych (FCF) oraz ostatecznego Cash Flow dostępnego dla inwestorów spółki ANDORIA Sp. z o.o. w latach

[8] op.cit., s. 157-158.

2025–2030P. W roku 2025 spółka zanotowała ujemny wynik NOPLAT na poziomie -18 957 831,90 zł, co przy amortyzacji rzędu 2 334 979,10 zł przełożyło się na ujemne przepływy gotówkowe brutto w wysokości -16 622 852,80 zł. Po uwzględnieniu ujemnych inwestycji brutto (-13 665 151,20 zł) wskaźnik FCF wyniósł -2 957 701,60 zł, a ostateczny Cash Flow dostępny dla inwestorów osiągnął poziom -4 738 483,30 zł. W roku 2026P, przy wyniku NOPLAT równym -15 517 903,80 zł i przepływach brutto na poziomie -13 147 900,00 zł, wskaźnik FCF ukształtował się na poziomie -11 037 619,60 zł (po ujęciu wartości firmy w kwocie -4 642 117,30 zł). Ostateczny Cash Flow dostępny dla inwestorów wyniósł w 2026P -5 465 927,80 zł z uwagi na uwzględnienie wpływu pozostałych inwestycji w kwocie 5 571 691,80 zł. W latach 2027P–2028P wskaźnik FCF oraz Cash Flow dostępny dla inwestorów pozostają na ujemnym poziomie, wynosząc odpowiednio -8 520 964,00 zł w 2027P oraz -5 511 000,60 zł w 2028P. Jest to bezpośrednim efektem ujemnego wyniku NOPLAT (odpowiednio -10 968 894,70 zł oraz -5 491 344,40 zł), spadku kapitału obrotowego oraz ponoszonych nakładów kapitałowych. Przełom następuje od roku 2029P, kiedy to dzięki osiągnięciu dodatniej rentowności operacyjnej (NOPLAT wynoszący 36 383,70 zł w 2029P oraz 5 555 470,90 zł w 2030P) wskaźnik FCF staje się dodatni i wynosi 14 775,60 zł w 2029P, by w docelowym roku prognozy 2030P wzrosnąć do poziomu 5 526 543,60 zł. W latach 2029P–2030P zmiany stanu kapitału obrotowego kształtują się na niskim poziomie (od 31,98 tys. zł do 39,30 tys. zł rocznie), co przy rosnących przepływach brutto (do 7 588 951,80 zł w 2030P) i ustabilizowanych nakładach kapitałowych (2 023 106,50 zł) umożliwia generowanie nadwyżek gotówkowych. Ostateczny Cash Flow dostępny dla inwestorów w latach 2027P–2030P pokrywa się w pełni z wartościami FCF, wykazując przejściowe zapotrzebowanie na płynność w latach 2027P–2028P oraz odbudowę wolnych nadwyżek finansowych pod koniec horyzontu planowania. Uzyskane wyniki potwierdzają, że po przejściu trudniejszego okresu w latach 2025–2028P, model biznesowy spółki odzyskuje zdolność do generowania wartości dla inwestorów od roku 2029P

Tabela 18. ANDORIA Sp. z o.o. – wartość godziwa w oparciu o wartość wolnych przepływów pieniężnych

Wycena				
rok	**FCF**	**współczynnik dyskontowy**		**Bieżąca wartość FCF**
2027P	-8 520 964,0	16,50%	0,858	-7 314 433,4
2028P	-5 511 000,6	16,41%	0,737	-4 063 902,5
2029P	14 775,6	16,41%	0,633	9 360,0
2030P	5 526 543,6	16,50%	0,544	3 005 181,6
wartość rezydualna	**33 500 389,6**	**16,50%**	**0,544**	**18 216 585,3**
wartość działalności operacyjnej				9 852 790,9
wartość inwestycji nieoperacyjnych				5 571 691,80
wartość spółki razem				**15 424 482,7**
minus zadłużenie oprocentowane				13 387 606,3
wartość kapitału własnego				**2 036 876,4**
Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym	0,00%			

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

IV.3 Analiza wrażliwości

Poniżej przedstawiono analizę wrażliwości wartości godziwej we względu na zmianę WACC:

- Spadek WACC o 1%

Tabela 19. ANDORIA Sp. z o.o. – wartość godziwa w oparciu o wartość wolnych przepływów pieniężnych

Wycena				
rok	**FCF**	**współczynnik dyskontowy**		**Bieżąca wartość FCF**
2027P	-8 520 964,0	15,29%	0,867	-7 390 781,2
2028P	-5 511 000,6	15,22%	0,753	-4 148 651,7
2029P	14 775,6	15,22%	0,653	9 653,7
2030P	5 526 543,6	15,29%	0,567	3 131 839,8
wartość rezydualna	**36 137 186,5**	**15,29%**	**0,567**	**20 478 600,5**
wartość działalności operacyjnej				12 080 661,1
wartość inwestycji nieoperacyjnych				5 571 691,80
wartość spółki razem				**17 652 352,9**
minus zadłużenie oprocentowane				13 387 606,3
wartość kapitału własnego				**4 264 746,7**
Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym	0,00%			

- Wzrost WACC o 1%

Tabela 20. ANDORIA Sp. z o.o. – wartość godziwa w oparciu o wartość wolnych przepływów pieniężnych

Wycena				
rok	**FCF**	**współczynnik dyskontowy**		**Bieżąca wartość FCF**
2027P	-8 520 964,0	17,70%	0,850	-7 239 646,9
2028P	-5 511 000,6	17,59%	0,723	-3 981 724,1
2029P	14 775,6	17,60%	0,614	9 078,1
2030P	5 526 543,6	17,70%	0,522	2 884 862,0
wartość rezydualna	**31 222 219,6**	**17,70%**	**0,522**	**16 298 034,0**
wartość działalności operacyjnej				7 970 603,2
wartość inwestycji nieoperacyjnych				5 571 691,80
wartość spółki razem				**13 542 295,0**
minus zadłużenie oprocentowane				13 387 606,3
wartość kapitału własnego				**154 688,7**
Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym	0,00%			

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl

tel. 507 023 301

V WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ

Prezentowana tabela przedstawia kalkulację Ekonomicznej Wartości Dodanej (EVA) dla spółki ANDORIA Sp. z o.o. w latach 2025–2030P, która obrazuje proces stopniowej poprawy wyniku operacyjnego i wychodzenia przedsiębiorstwa ze strefy ujemnych wartości ekonomicznych. W roku 2025 spółka zanotowała ujemną wartość EVA na poziomie -9 288 698,09 zł. Wynikało to z ujemnego wyniku NOPLAT w wysokości -18 957 831,93 zł, co przy ujemnej bazie zainwestowanego kapitału (-55 801 956,13 zł) przełożyło się na formalny ROIC równy 33,97%. Przy średnim ważonym koszcie kapitału WACC na poziomie 17,33% dało to dodatnią różnicę (ROIC - WACC) w wysokości +16,65%. W okresie 2026P–2027P następuje stopniowe zmniejszanie ujemnego wskaźnika EVA, aż do osiągnięcia wartości dodatnich w 2028P. W 2026P EVA wynosi -6 212 520,27 zł, przy wyniku NOPLAT na poziomie -15 517 903,82 zł, stopie ROIC 27,89% oraz WACC równym 16,72% (różnica +11,17%). W roku 2027P ujemny wskaźnik EVA zmniejsza się do kwoty -1 387 153,05 zł (NOPLAT -10 968 894,74 zł, opłata za kapitał -9 581 741,69 zł), osiągając spread ROIC - WACC na poziomie +2,39% (ROIC 18,88% przy WACC 16,50%). Przełom następuje w roku 2028P, od którego spółka wykazuje dodatnią Ekonomiczną Wartość Dodaną w kwocie 4 035 943,38 zł (mimo ujemnego NOPLAT -5 491 344,39 zł, ale przy ujemnej opłacie za kapitał -9 527 287,77 zł), osiągając różnicę ROIC - WACC na poziomie -6,95% (ROIC 9,46% przy WACC 16,41%). W kolejnym roku prognozy 2029P następuje dalsza poprawa wyników – wartość EVA wzrasta do 9 560 439,47 zł (NOPLAT 36 383,74 zł, ROIC -0,06%, WACC 16,41%, różnica -16,47%). W docelowym roku prognozy 2030P odbudowa rentowności operacyjnej NOPLAT do kwoty 5 555 470,89 zł przy ujemnej bazie zainwestowanego kapitału (-58 017 862,23 zł) kształtuje wskaźnik ROIC na poziomie -9,58%. Przy kosztach kapitału WACC rzędu 16,50% różnica wynosi -26,07%, co przy ujemnej opłacie za kapitał (-9 571 179,66 zł) pozwala spółce na wykazanie końcowej wartości EVA na poziomie 15 126 650,55 zł.

Tabela 21. ANDORIA Sp. z o.o. – wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej

Wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej ANDORIA Sp. z o.o.	w tys. zł 2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
NOPLAT	-18 957 831,93	-15 517 903,82	-10 968 894,74	-5 491 344,39	36 383,74	5 555 470,89
Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (stan na koniec okresu)	-55 801 956,13	-55 640 123,08	-58 088 053,85	-58 068 397,66	-58 046 789,48	-58 017 862,23
ROIC = NOPLAT / zainwestowany kapitał	33,97%	27,89%	18,88%	9,46%	-0,06%	-9,58%
Wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej = NOPLAT - opłata za kapitał lub zainwestowany kapitał x (ROIC - WACC)						
ROIC	33,97%	27,89%	18,88%	9,46%	-0,06%	-9,58%
WACC	17,33%	16,72%	16,50%	16,41%	16,41%	16,50%
różnica	**16,65%**	**11,17%**	**2,39%**	**-6,95%**	**-16,47%**	**-26,07%**
Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (stan na koniec okresu)	-55 801 956,13	-55 640 123,08	-58 088 053,85	-58 068 397,66	-58 046 789,48	-58 017 862,23
Ekonomiczna Wartość Dodana	**-9 288 698,09**	**-6 212 520,27**	**-1 387 153,05**	**4 035 943,38**	**9 560 439,47**	**15 126 650,55**
NOPLAT	-18 957 831,93	-15 517 903,82	-10 968 894,74	-5 491 344,39	36 383,74	5 555 470,89
Opłata za kapitał	-9 669 133,84	-9 305 383,55	-9 581 741,69	-9 527 287,77	-9 524 055,73	-9 571 179,66
Ekonomiczna Wartość Dodana	**-9 288 698,09**	**-6 212 520,27**	**-1 387 153,05**	**4 035 943,38**	**9 560 439,47**	**15 126 650,55**

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

VI WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW PODMIOTU I OKREŚLENIE PRZEDZIAŁU NEGOCJACYJNEGO

Kapitał właścicielski Przedsiębiorstwa Andoria Sp. z o.o.

Wobec wyników powyższej wyceny można stwierdzić, co następuje:

– wartość godziwa udziałów ANDORIA Sp. z o.o. wynosi:

wartość godziwa ANDORIA Sp. z o.o.:

2 036 876,4 zł.

Wartość godziwa 100 % udziałów ustalona na podstawie średniej arytmetycznej trzech powyższych metod i 20% dyskonta wynosi

1 629 501,1 zł.

VIIOGÓLNA CHARAKTERYSTYKA WYKORZYSTANYCH METOD

Wartość firmy określana metodą Zdyskontowanych Strumieni Pieniężnych składa się z dwóch składników: sumy zdyskontowanych wynikowych strumieni pieniężnych oraz wartości rezydualnej (lub wartości skorygowanych aktywów netto w ostatnim roku prognozy).

1. Należy oszacować dla kolejnych lat, wartości stanowiące różnicę pomiędzy strumieniami pieniężnymi wpływającymi do przedsiębiorstwa, a wszystkimi strumieniami pieniężnymi wypływającymi z przedsiębiorstwa.

2. Należy określić współczynnik dyskontujący, w celu sprowadzenia oszacowanych wartości cash flow do wartości obecnej.

3.Wartość przedsiębiorstwa jest sumą zdyskontowanych strumieni pieniężnych netto i zdyskontowanej wartości rezydualnej czyli renty wieczystej, ustalonej dla ostatniego roku prowadzonej analizy lub zdyskontowanej wartości skorygowanych aktywów netto.

Czas trwania projektu ma wynosić 5 lat (n=5). Jako t=0 przyjęto rok 2018 roku, a rok 2023, jako n=5.

Wartość Przedsiębiorstwa można przedstawić następującymi wzorami:

$$P = \frac{CF}{(1+r)} + \ldots + \frac{CF}{(1+r)^t} + RV - WZ \quad t_O$$

Gdzie:

P – *wartość przedsiębiorstwa*

CF – *wartość CASH-FLOW*

r – *wysokość stopy dyskonta*

t – *długość okresu prognozy*

RV – *wartość rezydualna*

WZ – *wartość oprocentowanego zadłużenia w okresie t_o – stan na dzień 15 styczeń 2019 roku.*

Wartość rezydualna (końcowa)

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301

$$RV = \frac{(1+g)}{(r-g)} \times CF_t \times a_t$$

Gdzie :

RV – *wartość końcowa*

CF_t – *wartość CASH-FLOW w ostatnim roku prognozy*

r – *wysokość stopy dyskonta*

g – *stopa wzrostu cash- flow po okresie prognozy – przyjęto 0,0%.*

a_t – *dyskonto dla roku po okresie prognozy*

Wartość Podmiotu obliczoną za pomocą tego wzoru pomniejszono o kwotę oprocentowanego zadłużenia z tytułu: kredytów krótko i długoterminowych, pożyczek, obligacji i papierów wartościowych, aby uzyskać wartość dla akcjonariuszy[9]. W przypadku metody skorygowanych aktywów netto oprocentowane zadłużenie ujęte jest w wartości skorygowanych aktywów netto.

Wartość rezydualna wyznaczana jest jako iloraz wynikowego strumienia pieniężnego w ostatnim roku analizy, podzielonego przez stopę dyskonta i pomnożonego przez współczynnik dyskontujący następnego roku, poza horyzontem analizy.
Wartość ta odzwierciedla głównie zdolność podmiotu gospodarczego do generowania dochodu.

Współczynniki dyskontujące obliczane są wg poniższych wzorów:

$a_1 = [1/(1 + r_{2022})]^1$

$a_2 = [1/(1 + r_{2022})]^1 * [1/(1 + r_{2023})]^1$

$a_3 = [1/(1 + r_{2022})]^1 * [1/(1 + r_{2023})]^1 * [1/(1 + r_{2024})]^1$

itd….

lub odczytywane z tablic dyskontowych.

[9] T. Copeland, *op. cit*., s.127.

Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice www.cfa-tax.pl , biuro@cfa-tax.pl
tel. 507 023 301