WYCENA

WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW

Huta Małapanew Sp. z o.o.

(korekta)

Gliwice, 24 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 HISTORIA FIRMY 8
II.5 OPIS DZIAŁALNOŚCI 9
II.6 ZESPÓŁ 10
II.7 OPIS PROCESU PRODUKCJI 10

III ANALIZA FINANSOWA W OPARCIU O PLAN FINANSOWY NA OKRES 2026 - 2030 12

III.1 ZAŁOŻENIA KONSTRUOWANIA PROGNOZY NA LATA 2026-2030 12
III.2 BILANS PRO-FORMA 14
III.3 ŁĄCZNE FUNDUSZE INWESTORÓW W LATACH 2024 – 2030 20
III.4 RACHUNEK WYNIKÓW PRO – FORMA 22
III.5 NOPLAT W LATACH 2025 – 2030 23
III.6 RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH PRO – FORMA 26
III.7 PODSTAWOWE PARAMETRY EKONOMICZNE – FINANSOWE 28
III.8 ZWROT Z ZAINWESTOWANEGO KAPITAŁU W 2025 I 2030 ROKU 32
III.9 RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO W 2025 I 2030 ROKU 33
III.10 RÓWNOWAGA FINANSOWA PODMIOTU W LATACH PROGNOZY 35

IV OSZACOWANIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW 37

IV.1 ŚREDNIOWAŻONY KOSZT KAPITAŁU WACC 2025 - 2030 40
IV.2 WYLICZENIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW W OPARCIU O BIEŻĄCĄ WARTOŚĆ GOTÓWKI I SKORYGOWANE AKTYWA NETTO 41
IV.3 WYLICZENIE WARTOŚCI PODMIOTU W OPARCIU O FCF 42
IV.4 WYLICZENIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW W OPARCIU O FCF 44
IV.5 ANALIZA WRAŻLIWOŚCI WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW W OPARCIU O FCF 46

V WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ 46

VI WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW PODMIOTU I OKREŚLENIE PRZEDZIAŁU NEGOCJACYJNEGO 48

VII OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA WYKORZYSTANYCH METOD 49

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. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O.– ZAŁOŻENIA DO PLANU FINANSOWEGO 2026–2030 13
TABELA 2. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O.– BILANS PRO-FORMA 2024–2030 14
TABELA 3. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O.– BILANS PRO-FORMA 2024–2030 15
TABELA 4 BILANS - DYNAMIKA 2025-2030 18
TABELA 5 KAPITAŁY STAŁE W FINANSOWANIU MAJĄTKU PRZEDSIĘBIORSTWA 18
TABELA 6 ŁĄCZNE FUNDUSZE INWESTORÓW W LATACH 2024 - 2030 20
TABELA 7. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. - RACHUNEK WYNIKÓW 2024-2030 22
TABELA 8. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O.– NOPLAT W OKRESIE 2025-2030 24
TABELA 9 HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O.– SPRAWOZDANIE Z PRZEPŁYWU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH PRO-FORMA 2024-2030 26
TABELA 10 STRUMIENIE PIENIĘŻNE W LATACH 2025-2030 26
TABELA 11. WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI W LATACH 2025–2030 28
TABELA 12. WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W LATACH 2025–2030 29
TABELA 13. WSKAŹNIKI OBROTOWOŚCI W LATACH 2025–2030 30
TABELA 14. WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA W LATACH 2025–2030 31
TABELA 15 RÓWNANIE RÓWNOWAGI FINANSOWEJ HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. 35
TABELA 16. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – WACC W OKRESIE 2025 - 2030 40
TABELA 17 SKORYGOWANE AKTYWA NETTO 41
TABELA 18. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – WARTOŚĆ DOCHODOWA W OPARCIU BIEŻĄCĄ WARTOŚĆ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO 42
TABELA 19. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – FCF W LATACH 2025 - 2030 43
TABELA 20. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – WARTOŚĆ GODZIWA W OPARCIU O WARTOŚĆ WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH 44
TABELA 21. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – WARTOŚĆ GODZIWA W OPARCIU O WARTOŚĆ WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH 45
TABELA 22. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – WARTOŚĆ GODZIWA W OPARCIU O WARTOŚĆ WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH 46
TABELA 23. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – WARTOŚĆ GODZIWA W OPARCIU O WARTOŚĆ WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH 46
TABELA 24. HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. – WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ 47

RYSUNEK 1 CYKL ZAMIANY NA GOTÓWKĘ 31
RYSUNEK 2 DRZEWO ROIC (RETURN ON INVESTED CAPITAL) 32
RYSUNEK 3 RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO HUTA MAŁAPANEW SP. Z O.O. 33

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

Huta Małapanew 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 Huta Małapanew Sp. z o.o. W związku wyceną planowanego wniesienia przez udziałów Huta Małapanew Sp. z o.o.. Odpowiedzialność za prawdziwość i rzetelność zaprezentowanych w opracowaniu danych ponoszą władze Przedsiębiorstwa Huta Małapanew 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 Huta Małapanew 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 Huta Małapanew Sp. z o.o.

Oszacowania dokonano:

- metodą opierającą się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych netto oraz wartości zdyskontowanych skorygowanych aktywów netto.
- sumy zdyskontowanych przyszłych wolnych strumieni gotówki i zdyskontowanej wartości rezydualnej,
- metody w oparciu o wartość wolnych przepływów pieniężnych

na podstawie trzech powyższych metod ostatecznie wybrano 1 metodę sumy zdyskontowanych przyszłych wolnych strumieni gotówki 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 według ostatecznej metody.

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

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

- **według metody III 131 140 980,6 zł.**

Wartość godziwa udziałów (131 140 980,6) x (1-20%) =

104 912 784,4 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:	Huta Małapanew Sp. z o.o.
Adres siedziby:	46-040 Ozimek, ul. Kolejowa 1
tel./fax:	+48 77 401 85 10
mail	sekretariat@malapanew.pl
http:	https://malapanew.pl/kontakt/
NIP:	991-02-17-818
REGON:	532181892
KRS	0000000733
Forma prawna:	Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
Sąd rejestrowy:	Sąd Rejonowy w Opolu, VIII Wydz. Gospodarczy
Podmioty zależne:	---

II.2 Sąd Rejestrowy

Spółka Huta Małapanew Sp. z o.o. została zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym w dniu 13.02.2001 r. Ostatniego wpisu w rejestrze dokonano w dniu 11.06.2026 r. Na dzień sporządzenia niniejszej wyceny (stan na dzień 24.08.2026 r.), kapitał zakładowy spółki Huta Małapanew Sp. z o.o. wynosi 104.200.000,00 zł i dzieli się na 208.400 udziałów o wartości nominalnej 500,00 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

- Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna PLN 35 1240 2975 1111 0011 0764 6281
- Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna PLN 14 1240 2975 1111 0011 3200 0643
- Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna PLN 86 1240 2975 1111 0011 0764 6236
- Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna PLN 44 1240 2975 1111 0011 3200 2722

- Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna EUR 63 1240 2975 1978 0010 3200 2777
- BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna PLN 23 1750 1194 0000 0000 2315 0921
- BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna EUR 48 1750 1194 0000 0000 2315 0956
- BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna USD 42 1750 1309 0000 0000 3886 6664
- BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna PLN 68 1750 1194 0000 0000 2315 1081
- BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna PLN 04 1750 1194 0000 0000 2315 0972
- BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna PLN 62 1750 1309 0000 0000 3547 2274
- BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna PLN 67 1750 1194 0000 0000 3947 9788
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna PLN 48 1050 1504 1000 0090 3220 8432
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna PLN 71 1050 1504 1000 0090 3225 4675
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna EUR 26 1050 1504 1000 0090 3220 8440
- ING Bank Śląski Spółka Akcyjna PLN 30 1050 1504 1000 0090 3220 8465

II.4 Historia firmy

Spółka ma bardzo długą historię i tradycję, która sięga końcówki XVIII wieku. Była ona pierwszą hutą założoną na obecnych ziemiach polskich. Kluczowe daty związane z działalnością i rozwojem kuźni zostały przedstawione poniżej:

1753 – Rozkaz króla pruskiego Fryderyka II, aby nad rzeką Małą Panwią na miejscu młyna wodnego młynarza Ozimka założyć hutę żelazną

1754 – Zapalenie dwóch pieców wysokich i pełne uruchomienie działalności huty, która z czasem przyjęła nazwę „Królewska Huta Malapane w Ozimku"

1789 – Innowacyjne w skali europejskiej zastosowanie koksu do wytopów wielkopiecowych.

1791 – Wprowadzenie innowacyjnej techniki formowania w piasku stosowanej do dziś, która zastąpiła formy gliniane

1796 – Odlanie mostu żelaznego przez Wodę Strzegomską

1851 – Brązowy medal na Wystawie Światowej w Londynie za walce młyńskie

1905 – Uruchomienie drugiego pieca martenowskiego

1914 – Uruchomienie trzeciego pieca martenowskiego

Lata 20-te – Uruchomienie pieca elektrycznego oraz całkowite przejście na produkcję stali narzędziowej i konstrukcyjnej

Lata 50-te – Gwałtowny rozwój huty, w tym uruchomienie nowych pieców, wybudowanie modelarni, rozbudowa stalowni, odlewni, formierni i oczyszczalni

Lata 60–70 – rozwój współpracy z ośrodkami naukowymi, prowadzenie własnych prac badawczo-rozwojowych oraz stworzenie kuźni kadr dla branży

1975 – Szczyt zatrudnienia w hucie, kiedy w hucie pracowało 7052 pracowników

Lata 80-te – Uruchomienie automatycznej linii formowania „Künkel-Wagner"

1993–2001 – Restrukturyzacja organizacyjno-własnościowa huty, w ramach której utworzono spółkę „HUTA MAŁAPANEW Spółka z o.o."

2004 – Kontynuacja restrukturyzacji, w ramach której spółki prowadzące działalność pomocnicze i wydzielone wcześniej z huty weszły w skład Grupy Kapitałowej „GWARANT", a MAŁAPANEW Zakłady Odlewnicze Sp z o.o. wróciła do historycznej nazwy HUTA MAŁAPANEW Spółka z o.o. kontynuując ponad 250-letnie tradycje hutnicze i odlewnicze w Ozimku

2005 – Przejęcie spółki „Małapanew"-Modelarnia Sp. z o.o.

2008 – Przejęcie spółki Ekomodern Sp. z o.o.

2009 – Przeniesienie całego majątku spółki „Odlewnia Motoryzacyjna" Sp. z o.o. na spółkę „HUTA MAŁAPANEW" Sp. z o.o.

2011 – Połączenie przez przeniesienie całego majątku spółki „Małapanew" Armatura Sp. z o.o. na spółkę HUTA MAŁAPANEW Sp. z o.o. oraz wydzielenie części działalności w postaci odlewni motoryzacyjnej w Andrychowie na spółkę „Andoria-Mot"

2019 – Zmiana właścicielska, w ramach której 100% udziałów w Spółce zostaje przejętych przez Pana Jana Szlązaka

2020 – Restrukturyzacja kapitałowa spółki, w ramach której dokonano odkupu oraz umorzenia części udziałów własnych oraz konwersji części długu odsetkowego na udziały w spółce

2021 – Emisja obligacji i uruchomienie projektów inwestycyjnych częściowo dotowanych ze środków NCBiR zorientowanych na zwiększenie automatyzacji procesów wytwórczych i zwiększenia zdolności produkcyjnych o elementy rozjazdów kolejowych

II.5 Opis działalności

HUTA MAŁAPANEW Spółka z o.o. istnieje od 1 lipca 2001r i jest kontynuatorką działalności Spółki Akcyjnej o tej samej nazwie i jej 250-letnie tradycje odlewniczej. OD 2004r.

Huta jest jednym z największych w Polsce producentów i cenionym dostawcą odlewów (głównie staliwnych, ale także żeliwnych). Główny asortyment produkcji, to: odlewy surowe i obrobione, walce hutnicze, armatura przemysłowa (zasuwy i zawory), części do maszyn w tym koła jezdne, osprzęt walcowniczy. Huta wykonuje także oprzyrządowanie modelowe dla zamówionych odlewów oraz usługi obróbki mechanicznej i cieplnej.

Huta wytwarza odlewy z ok. 200 gatunków staliw i żeliw według norm: PN/EN, DIN, ASTM, GOST, BS lub w oparciu o wymagania zamawiającego. Ciężar pojedynczego odlewu surowego może wynosić od 5 do 12000 kg. Oferuje także armaturę przemysłową wykonaną zgodnie z wymaganiami dyrektywy ciśnieniowej, w zakres średnic: DN 40 ÷ 1000 i ciśnień roboczych PN 6 ÷ 25 i PN 40 (zależne od figury).

Huta dostarcza odlewy surowe i obrobione mechanicznie na rynek krajowy i zagraniczny, dla takich branż jak przemysł wydobywczy, hutnictwo, przemysł cementowo-wapienniczy, maszynowy, energetyka, przemysł stoczniowy i inne. Wytwarza też armaturę przemysłową do transportu rurociągowego na potrzeby wielu branż. Odlewy wykonywane są według dokumentacji zamawiającego jak również według dostarczonego wzoru lub modelu, w ilościach jednostkowych lub seryjnych i dostarczane zgodnie z życzeniem klienta w stanie surowym lub po obróbce mechanicznej (zgrubnej lub na gotowo).

Huta posiada certyfikaty i uznania dla swoich produktów i procesów:

- dla odlewów ciśnieniowych i morskich – certyfikaty jednostek takich jak LR, BV, PRS, DNV,
- dla odlewów kolejowych – świadectwo DB (odlewanie i obróbki cieplna – HPQ), uznanie TUV Rheinland (spawanie – CL1),
- dla armatury – certyfikat BV (zgodność PED wg modułu H)
- dla drabinek do kombajnów górniczych – certyfikat bezpieczeństwa ITG KOMAG

II.6 Zespół

- Rafał Ślęzak – Prezes Zarządu

II.7 Opis procesu produkcji

Huta Małapanew Sp. z o.o. z siedzibą w Ozimku jest jednym z największych i najbardziej doświadczonych producentów odlewów staliwnych oraz żeliwnych w Polsce. Firma łączy ponad 270-letnią tradycję odlewniczą z nowoczesnymi technologiami produkcyjnymi.

Zakład specjalizuje się w produkcji odlewów surowych oraz obrobionych mechanicznie o wadze pojedynczej od 5 kg do 12 ton (oraz do 20 ton dla walców).

- **Odlewy staliwne i żeliwne:** Wyroby ze staliwa węglowego, stopowego, manganowego oraz żeliwa szarego i sferoidalnego. W asortymencie znajdują się koła jezdne suwnic, oprawy łożysk, korpusy przekładni, kadłuby silników, elementy młynów, stożki maszyn kruszących oraz komponenty dla kolejnictwa (m.in. koła bose, korpusy maźnic, gniazda i czopy skrętu).
- **Walce hutnicze:** Walce gładkie, pielgrzymowe i zespolone wraz z wykonaną obróbką czopów łożyskowych.
- **Armatura przemysłowa:** Zasuwy klinowe (średnice od DN 40 do DN 1000) stosowane w ciepłownictwie, energetyce, chemii i rafineriach, a także zawory wylewowe zwrotno-zaporowe (od DN 65 do DN 250) montowane na statkach.

Produkty spółki trafiają do kluczowych gałęzi przemysłu ciężkiego i infrastruktury:

- **Kolejnictwo:** Produkcja monoblokowych krzyżownic ze staliwa manganowego oraz elementów taboru kolejowego (dostawca certyfikowany m.in. dla PKP Cargo, PKP Intercity, kolei niemieckich i czeskich).
- **Przemysł obronny:** Uczestnictwo w konsolidacji branżowej w ramach Polskiej Grupy Hutniczej, obejmujące produkcję korpusów bomb w standardzie NATO, elementów rakiet oraz amunicji 155 mm.
- **Górnictwo:** Elementy maszyn i urządzeń górniczych (w tym eksport na rynek amerykański).
- **Hutnictwo, energetyka, budowa maszyn oraz przemysł okrętowy**.

Działania strategiczne Huty Małapanew skupiają się na rozbudowie wydziału obróbki mechanicznej i wyposażeniu go w nowe obrabiarki CNC, zwiększaniu udziału wyrobów obrobionych na gotowo, wdrażaniu innowacyjnych rozjazdów kolejowych ze staliwa manganowego oraz rozwoju produkcji dla sektora zbrojeniowego.

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 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 Huta Małapanew 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.

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.

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

- 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 9%. .
- 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. Huta Małapanew 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	4,0%	5,0%	6,0%	5,0%	5,0%
wzrost sprzedaży powyżej rynku	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
Razem	**10,0%**	**10,5%**	**11,5%**	**10,5%**	**9,5%**

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 Huta Małapanew Sp. z o.o. oraz dynamikę ich wzrostu przedstawiają poniższe tablice:

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

Bilans Huta Małapanew Sp. z o.o.							
AKTYWA	**2024**	**2025**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2029P**	**2030P**
A. Aktywa trwałe	**118 378 958,66**	**137 258 630,48**	**73 601 238,59**	**73 431 000,28**	**73 260 761,97**	**73 090 523,66**	**72 920 285,35**
I. Wartości niematerialne i prawne	**5 524 028,78**	**7 603 493,08**	**2 234 482,86**	**2 234 482,86**	**2 234 482,86**	**2 234 482,86**	**2 234 482,86**
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych	0,00	5 369 010,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wartośc firmy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Inne wartości niematerialne i prawne	5 524 028,78	2 234 482,86	2 234 482,86	2 234 482,86	2 234 482,86	2 234 482,86	2 234 482,86
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	**66 540 791,52**	**63 209 091,70**	**62 311 958,27**	**62 141 719,96**	**61 971 481,65**	**61 801 243,34**	**61 631 005,03**
1. Środki trwałe	64 089 565,04	62 311 958,27	62 311 958,27	62 141 719,96	61 971 481,65	61 801 243,34	61 631 005,03
a) grunty (w tym prawo wieczystego użytkowania gruntu)	1 446 621,34	1 439 301,74	1 439 301,74	1 439 301,74	1 439 301,74	1 439 301,74	1 439 301,74
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	18 945 301,75	18 325 087,05	18 325 087,05	18 325 087,05	18 325 087,05	18 325 087,05	18 325 087,05
c) urządzenia techniczne i maszyny	40 781 173,91	39 068 034,54	39 068 034,54	39 068 034,54	39 068 034,54	39 068 034,54	39 068 034,54
d) środki transportu	846 428,12	851 191,55	851 191,55	680 953,24	510 714,93	340 476,62	170 238,31
e) inne środki trwałe	2 070 039,92	2 628 343,39	2 628 343,39	2 628 343,39	2 628 343,39	2 628 343,39	2 628 343,39
2. Środki trwałe w budowie	2 451 226,48	897 133,43	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	**44 687 687,58**	**62 893 529,58**	**9 054 797,46**	**9 054 797,46**	**9 054 797,46**	**9 054 797,46**	**9 054 797,46**
1. Nieruchomości	32 291 000,25	53 838 732,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Długoterminowe aktywa finansowe	12 396 687,33	9 054 797,46	9 054 797,46	9 054 797,46	9 054 797,46	9 054 797,46	9 054 797,46
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	12 396 687,33	9 054 797,46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Inne inwestycje długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	**1 626 450,78**	**3 552 516,12**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 425 654,00	3 298 947,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	200 796,78	253 569,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Aktywa obrotowe	**43 644 457,80**	**33 797 223,56**	**92 516 735,64**	**89 291 284,52**	**98 329 037,29**	**112 335 906,92**	**131 926 696,72**
I. Zapasy	**19 105 717,30**	**15 426 947,17**	**15 426 947,17**	**15 836 436,51**	**15 883 527,79**	**15 931 468,75**	**15 984 443,52**
1. Materiały	3 576 848,41	3 424 790,86	3 424 790,86	3 424 790,86	3 424 790,86	3 424 790,86	3 424 790,86
2. Półprodukty i produkty w toku	14 772 407,54	11 373 559,56	11 373 559,56	11 373 559,56	11 373 559,56	11 373 559,56	11 373 559,56
2. Produkty gotowe	756 461,35	628 596,75	628 596,75	628 596,75	628 596,75	628 596,75	628 596,75
3. Towary	0,00	0,00	0,00	409 489,34	456 580,62	504 521,58	557 496,35
4. Zaliczki na dostawy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Należności krótkoterminowe	**19 873 161,04**	**16 498 153,22**	**16 498 153,22**	**16 498 153,22**	**16 498 153,22**	**16 498 153,22**	16 498 153,22
1. Należności od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Należności od pozostałych jednostek	19 873 161,04	16 498 153,22	16 498 153,22	16 498 153,22	16 498 153,22	16 498 153,22	16 498 153,22
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	18 553 168,50	15 190 222,73	15 190 222,73	15 190 222,73	15 190 222,73	15 190 222,73	15 190 222,73
- do 12 miesięcy	18 553 168,50	15 190 222,73	15 190 222,73	15 190 222,73	15 190 222,73	15 190 222,73	15 190 222,73
- 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	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) inne	1 319 992,54	1 307 930,49	1 307 930,49	1 307 930,49	1 307 930,49	1 307 930,49	1 307 930,49
d) dochodzone na drodze sądowej	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Inwestycje krótkoterminowe	**3 923 304,65**	**1 025 540,92**	**60 489 136,88**	**56 854 196,41**	**65 844 857,91**	**79 803 786,57**	**99 341 601,61**
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	3 923 304,65	1 025 540,92	60 489 136,88	56 854 196,41	65 844 857,91	79 803 786,57	99 341 601,61
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	3 777 439,86	1 013 784,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	145 864,79	11 756,50	60 489 136,88	56 854 196,41	65 844 857,91	79 803 786,57	99 341 601,61
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	**742 274,81**	**846 582,25**	**102 498,37**	**102 498,37**	**102 498,37**	**102 498,37**	**102 498,37**
Suma aktywów	**162 023 416,46**	**171 055 854,04**	**166 117 974,23**	**162 722 284,80**	**171 589 799,26**	**185 426 430,58**	**204 846 982,07**

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. Huta Małapanew Sp. z o.o.– bilans pro-forma 2024–2030

Huta Małapanew Sp. z o.o.							
PASYWA	**2024**	**2025**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2029P**	**2030P**
A. Kapitał (fundusz) własny	**89 564 366,74**	**90 580 155,29**	**90 978 084,88**	**95 143 229,53**	**104 010 743,99**	**117 847 375,31**	**137 267 926,80**
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	**104 200 000,00**	**104 200 000,00**	**104 200 000,00**	**104 200 000,00**	**104 200 000,00**	**104 200 000,00**	**104 200 000,00**
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	**35 925 000,00**	**35 925 000,00**	**35 925 000,00**	**35 925 000,00**	**35 925 000,00**	**35 925 000,00**	**35 925 000,00**
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	**9 985 380,00**	**9 985 380,00**	**9 985 380,00**	**9 985 380,00**	**9 985 380,00**	**9 985 380,00**	**9 985 380,00**
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	**-61 567 988,57**	**-61 577 240,02**	**-59 530 224,71**	**-59 132 295,12**	**-54 967 150,47**	**-46 099 636,01**	**-32 263 004,69**
VIII. Zysk (strata) netto	**1 021 975,31**	**2 047 015,31**	**397 929,59**	**4 165 144,65**	**8 867 514,46**	**13 836 631,32**	**19 420 551,50**
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	**72 459 049,73**	**80 475 698,75**	**75 139 889,35**	**67 579 055,27**	**67 579 055,27**	**67 579 055,27**	**67 579 055,27**
I. Rezerwy na zobowiązania	**5 771 400,29**	**10 618 213,76**	**7 466 358,00**	**7 466 358,00**	**7 466 358,00**	**7 466 358,00**	**7 466 358,00**
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4 018 648,00	7 466 358,00	7 466 358,00	7 466 358,00	7 466 358,00	7 466 358,00	7 466 358,00
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Pozostałe rezerwy	1 752 752,29	3 151 855,76	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Zobowiązania długoterminowe	**25 501 622,34**	**1 748 338,10**	**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	25 501 622,34	1 748 338,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Zobowiązania krótkoterminowe	**32 143 302,72**	**60 548 312,81**	**60 112 697,27**	**60 112 697,27**	**60 112 697,27**	**60 112 697,27**	**60 112 697,27**
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	32 143 302,72	60 548 312,81	60 112 697,27	60 112 697,27	60 112 697,27	60 112 697,27	60 112 697,27
a) kredyty i pożyczki	4 426 121,17	37 027 446,01	37 027 446,01	37 027 446,01	37 027 446,01	37 027 446,01	37 027 446,01
b) z tytuły emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) inne zobowiązania finansowe	467 052,89	435 615,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
d) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	16 253 431,04	13 266 346,77	13 266 346,77	13 266 346,77	13 266 346,77	13 266 346,77	13 266 346,77
- do 12 miesięcy	16 253 431,04	13 266 346,77	13 266 346,77	13 266 346,77	13 266 346,77	13 266 346,77	13 266 346,77
- powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
e) zaliczki otrzymywane na dostawy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
f) zobowiazania wekslowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	6 361 339,23	6 887 779,64	6 887 779,64	6 887 779,64	6 887 779,64	6 887 779,64	6 887 779,64
h) z tytułu wynagrodzeń	1 956 995,47	1 644 215,18	1 644 215,18	1 644 215,18	1 644 215,18	1 644 215,18	1 644 215,18
i) inne	2 678 362,92	1 286 909,67	1 286 909,67	1 286 909,67	1 286 909,67	1 286 909,67	1 286 909,67
3. Fundusze specjalne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Rozliczenia międzyokresowe	**9 042 724,38**	**7 560 834,08**	7 560 834,08	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
1. Ujemna wartość firmy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	9 042 724,38	7 560 834,08	7 560 834,08	0,00	0,00	0,00	0,00
- długoterminowe	0,00	6 319 639,80	6 319 639,80	0,00	0,00	0,00	0,00
- krótkoterminowe	9 042 724,38	1 241 194,28	1 241 194,28	0,00	0,00	0,00	0,00
Suma pasywów	**162 023 416,47**	**171 055 854,04**	**166 117 974,23**	**162 722 284,80**	**171 589 799,26**	**185 426 430,58**	**204 846 982,07**

Przedstawiony bilans Huty Małapanew Sp. z o.o. pokazuje wyraźny rozwój skali działalności w ujęciu majątkowym. W okresie historycznym suma bilansowa wzrosła z **162,02 mln zł** w 2024 roku do **171,06 mln zł** w 2025 roku. Początek prognozy przynosi niewielką korektę – w 2027 roku suma aktywów i pasywów osiąga lokalne minimum na poziomie **162,72 mln zł**, po czym od 2028 roku widoczny jest stały i dynamiczny wzrost, prowadzący do kwoty **204,85 mln zł** w 2030 roku.

W przeciwieństwie do modeli finansowych obarczonych ryzykiem utraty płynności, spółka nie wykazuje ujemnej luki gotówkowej. Po stronie aktywów obrotowych w latach 2026P–2030P zaplanowano wysoki poziom inwestycji krótkoterminowych (środków pieniężnych), które rosną z **60,49 mln zł** w 2026P do aż **99,34 mln zł** na koniec okresu prognozy. Świadczy to o systematycznym gromadzeniu gotówki wynikającym ze zyskownej działalności operacyjnej i braku spłat rat kapitałowych długu.

Analiza Struktury Aktywów

Aktywa Trwałe

Spadek wartości majątku trwałego: Odnotowujemy wyraźny spadek wartości aktywów trwałych z poziomu **118,38 mln zł** w 2024 r. (szczyt w 2025 r. wyniósł 137,26 mln zł) do **73,60 mln zł** w 2026P oraz **72,92 mln zł** na koniec 2030 r.

Zmiany w nieruchomościach i inwestycjach: Główną przyczyną tak znacznego spadku aktywów trwałych między 2025 a 2026 rokiem jest redukcja inwestycji długoterminowych

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

– z **62,89 mln zł** (w tym 53,84 mln zł w nieruchomościach) do stałego poziomu **9,05 mln zł** (wyłącznie aktywa finansowe). Wygląda to na wycofanie ze struktury majątku lub sprzedaż nieruchomości nieoperacyjnych.

Amortyzacja rzeczowych aktywów trwałych: Wartość środków trwałych stopniowo maleje z 66,54 mln zł (2024 r.) do **61,63 mln zł** (2030P). Jest to bezpośredni efekt corocznych odpisów amortyzacyjnych, widoczny m.in. w pozycji środków transportu (spadek z 851,2 tys. zł w 2026P do 170,2 tys. zł w 2030P).

Brak nowych inwestycji (Capex): Prognoza od 2026 roku zakłada zerowe nakłady na „Środki trwałe w budowie" (wobec 2,45 mln zł w 2024 r. i 0,90 mln zł w 2025 r.). Przyjęto więc mocno 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 (5,37 mln zł) wartości niematerialne i prawne stabilizują się na poziomie **2,23 mln zł**. Z kolei długoterminowe rozliczenia międzyokresowe od 2026 roku wygasają do zera.

Aktywa Obrotowe

Dynamiczny wzrost majątku obrotowego: Wartość aktywów obrotowych rośnie z **43,64 mln zł** (2024 r.) oraz **33,80 mln zł** (2025 r.) do **92,52 mln zł** w 2026P, docierając aż do **131,93 mln zł** w 2030 roku.

Zamrożenie poziomu zapasów: Od 2025 roku stan zapasów zostaje utrwalony na stałym poziomie **15,43 mln – 15,98 mln zł** (w 2024 r. wynosił 19,11 mln zł). W strukturze zapasów dominuje produkcja w toku i półprodukty (ok. **11,37 mln zł**) oraz materiały (ok. **3,42 mln zł**).

Należności krótkoterminowe: Po korekcie z 19,87 mln zł (2024 r.) do 16,50 mln zł (2025 r.), stan należności zostaje w prognozie utrzymany bez zmian – **16,50 mln zł** rocznie (z czego 15,19 mln zł to należności z tytułu dostaw i usług).

Środki pieniężne i finanse krótkoterminowe: To kluczowa pozycja aktywów obrotowych. Obserwujemy skokowy wzrost gotówki z 1,03 mln zł w 2025 r. do **60,49 mln zł** w 2026P oraz dalszą akumulację do kwoty **99,34 mln zł** w 2030 roku.

Analiza Struktury Pasywów

Kapitał Własny

Odbudowa bazy kapitałowej: Kapitał własny spółki rośnie z **89,56 mln zł** w 2024 r. do **90,98 mln zł** w 2026P, a w kolejnych latach intensywnie się odbudowuje, osiągając **137,27 mln zł** w 2030 roku.

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

Pokrywanie strat z lat ubiegłych: Wskaźniki kapitału podstawowego (104,20 mln zł), zapasowego (35,93 mln zł) oraz rezerwowego (9,99 mln zł) pozostają bez zmian. Poprawa kapitału własnego wynika z sukcesywnego odrabiania skumulowanej straty z lat ubiegłych – zmniejsza się ona z **-61,58 mln zł** w 2025 r. do **-32,26 mln zł** w 2030P.

Rentowność netto: Spółka zakłada wypracowywanie dodatnich wyników finansowych netto w całym horyzoncie prognozy. Po słabszym 2026 roku (**+0,40 mln zł**) następuje szybki wzrost zysków: **+4,17 mln zł** (2027P), **+8,87 mln zł** (2028P), **+13,84 mln zł** (2029P) oraz **+19,42 mln zł** w 2030 roku.

Zobowiązania i Rezerwy na Zobowiązania

Utrzymanie stabilnego poziomu długu: Całkowite zobowiązania rosną z 72,46 mln zł w 2024 r. do 80,48 mln zł w 2025 r., po czym od 2027 roku stabilizują się na stałym poziomie **67,58 mln zł**.

Przesunięcie struktury zadłużenia: Zobowiązania długoterminowe (wynoszące 25,50 mln zł w 2024 r.) w latach 2026P–2030P spadają do **0,00 zł**. W ich miejsce wzrosły kredyty krótkoterminowe – z 4,43 mln zł w 2024 r. do **37,03 mln zł** w 2025 r.

Zamrożenie długu krótkoterminowego: Zobowiązania krótkoterminowe w latach 2026P–2030P utrzymują się na stałym poziomie **60,11 mln zł**. Składają się na nie kredyty i pożyczki (**37,03 mln zł**), zobowiązania handlowe (**13,27 mln zł**) oraz zobowiązania z tytułu podatków i ubezpieczeń (**6,89 mln zł**).

Rezerwy i rozliczenia: Rezerwy na zobowiązania od 2026 r. wynoszą stale **7,47 mln zł** (rezerwa na odroczony podatek dochodowy), a rozliczenia międzyokresowe pasywów od 2027 roku wygasają.

Wnioski i Podsumowanie

Wysoka rentowność i nadwyżka gotówkowa: Model finansowy Huty Małapanew Sp. z o.o. zakłada scenariusz stabilnej poprawy rentowności od 2027 roku. Wygenerowane zyski netto pozwalają spółce zgromadzić znaczący zapas gotówki (blisko 100 mln zł w 2030 r.).

Rolowanie długu krótkoterminowego: Głównym założeniem ryzyka w przyjętym modelu jest brak spłaty nominalnej kredytów krótkoterminowych (37,03 mln zł). Prognoza zakłada ich stałe rolowanie z roku na rok.

Brak inwestycji odtworzeniowych: Przyjęcie zerowych nakładów inwestycyjnych (Capex = 0) przy stałej amortyzacji środków trwałych może w dłuższej perspektywie stwarzać ryzyko zużycia parku maszynowego, co warto brać pod uwagę 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 Huta Małapanew Sp. z o.o.						
AKTYWA	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Aktywa trwałe	**-46,38%**	**-0,23%**	**-0,23%**	**-0,23%**	**-0,23%**	**-100,00%**
I. Wartości niematerialne i prawne	-70,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
II. Rzeczowe aktywa trwałe	-1,42%	-0,27%	-0,27%	-0,27%	-0,28%	-100,00%
III. Należności długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Inwestycje długoterminowe	-85,60%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
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	**173,74%**	**-3,49%**	**10,12%**	**14,24%**	**17,44%**	**-100,00%**
I. Zapasy	0,00%	2,65%	0,30%	0,30%	0,33%	-100,00%
II. Należności krótkoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
III. Inwestycje krótkoterminowe	5798,27%	-6,01%	15,81%	21,20%	24,48%	-100,00%
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-87,89%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Suma aktywów	**-2,89%**	**-2,04%**	**5,45%**	**8,06%**	**10,47%**	**-100,00%**
Huta Małapanew Sp. z o.o.						
PASYWA	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Kapitał (fundusz) własny	**0,44%**	**4,58%**	**9,32%**	**13,30%**	**16,48%**	**-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%	-100,00%
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-3,32%	-0,67%	-7,04%	-16,13%	-30,01%	-100,00%
VIII. Zysk (strata) netto	-80,56%	946,70%	112,90%	56,04%	40,36%	-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	**-6,63%**	**-10,06%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**-100,00%**
I. Rezerwy na zobowiązania	-29,68%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
II. Zobowiązania długoterminowe	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Zobowiązania krótkoterminowe	-0,72%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Suma pasywów	**-2,89%**	**-2,04%**	**5,45%**	**8,06%**	**10,47%**	**-100,00%**

Tabela 5 Kapitały stałe w finansowaniu majątku Przedsiębiorstwa

Kapitały stałe w finansowaniu majątku Huta Małapanew Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1. kapitały własne (tys. zł)	90 580 155	90 978 085	95 143 230	104 010 744	117 847 375	137 267 927
2. zobowiązania długoterminowe (tys. zł)	1 748 338	0	0	0	0	0
3. Razem - kapitały stałe (1+2) (tys. zł)	92 328 493	90 978 085	95 143 230	104 010 744	117 847 375	137 267 927
4. aktywa trwałe ogółem (tys. zł)	137 258 630	73 601 239	73 431 000	73 260 762	73 090 524	72 920 285
5. kapitały stałe zaangażowane w finansowanie majątku obrotowego (3-4) (tys.	-44 930 137	17 376 846	21 712 229	30 749 982	44 756 852	64 347 641
6. aktywa obrotowe (tys. zł)	33 797 224	92 516 736	89 291 285	98 329 037	112 335 907	131 926 697
7. pokrycie aktywów obrotowych kapitałami stałymi	-133%	19%	24%	31%	40%	49%
8. zobowiązania krótkoterminowe (tys. zł)	60 548 313	60 112 697	60 112 697	60 112 697	60 112 697	60 112 697
9. pokrycie aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi	179%	65%	67%	61%	54%	46%

Prezentowana tabela przedstawia strukturę finansowania majątku obrotowego spółki Huta Małapanew 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. Wartość aktywów trwałych (**137,26 mln zł**) znacząco przewyższa wartość kapitałów stałych (**92,33 mln zł**), co powoduje ujemny kapitał obrotowy netto

na poziomie **-44,93 mln zł**. Majątek trwały był w tym okresie częściowo finansowany długiem krótkoterminowym.

- **Lata 2026P–2030P (pełne zachowanie zasady):** W całym okresie prognozy spółka w pełni zachowuje tzw. złotą zasadę bilansową. Wartość kapitałów stałych (pozycja 3) w każdym roku przewyższa wartość aktywów trwałych (pozycja 4). Wynika to z drastycznego spadku aktywów trwałych w 2026P (do **73,60 mln zł**) przy jednoczesnym utrzymaniu kapitałów własnych na poziomie **90,98 mln zł**. Oznacza to, że trudnozbywalny majątek trwały jest od 2026P w 100% finansowany stabilnymi źródłami długoterminowymi.

Kapitał Obrotowy Netto i Pokrycie Kapitałami Stałymi

- **Kapitały stałe zaangażowane w finansowanie majątku obrotowego** reprezentuje kapitał obrotowy netto. Po ujemnym poziomie w 2025 r. (**-44,93 mln zł**), w latach 2026P–2030P wskaźnik ten staje się dodatni i wykazuje dynamiczny wzrost: od **17,38 mln zł** w 2026P, przez **30,75 mln zł** w 2028P, aż do **64,35 mln zł** w 2030P.
- **Wskaźnik pokrycia aktywów obrotowych kapitałami stałymi (pozycja 7)** rośnie sukcesywnie z ujemnego poziomu **-133%** w 2025 r. do **19%** w 2026P, osiągając docelowo **49%** w 2030P. Świadczy to o płynnym przechodzeniu spółki w kierunku konserwatywnej i bezpiecznej polityki finansowania, w której blisko połowa majątku obrotowego jest pokryta kapitałem stałym.

Rola Zobowiązań Krótkoterminowych w Finansowaniu Majątku

- **Spadek udziału długu krótkoterminowego:** W 2025 r. aktywa obrotowe były nadmiernie finansowane długiem obcym (pokrycie zobowiązaniami krótkoterminowymi na poziomie **179%** przy zobowiązaniach sięgających **60,55 mln zł**).
- **Stabilizacja długu i poprawa struktury:** Od 2026P wartość zobowiązań krótkoterminowych zostaje zamrożona na stałym poziomie **60,11 mln zł**. Wraz ze wzrostem wartości aktywów obrotowych (z **92,52 mln zł** w 2026P do **131,93 mln zł** w 2030P), wskaźnik ich pokrycia zobowiązaniami krótkoterminowymi (pozycja 9) systematycznie spada z **65%** w 2026P do **46%** w 2030P.

Wnioski

- Struktura finansowania majątku obrotowego Huty Małapanew Sp. z o.o. przechodzi w horyzoncie prognozy głęboką transformację – od wysokiego ryzyka strukturalnego w 2025 r. (brak pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym) do pełnej równowagi finansowej w latach 2026P–2030P. Odbudowa kapitału obrotowego netto oraz stałe

zmniejszanie udziału zobowiązań krótkoterminowych w finansowaniu aktywów obrotowych (z 179% do 46%) potwierdzają systematyczną poprawę stabilności finansowej spółki.

III.3 Łączne fundusze inwestorów w latach 2024 – 2030

Prezentowana tabela przedstawia ujęcie operacyjne bilansu spółki Huty Małapanew 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 Huta Małapanew Sp. z o.o.							
		2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A	**Operacyjne aktywa bieżące (1+2+3)**	**39 721 153,2**	**32 771 682,6**	**32 027 598,8**	**32 437 088,1**	**32 484 179,4**	**32 532 120,3**	**32 585 095,1**
1	Zapasy	19 105 717,3	15 426 947,2	15 426 947,2	15 836 436,5	15 883 527,8	15 931 468,8	15 984 443,5
2	Należności krótkoterminowe	19 873 161,0	16 498 153,2	16 498 153,2	16 498 153,2	16 498 153,2	16 498 153,2	16 498 153,2
3	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	742 274,8	846 582,3	102 498,4	102 498,4	102 498,4	102 498,4	102 498,4
B	**Nieoprocentowane zobowiązania bieżące (5+6)**	**36 759 905,9**	**31 081 700,9**	**30 646 085,3**	**23 085 251,3**	**23 085 251,3**	**23 085 251,3**	**23 085 251,3**
5	Nieoprocentowane zobowiązania krótkoterminowe	27 717 181,6	23 520 866,8	23 085 251,3	23 085 251,3	23 085 251,3	23 085 251,3	23 085 251,3
6	Rozliczenia międzyokresowe	9 042 724,4	7 560 834,1	7 560 834,1	0,0	0,0	0,0	0,0
C	**Operacyjny kapitał obrotowy netto (A - B)**	**2 961 247,2**	**1 689 981,8**	**1 381 513,4**	**9 351 836,8**	**9 398 928,1**	**9 446 869,1**	**9 499 843,8**
7	Rzeczowy majątek trwały netto i wartości niematerialne (bez wartości firmy i inwestycji rozpoczętych)	69 613 593,8	69 915 451,4	64 546 441,1	64 376 202,8	64 205 964,5	64 035 726,2	63 865 487,9
8	Pozostałe aktywa pomniejszone o pozostałe zobowiązania	-126 301,5	400 660,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D	**Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (C+7+8)**	**72 448 539,5**	**72 006 093,5**	**65 927 954,6**	**73 728 039,7**	**73 604 892,6**	**73 482 595,3**	**73 365 331,7**
9	Krótkoterminowe aktywa finansowe niepieniężne	3 777 439,9	1 013 784,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
10	Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
11	Środki pieniężne	145 864,8	11 756,5	60 489 136,9	56 854 196,4	65 844 857,9	79 803 786,6	99 341 601,6
12	Inwestycje	47 138 914,1	63 790 663,0	9 054 797,5	9 054 797,5	9 054 797,5	9 054 797,5	9 054 797,5
E	**Łączne fundusze inwestorów (D+9+10+11+12)**	**123 510 758,2**	**136 822 297,4**	**135 471 888,9**	**139 637 033,5**	**148 504 548,0**	**162 341 179,3**	**181 761 730,8**
12	Kapitał własny	89 564 366,7	90 580 155,3	90 978 084,9	95 143 229,5	104 010 744,0	117 847 375,3	137 267 926,8
13	Rezerwa na podatek dochodowy	4 018 648,0	7 466 358,0	7 466 358,0	7 466 358,0	7 466 358,0	7 466 358,0	7 466 358,0
F	**Skorygowany kapitał własny (13+14)**	**93 583 014,7**	**98 046 513,3**	**98 444 442,9**	**102 609 587,5**	**111 477 102,0**	**125 313 733,3**	**144 734 284,8**
15	Oprocentowane zobowiązania ogółem	29 927 743,5	38 775 784,1	37 027 446,0	37 027 446,0	37 027 446,0	37 027 446,0	37 027 446,0
G	**Łączne fundusze inwestorów (F+15)**	**123 510 758,3**	**136 822 297,4**	**135 471 888,9**	**139 637 033,5**	**148 504 548,0**	**162 341 179,3**	**181 761 730,8**

Analiza kapitału zainwestowanego dowodzi, że sama działalność operacyjna Huty Małapanew Sp. z o.o. jest w prognozie całkowicie stabilna i generuje stałe, zbliżone zapotrzebowanie operacyjne – kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (pozycja D) po sporym spadku w 2026P do poziomu 65,93 mln zł stabilizuje się w latach 2027P–2030P na poziomie ok. 73,4–73,7 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

Sposób finansowania tej działalności w horyzoncie prognozy opiera się na zamrożonym poziomie długu oraz dynamicznym przyroście kapitałów własnych. W przeciwieństwie do modeli dotkniętych deficytem płynności, spółka nie wykazuje ujemnej gotówki w aktywach. Pozycja „Oprocentowane zobowiązania ogółem" (pozycja 15) po skoku w 2025 r. do kwoty 38,78 mln zł zostaje w latach 2026P–2030P utrzymana na stałym, niezmiennym poziomie 37,03 mln zł.

Brak konieczności zwiększania długu i zaspokajania dodatkowego zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne wynika z bardzo wysokiego poziomu środków pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. Poziom gotówki rośnie z 60,49 mln zł w 2026P do 99,34 mln zł w 2030P, co w pełni pokrywa wszelkie wymogi operacyjne i eliminuje ryzyko powstawania luk płynnościowych.

Ostateczny rok prognozy potwierdza pełną stabilizację i wysoką efektywność modelu finansowego w długim okresie. Spółka przy tym samym, zamrożonym poziomie długu 37,03 mln zł i stabilnym kapitale zainwestowanym w działalność operacyjną na poziomie 73,37 mln zł jest w stanie wygenerować znaczną nadwyżkę gotówkową. Pozwala to na zbudowanie niezwykle bezpiecznej struktury finansowania, w której skorygowany kapitał własny (144,73 mln zł) stanowi blisko 80% łącznych funduszy inwestorów (181,76 mln zł).

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. Huta Małapanew Sp. z o.o. - rachunek wyników 2024-2030

Rachunek Wyników porównawczy Huta Małapanew Sp. z o.o.	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	**94 862 111,39**	**87 672 038,90**	**95 884 371,30**	**105 369 615,23**	**117 037 383,86**	**128 915 679,63**	**142 041 196,45**
- od jednostek powiązanych							
I. Przychody ze sprzedaży produktów	87 063 109,27	85 444 643,43	93 989 107,77	103 857 964,09	115 801 629,96	127 960 801,11	141 396 685,22
II. Zmiana stanu produktów	5 076 133,79	-3 321 319,41	-3 653 451,35	-4 037 063,74	-4 501 326,07	-4 973 965,31	-5 496 231,67
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	1 603 661,54	3 910 757,51	3 910 757,51	3 910 757,51	3 910 757,51	3 910 757,51	3 910 757,51
IV. Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	1 119 206,79	1 637 957,37	1 637 957,37	1 637 957,37	1 826 322,47	2 018 086,33	2 229 985,39
B. Koszty działalności operacyjnej, w tym:	**95 044 763,33**	**91 180 149,33**	**95 393 100,21**	**100 227 461,34**	**106 089 835,14**	**111 833 418,75**	**118 065 206,95**
- od jednostek powiązanych							
I. Amortyzacja	6 764 996,25	7 948 517,88	8 584 399,31	9 314 073,25	10 198 910,21	11 065 817,58	12 006 412,07
II. Zużycie materiałów i energii	41 492 909,84	35 386 078,39	35 386 078,39	35 386 078,39	35 386 078,39	35 386 078,39	35 386 078,39
III. Usługi obce	9 643 859,78	10 739 850,81	11 599 038,87	12 584 957,18	13 780 528,11	14 951 873,00	16 222 782,21
IV. Podatki i opłaty	3 048 223,80	3 132 184,98	3 132 184,98	3 132 184,98	3 132 184,98	3 132 184,98	3 132 184,98
V. Wynagrodzenia	26 687 476,51	26 099 184,35	28 187 119,10	30 583 024,22	33 488 411,52	36 334 926,50	39 423 395,25
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	6 136 838,72	5 920 493,88	6 394 133,39	6 937 634,73	7 596 710,03	8 242 430,38	8 943 036,96
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	580 811,07	587 216,60	634 193,93	688 100,41	753 469,95	817 514,90	887 003,66
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	689 647,36	1 366 622,44	1 475 952,24	1 601 408,18	1 753 541,95	1 902 593,02	2 064 313,42
			0	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Zysk / Strata ze sprzedaży (A - B)	**-182 651,94**	**-3 508 110,43**	**491 271,10**	**5 142 153,89**	**10 947 548,72**	**17 082 260,89**	**23 975 989,50**
D. Pozostałe przychody operacyjne	**6 923 524,44**	**26 210 902,23**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Dotacje	2 238 601,15	1 672 957,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Inne przychody operacyjne	4 684 923,29	24 537 945,21	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E. Pozostałe koszty operacyjne	**1 782 210,32**	**3 195 662,04**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	105 369,45	453 848,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0,00	1 145 086,72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Inne koszty operacyjne	1 676 840,87	1 596 726,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
F. Zysk / Strata na działalności operacyjnej (C + D - E)	**4 958 662,18**	**19 507 129,76**	**491 271,10**	**5 142 153,89**	**10 947 548,72**	**17 082 260,89**	**23 975 989,50**
G. Przychody finansowe	**1 206 197,40**	**1 334 774,05**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
H. Koszty finansowe	**5 149 614,27**	**16 979 282,50**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**
I. Zysk/Strata brutto na działalności gospodarczej (F + G - H)	**1 015 245,31**	**3 862 621,31**	**491 271,10**	**5 142 153,89**	**10 947 548,72**	**17 082 260,89**	**23 975 989,50**
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)	**1 015 245,31**	**3 862 621,31**	**491 271,10**	**5 142 153,89**	**10 947 548,72**	**17 082 260,89**	**23 975 989,50**
L. Podatek dochodowy	-6 730,00	1 815 606,00	93 341,51	977 009,24	2 080 034,26	3 245 629,57	4 555 438,01
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)							
N. Zysk / Strata netto (K - L - M)	**1 021 975,31**	**2 047 015,31**	**397 929,59**	**4 165 144,65**	**8 867 514,46**	**13 836 631,32**	**19 420 551,50**

Spółka Huta Małapanew Sp. z o.o. po spowolnieniu sprzedaży w 2025 r., gdzie odnotowano spadek przychodów o 7,58% do poziomu **87 672 038,90 zł**, planuje w okresie prognozy 2026P–2030P stabilną dynamikę wzrostu operacyjnego rok do roku. Pozwala to na osiągnięcie docelowego poziomu przychodów ze sprzedaży i zrównanych z nimi w wysokości **142 041 196,45 zł** w 2030P. Głównym czynnikiem stymulującym tę odbudowę są przychody ze sprzedaży produktów, które rosną z poziomu **85 444 643,43 zł** w 2025 r. do **141 396 685,22 zł** na koniec horyzontu prognozy.

Głównym założeniem umożliwiającym prognozowany, dynamiczny zwrot rentowności jest specyficzne ujęcie wybranych kosztów działalności operacyjnej:

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

- **Stałość kosztów materiałowych:** Koszt zużycia materiałów i energii od 2025 r. do końca horyzontu prognozy został założony na stałym, niezmiennym poziomie **35 386 078,39 zł**.
- **Elastyczność pozostałych składników:** Usługi obce oraz Wynagrodzenia wraz ze świadczeniami rosną elastycznie i proporcjonalnie do skali odbudowywanego wolumenu sprzedaży – wynagrodzenia rosną z poziomu **26,10 mln zł** w 2025 r. do **39,42 mln zł** w 2030P.

Model finansowy zakłada sukcesywne wychodzenie ze straty na sprzedaży, która osiąga swoje maksimum w 2025 r. na poziomie **-3 508 110,43 zł**. Pierwszy dodatni wynik na sprzedaży i działalności operacyjnej prognozowany jest już na rok 2026P w kwocie **+491 271,10 zł**, by w 2028P wzrosnąć do **+10 947 548,72 zł**, a w 2030P osiągnąć docelowy poziom **+23 975 989,50 zł** (EBIT).

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 dodatnim wynikiem NOPLAT na poziomie 14 719 067,20 zł w 2025 r., na co istotny wpływ miały pozostałe przychody operacyjne netto (23 015 240,20 zł). W 2026P następuje przesunięcie na poziom bazowy 397 929,60 zł, po czym w 2027P wskaźnik rośnie do kwoty 4 165 144,60 zł.

Od roku 2028P następuje dynamiczny i trwały wzrost poziomu NOPLAT do 8 867 514,50 zł, który w 2029P osiąga 13 836 631,30 zł, by w docelowym roku prognozy 2030P wynieść 19 420 551,50 zł. Trend ten bezpośrednio odzwierciedla prognozowaną odbudowę rentowności rdzenia działalności operacyjnej spółki – przychody ze sprzedaży rosną z 87,67 mln zł w 2025 r. do 142,04 mln zł w 2030P, co przy kontrolowanym wzroście kosztów operacyjnych pozwala na wygenerowanie EBIT na poziomie 23 975 989,50 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

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

NOPLAT Huta Małapanew Sp. z o.o.						
NOPLAT	**2025**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2029P**	**2030P**
Przychody ze sprzedaży	87 672 038,9	95 884 371,3	105 369 615,2	117 037 383,9	128 915 679,6	142 041 196,5
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-1 366 622,4	-634 193,9	-1 601 408,2	-1 753 542,0	-1 902 593,0	-2 064 313,4
Koszty operacyjne (bez amortyzacji)	-81 865 009,0	-86 174 507,0	-89 311 979,9	-94 137 383,0	-98 865 008,1	-103 994 481,5
Amortyzacja	-7 948 517,9	-8 584 399,3	-9 314 073,3	-10 198 910,2	-11 065 817,6	-12 006 412,1
Pozostałe przychody operacyjne - pozostałe koszty operacyjne	23015240,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	19 507 129,8	491 271,1	5 142 153,9	10 947 548,7	17 082 260,9	23 975 989,5
Opodatkowanie EBIT	-4 788 062,6	-93 341,5	-977 009,2	-2 080 034,3	-3 245 629,6	-4 555 438,0
zmiana stanu rezerw pod. doch	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT	**14 719 067,2**	**397 929,6**	**4 165 144,6**	**8 867 514,5**	**13 836 631,3**	**19 420 551,5**

opodatkowanie EBIT	**2025**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2029P**	**2030P**
Podatek dochodowy z Rachunku Wyników	1 815 606,0	93 341,5	977 009,2	2 080 034,3	3 245 629,6	4 555 438,0
Osłona podatkowa z tytułu kosztów odsetkowych	3 226 063,7	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	-253 607,1	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	**4 788 062,6**	**93 341,5**	**977 009,2**	**2 080 034,3**	**3 245 629,6**	**4 555 438,0**

Uzgodnienie z zyskiem netto	**2025**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2029P**	**2030P**
Zysk netto	2 047 015,3	397 929,6	4 165 144,6	8 867 514,5	13 836 631,3	19 420 551,5
plus wzrost stanu rezerwy pod. doch.	7 466 358,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
plus Amortyzacja wartości firmy	0,0	1 475 952,2	0,0	0,0	0,0	0,0
skorygowany zysk netto	**9 513 373,3**	**1 873 881,8**	**4 165 144,6**	**8 867 514,5**	**13 836 631,3**	**19 420 551,5**
plus koszty odsetkowe po opodatkowaniu	13 753 218,8	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	**23 266 592,1**	**1 873 881,8**	**4 165 144,6**	**8 867 514,5**	**13 836 631,3**	**19 420 551,5**
minus przychody odsetkowe po opodatkowaniu	-1 081 167,0	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	**22 185 425,2**	**1 873 881,8**	**4 165 144,6**	**8 867 514,5**	**13 836 631,3**	**19 420 551,5**

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 Huta Małapanew Sp. z o.o.– sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych pro-forma 2024-2030

Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych Huta Małapanew Sp. z o.o.							
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A.I. Zysk (strata) netto	1 021 975,3	2 047 015,3	397 929,6	4 165 144,6	8 867 514,5	13 836 631,3	19 420 551,5
A.II. Korekty razem	7 440 490,4	2 610 414,3	2 587 423,0	1 343 749,8	10 151 818,9	11 017 876,6	11 953 437,3
1. Amortyzacja	6 764 996,3	7 948 517,9	8 584 399,3	9 314 073,3	10 198 910,2	11 065 817,6	12 006 412,1
2. Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych							
3.Odsetki	2 456 998,7	3 453 177,5					
4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	105 369,5	453 144,7					
5. Zmiana stanu rezerw	316 088,1	4 846 813,5	-3 151 855,8				
6. Zmiana stanu zapasów	-2 236 299,1	3 678 770,1		-409 489,3	-47 091,3	-47 941,0	-52 974,8
7. Zmiana stanu należności	1 342 121,6	2 510 419,1					
8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych - bez kredytów i pożyczek	6 644 042,7	-4 164 877,4	-435 615,5				
9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	253 178,1	-1 641 970,1	4 296 600,0	-7 560 834,1			
10. Inne korekty	-8 206 005,3	-14 473 580,9	-6 706 105,0	0,0			
A.III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (A.I +/- A.II)	**8 462 465,7**	**4 657 429,6**	**2 985 352,6**	**5 508 894,5**	**19 019 333,4**	**24 854 507,9**	**31 373 988,8**
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej							
B.I. Wpływy	**2 425 083,6**	**817 323,1**	**63 907 314,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	2 020 563,6	817 323,1					
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne			53 838 732,1				
3. Z aktywów finansowych, w tym:			10 068 581,9				
a) w jednostkach powiązanych							
b) w pozostałych jednostkach			10 068 581,9				
4. Inne wpływy z aktywów finansowych	404 520,0						
B.II. Wydatki	**6 809 661,5**	**5 414 247,1**	**2 318 255,7**	**9 143 834,9**	**10 028 671,9**	**10 895 579,3**	**11 836 173,8**
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	4 334 661,5	2 414 247,1	2 318 255,7	9 143 834,9	10 028 671,9	10 895 579,3	11 836 173,8
2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne							
3. Na aktywa finansowe, w tym:	2 475 000,0	3 000 000,0	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)	**-4 384 577,9**	**-4 596 924,0**	**61 589 058,3**	**-9 143 834,9**	**-10 028 671,9**	**-10 895 579,3**	**-11 836 173,8**
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej							
C.I. Wpływy	**6 439 048,2**	**13 086 644,7**	**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	4 031 056,8	12 453 146,9					
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych							
4. Inne wpływy finansowe	2 407 991,4	633 497,8					
C.II. Wydatki	**11 565 682,4**	**14 312 485,4**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
1. Nabycie udziałów (akcji) własnych							
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli		1 031 226,8	0,0		0,0		
3. Inne, niż wypłaty na rzecz właścicileli, wydatki z tytułu podziału zysku							
4. Spłaty kredytów i pożyczek	7 636 083,3	8 018 000,0					
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych							
6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych							
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	0,0	0,0					
8. Odsetki	3 423 147,0	4 104 140,3					
9. Inne wydatki finansowe	506 452,1	1 159 118,4					
C.III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (C.I - C.II)	**-5 126 634,2**	**-1 225 840,7**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
D. Przepływy pieniężne netto razem (A.III +/- B.III +/- C.III)	***-1 048 746,4***	***-1 165 335,1***	***64 574 411,0***	***-3 634 940,5***	***8 990 661,5***	***13 958 928,7***	***19 537 815,0***
E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	***-1 048 746,4***	***-134 108,3***	***60 477 380,4***	***-3 634 940,5***	***8 990 661,5***	***13 958 928,7***	***19 537 815,0***
F. Środki pieniężne na początek okresu	***1 194 611,2***	***145 864,8***	***11 756,5***	***60 489 136,9***	***56 854 196,4***	***65 844 857,9***	***79 803 786,6***
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F +/- D)	***145 864,8***	***-1 019 470,3***	***64 586 167,5***	***56 854 196,4***	***65 844 857,9***	***79 803 786,6***	***99 341 601,6***

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	8 462 466	4 657 430	2 985 353	5 508 894	19 019 333	24 854 508	31 373 989
Przepływy inwestycyjne	-4 384 578	-4 596 924	61 589 058	-9 143 835	-10 028 672	-10 895 579	-11 836 174
Przepływy finansowe	-5 126 634	-1 225 841	0	0	0	0	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

Prezentowana tabela przedstawia sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych (Cash Flow) wraz z klasyfikacją rodzajów strumieni pieniężnych dla spółki Huta Małapanew Sp. z o.o. Okres analizy obejmuje dane historyczne z lat 2024–2025 oraz prognozę finansową na lata 2026P–2030P.

Spółka we wszystkich badanych latach generuje dodatnie przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej. W latach historycznych wyniosły one 8 462 465,70 zł (2024 r.) oraz 4 657 429,60 zł (2025 r.). Po przejściowym spadku w 2026P do poziomu 2 985 352,60 zł, następuje wielokrotny wzrost nadwyżki operacyjnej: z 5 508 894,50 zł w 2027P, przez 19 019 333,40 zł w 2028P, aż do 31 373 988,80 zł w 2030P. Świadczy to o odbudowie rentowności operacyjnej oraz wysokim udziale amortyzacji (rosnącej z 8,58 mln zł do 12,01 mln zł).

W latach 2024–2025 ujemne przepływy inwestycyjne na poziomie ok. -4,38 mln zł do -4,60 mln zł wynikały z bieżących wydatków na majątek trwały. W latach 2027P–2030P ujemne salda inwestycyjne (od -9,14 mln zł do -11,84 mln zł) odzwierciedlają regularne odtwarzanie parku maszynowego. W 2026P odnotowano skokowy, dodatni wynik na działalności inwestycyjnej w kwocie +61 589 058,30 zł, co wynika z uzyskania skumulowanych wpływów ze zbycia inwestycji w nieruchomości (53 838 732,10 zł) oraz zbycia aktywów finansowych (10 068 581,90 zł).

W latach 2024–2025 saldo działalności finansowej było ujemne i wynosiło odpowiednio -5 126 634,20 zł oraz -1 225 840,70 zł (efekt spłat kredytów oraz opłat odsetkowych). Od 2026P prognoza zakłada brak nowych transakcji finansowych (wyemitowanych papierów wartościowych, nowych kredytów czy dywidend), co ustala saldo tej pozycji na stałym poziomie 0,00 zł.

W latach historycznych 2024–2025 spółka charakteryzowała się układem strumieni (+, -, -), co oznacza, że nadwyżka operacyjna przeznaczana była na inwestycje i spłatę zobowiązań. W 2026P nastąpił układ (+, +, 0), natomiast od 2027P spółka przechodzi w stabilny model (+, -, 0). Całkowita zmiana stanu środków pieniężnych netto (pozycja D) po ujemnych latach 2024–2025 staje się od 2028P silnie dodatnia (od +8,99 mln zł do +19,54 mln zł w 2030P). Stan środków pieniężnych na koniec okresu (pozycja G) rośnie z 11 756,50 zł na koniec 2025 r. do kwoty 99 341 601,60 zł w 2030P, budując pełne bezpieczeństwo płynnościowe przedsiębiorstwa.

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.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 Huta Małapanew 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	1,56%	0,66%	1,52%	1,50%	1,48%	1,45%
koszty operacyjne / przychody	93,38%	89,87%	84,76%	80,43%	76,69%	73,21%
koszty operacyjne ogółem / przychody	94,94%	90,53%	86,28%	81,93%	78,17%	74,67%
amortyzacja / przychody	9,07%	8,95%	8,84%	8,71%	8,58%	8,45%
EBIT / przychody	22,25%	0,51%	4,88%	9,35%	13,25%	16,88%
EBITDA / przychody	31,32%	9,47%	13,72%	18,07%	21,83%	25,33%
rzeczowy majątek trwały / przychody	79,75%	67,32%	61,10%	54,86%	49,67%	44,96%
kapitał obrotowy / przychody	1,93%	1,44%	8,88%	8,03%	7,33%	6,69%
przychody / zainwestowany kapitał w działalność operacyjną	1,22	1,45	1,43	1,59	1,75	1,94
ROIC = NOPLAT / zainwestowany kapitał	20,44%	0,60%	5,65%	12,05%	18,83%	26,47%
ROE = zysk netto / kapitał własny	2,26%	0,44%	4,38%	8,53%	11,74%	14,15%
II. Wskaźniki wzrostu						
stopa wzrostu przychodów	-7,58%	9,37%	9,89%	11,07%	10,15%	10,18%
stopa wzrostu EBIT	293,40%	-97,48%	946,70%	112,90%	56,04%	40,36%
stopa wzrostu NOPLAT	249,11%	-97,30%	946,70%	112,90%	56,04%	40,36%
stopa wzrostu kapitału obrotowego	-42,93%	-18,25%	576,93%	0,50%	0,51%	0,56%
stopa wzrostu zainwestowanego kapitału	-0,61%	-8,44%	11,83%	-0,17%	-0,17%	-0,16%
III. Stopa inwestycji						
stopa inwestycji brutto = (inwestycje brutto / przepływy gotówkowe brutto)	33,11%	27,90%	126,97%	52,85%	43,95%	37,83%
stopa inwestycji netto = (nakłady kapitałowe / NOPLAT)	56,05%	808,03%	219,53%	113,09%	78,74%	60,95%

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 Huta Małapanew Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
wsk.ogólnej (bieżącej) płynności = majątek obrotowy / zobowiązania bieżące - Current Ratio	0,50	1,37	1,49	1,64	1,87	2,19
wsk.szybki = (majątek obrot. - zapasy - krótkot. rozl. międzyokr.) / zobowiązania bieżące - Quick Ratio	0,26	1,14	1,22	1,37	1,60	1,93
wsk.gotówkowej płynności = środki pieniężne / zobowiązania bieżące	0,00	0,89	0,95	1,10	1,33	1,65
wskaźnik pokrycia = należności handlowe / zobowiązania handlowe	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
kapitał pracujący (majątek ogółem - zobowiązania bieżące)	102 946 707	98 444 443	102 609 588	111 477 102	125 313 733	144 734 285
kapitał pracujący netto (aktywa bieżące - zobowiązania bieżące)	-34 311 923	24 843 204	29 178 587	38 216 340	52 223 210	71 813 999

Wskaźnik ogólnej płynności	0,50	1,37	1,49	1,64	1,87	2,19
Wskaźnik szybkiej płynności	0,26	1,14	1,22	1,37	1,60	1,93
Wskaźnik płynnosci gotówkowej	0,00	0,89	0,95	1,10	1,33	1,65

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.

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

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 Huta Małapanew 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	141	352	309	307	319	339
wsk. rotacji zapasów w dniach = zapasy x ilość dni / koszty działalności operacyjnej	62	59	58	55	52	49
wsk. czasu rozliczenia należności = należności x ilość dni / przychody ze sprzedaży	69	63	57	51	47	42
wsk. czasu rozliczenia należności handlowych = należności handlowe x ilość dni / przychody ze sprzedaży	63	58	53	47	43	39
okres spłaty zobowiązań o koszcie zerowym = zobowiązania bez kredytu / koszty działalności operacyjnej	94	88	84	79	76	71
okres spłaty zobowiązań handlowych = zobowiązania handlowe / koszty działalności operacyjnej	53	51	48	46	43	41
Cykl zamiany na gotówkę						
cykl zamiany na gotówkę = liczba dni zapasów + okres ściągania należności - okres spłaty zobowiązań	36	34	31	27	23	20

Wskaźnik rotacji zapasów	62	59	58	55	52	49
Wskaźnik czasu rozlicznia należności	69	63	57	51	47	42
Okres spłaty zobowiązań	94	88	84	79	76	71

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

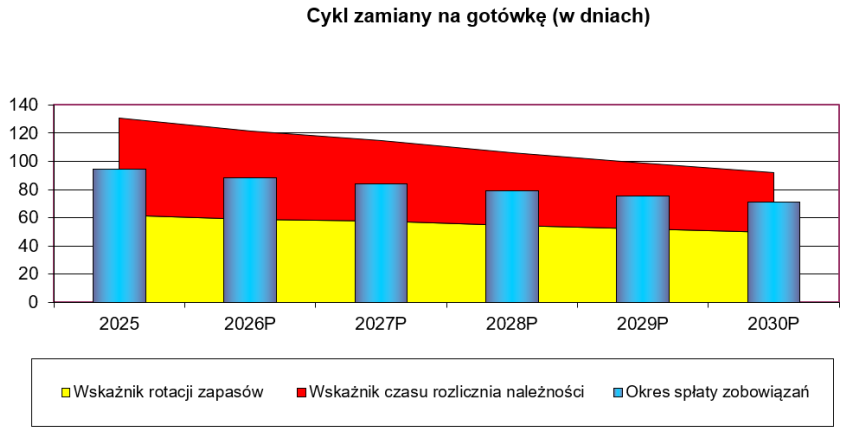
Wskaźnik rotacji zapasów w dniach oznacza, co ile dni przedsiębiorstwo odnawia swoje zapasy. Wysoki poziom tego wskaźnika oznacza, niski popyt (lub nadprodukcję). Przedsiębiorstwo zamraża środki w zapasach, a ponadto naraża się na ponoszenie dodatkowych kosztów związanych z magazynowaniem zapasów.

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.

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

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 Huta Małapanew Sp. z o.o. przedstawia poniższa tabela:

Tabela 14. Wskaźniki zadłużenia w latach 2025–2030

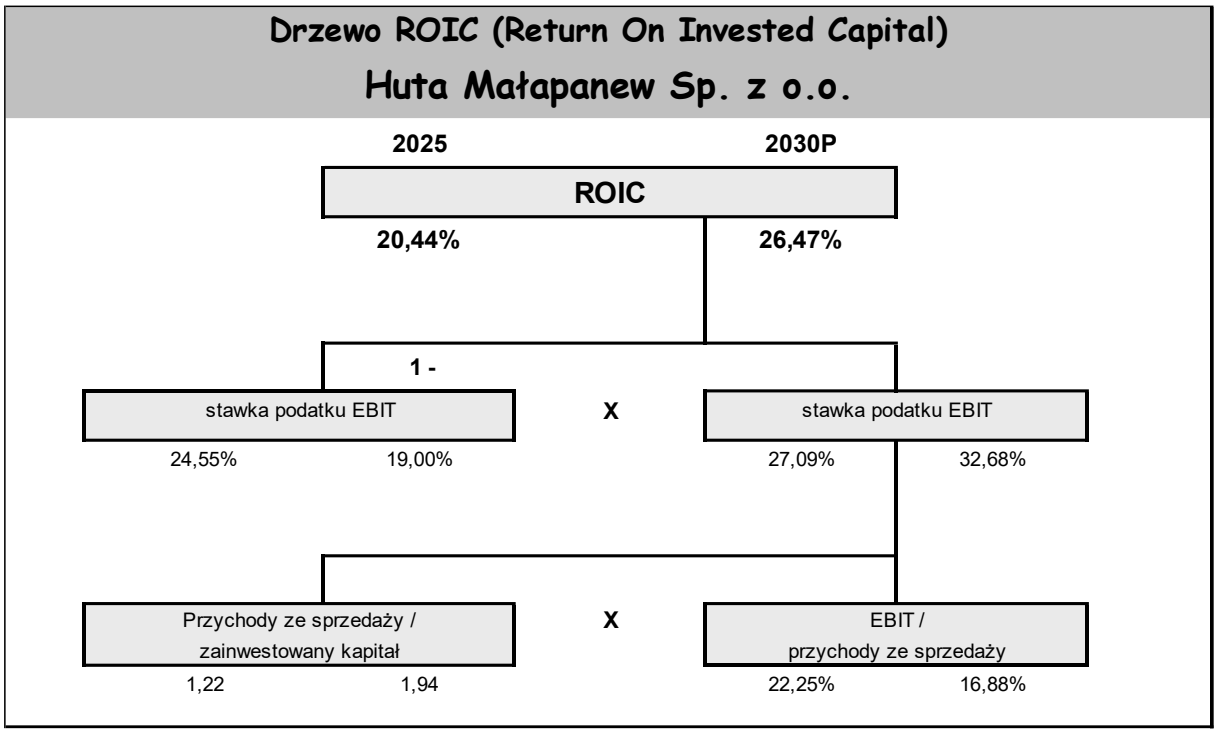
Wskaźniki zadłużenia Huta Małapanew Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
wskaźnik ogólnego zadłużenia 1 = całość zobowiązań (długoterminowe + krótkoterm.) / całość aktywów - Debt Ratio	0,41	0,41	0,37	0,35	0,32	0,29
wskaźnik ogólnego zadłużenia 2 = zobowiązania długoterminowe / całość aktywów	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
wsk.udziałów kapitałów własnych w finansowaniu majątku = kapitał własny / całość aktywów	0,53	0,55	0,58	0,61	0,64	0,67
wsk.udziałów kapitałów własnych w finansowaniu majątku = całość aktywów / kapitał własny	1,89	1,83	1,71	1,65	1,57	1,49
wsk.relacji zobowiązań do kapitałów własnych = całość zobowiązań / kapitały własne	0,77	0,74	0,63	0,58	0,51	0,44

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.

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.8 Zwrot z zainwestowanego kapitału w 2025 i 2030 roku

Rysunek 2 Drzewo ROIC (Return On Invested Capital)



Prezentowane drzewo ROIC obrazuje wzrost rentowności kapitału zainwestowanego w spółce Huta Małapanew Sp. z o.o., który rośnie z poziomu 20,44% w 2025 r. do 26,47% w prognozowanym roku 2030P.

Głównym operacyjnym motorem tej poprawy jest wzrost produktywności aktywów mierzony rotacją kapitału zainwestowanego, która zwiększa się z poziomu 1,22 do 1,94. Równolegle rentowność sprzedaży na poziomie operacyjnym EBIT / Przychody ze sprzedaży kształtuje się na poziomie 22,25% w 2025 r. oraz 16,88% w 2030P.

Synergia tych dwóch czynników operacyjnych przekłada się na wzrost rentowności operacyjnej przed opodatkowaniem z poziomu 27,09% do 32,68%. Pozycją dopełniającą kalkulację ROIC jest efektywna stawka podatku EBIT, która w roku 2025 wynosiła 24,55%, natomiast w roku 2030P została przyjęta na poziomie nominalnym 19,00%.

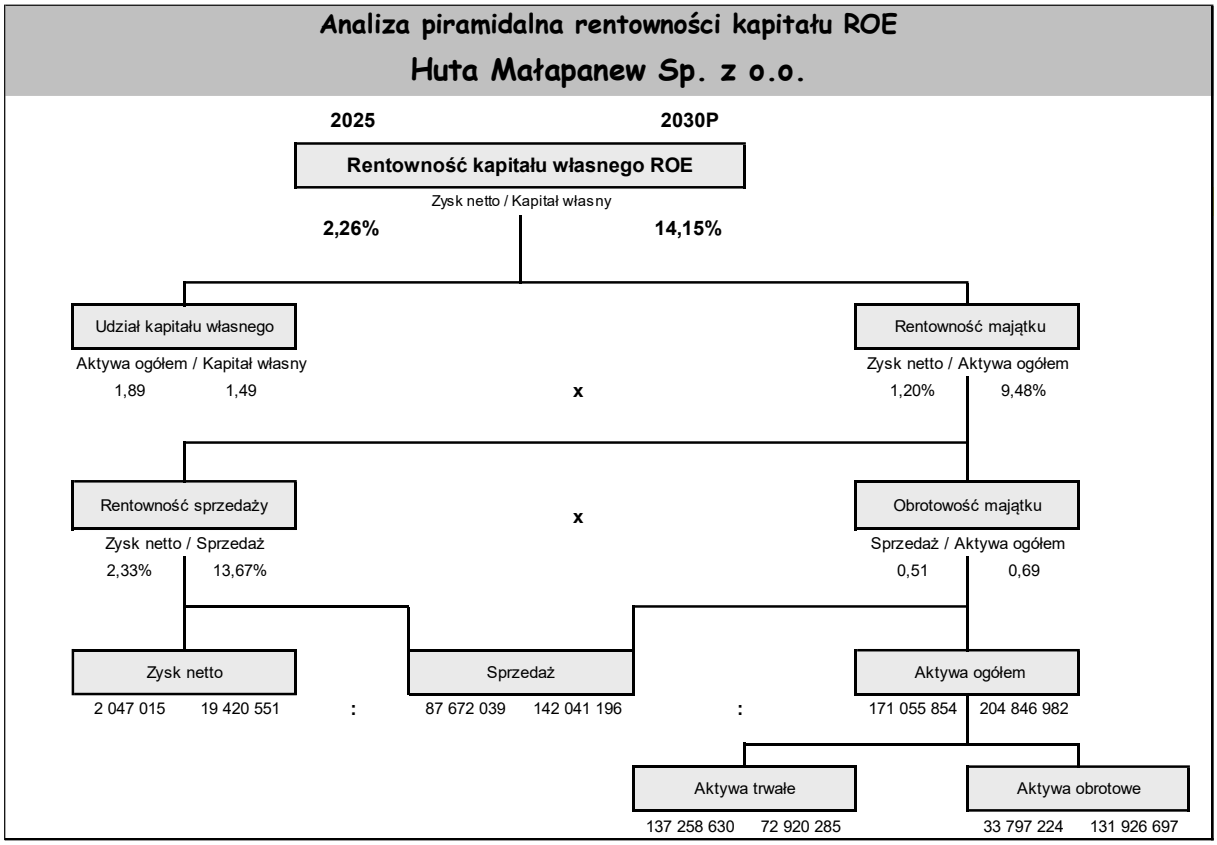
W strukturze schematu wciąż widoczny jest błąd techniczny polegający na powieleniu etykiety „stawka podatku EBIT" w prawej gałęzi drzewa, która w rzeczywistości przedstawia rentowność operacyjną przed opodatkowaniem (iloczyn rotacji i marży).

Ostatecznie, prognoza na rok 2030P potwierdza, że spółka w długim okresie utrzymuje wysokie zdolności do efektywnego kreowania wartości, generując stopę zwrotu przewyższającą standardowy koszt zaangażowanego kapitału.

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 Huta Małapanew Sp. z o.o.



Prezentowany schemat analizy piramidalnej DuPonta obrazuje znaczącą poprawę rentowności kapitału własnego (ROE) spółki Huta Małapanew Sp. z o.o., która wzrasta z poziomu 2,26% w 2025 r. do dodatnich 14,15% w prognozowanym roku 2030P.

Głównym motorem tej zmiany jest wzrost rentowności majątku (ROA) z poziomu 1,20% do 9,48%, co wynika z jednoczesnej poprawy parametrów operacyjnych i efektywnościowych. Rentowność sprzedaży (marża zysku netto) wzrasta z poziomu 2,33% do 13,67%, co jest bezpośrednim efektem wypracowania wysokiego zysku netto w kwocie 19 420 551 zł przy przychodach ze sprzedaży rzędu 142 041 196 zł.

Równolegle odnotowano wzrost obrotowości majątku z poziomu 0,51 do 0,69, wywołany dynamicznym przyrostem sprzedaży, który przewyższył umiarkowany wzrost bazy aktywów ogółem z 171,06 mln zł do 204,85 mln zł. W strukturze majątku nastąpiła istotna rekombinacja – aktywa trwałe uległy redukcji z 137,26 mln zł do 72,92 mln zł, podczas gdy aktywa obrotowe wzrosły z 33,80 mln zł do 131,93 mln zł.

Uzupełnieniem konstrukcji piramidy jest mnożnik kapitałowy wykazany na schemacie jako „udział kapitału własnego" (aktywa ogółem / kapitał własny), który maleje z poziomu 1,89 do 1,49.

Spadek tego wskaźnika oznacza większy udział kapitału własnego w strukturze finansowania, co dowodzi, że odbudowa ROE opiera się w pełni na silnych fundamentach rentowności operacyjnej oraz optymalizacji majątkowej, a nie na ryzykownym potęgowaniu dźwigni finansowej.

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 Huta Małapanew Sp. z o.o.

Równowaga finansowa Huta Małapanew Sp. z o.o.					
2025					
		KO - Kapitał obrotowy			
KO =	(kapitał własny	+	zob. długoterm. i rezerwy na zob.)	-	majątek trwały
KO =	95 143 230	+	7 466 358	-	73 431 000
	KO =	29 178 587			
	ZKO - Zapotrzebowanie na Kapitał Obrotowy				
ZKO =	(majątek obrotowy	-	środki pieniężne)	-	kapitał obrotowy
ZKO =	89 291 285	-	56 854 196	-	29 178 587
	ZKO =	3 258 501			
	czyli				
	ZKO	<	KO		
	o wartość	25 920 086			

Równowaga finansowa Huta Małapanew Sp. z o.o.					
2030P					
		KO - Kapitał obrotowy			
KO =	(kapitał własny	+	zob. długoterm. i rezerwy na zob.)	-	majątek trwały
KO =	137 267 927	+	7 466 358	-	72 920 285
	KO =	71 813 999			
	ZKO - Zapotrzebowanie na Kapitał Obrotowy				
ZKO =	(majątek obrotowy	-	środki pieniężne)	-	kapitał obrotowy
ZKO =	131 926 697	-	99 341 602	-	71 813 999
	ZKO =	-39 228 904			
	czyli				
	ZKO	<	KO		
	o wartość	111 042 904			

Przedstawiona analiza równowagi finansowej Huta Małapanew Sp. z o.o. obrazuje znaczącą poprawę struktury płynności pomiędzy rokiem 2025 a docelowym rokiem prognozy 2030P.

W roku 2025 spółka utrzymywała bezpieczny stan równowagi finansowej, w którym kapitał obrotowy (KO) wynoszący 29 178 587 zł (ukształtowany przez kapitał własny 95 143 230 zł, zobowiązania długoterminowe i rezerwy 7 466 358 zł oraz pomniejszony o majątek trwały 73 431 000 zł) z nawiązką pokrywał zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (ZKO) równe 3 258 501 zł. Nadwyżka kapitału obrotowego nad zapotrzebowaniem wynosiła 25 920 086 zł przy środkach pieniężnych na poziomie 56 854 196 zł.

Sytuacja ulega dalsnemu, znacznemu wzmocnieniu w horyzoncie prognozy do roku 2030P, kiedy to kapitał obrotowy netto ulega skokowej rozbudowie do poziomu 71 813 999 zł pod wpływem dynamicznego wzrostu kapitału własnego do poziomu 137 267 927 zł oraz utrzymania niskiego poziomu majątku trwałego (72 920 285 zł).

Równolegle, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy ZKO w 2030P przyjmuje wartość ujemną -39 228 904 zł, co przy wygenerowaniu bardzo wysokiego salda środków pieniężnych w wysokości 99 341 602 zł oraz aktywach obrotowych na poziomie 131 926 697 zł świadczy o potężnej nadwyżce płynnościowej.

W efekcie utrwalona zostaje relacja ZKO < KO, co pozwala spółce na wypracowanie bardzo wysokiej nadwyżki wolnych środków w wysokości 111 042 904 zł. Zmiana ta oznacza

umocnienie długookresowej równowagi finansowej przedsiębiorstwa i osiągnięcie pełnej stabilności operacyjnej 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

IV OSZACOWANIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW

Oszacowania dokonano na podstawie:

- Metody I: FCF (Free Cash Flow) FCFF

  FCFF reprezentują łączne przepływy pieniężne przynależne właścicielom i wierzycielom.
- Metody II: FCF (Free Cash Flow) FCFE

  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. FCFE reprezentuje łączne przepływy pieniężne przynależna właścicielom, które są zwykle różne od dywidend
- Metody III: FCF (Free Cash Flow) i skorygowana wartość aktywów netto

  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.

W dalszej analizie odrzucono dwie pierwsze metody wyceny przedsiębiorstwa a skupiono się na ostatniej III metodzie jako najwłaściwszej do dalszych prac analitycznych.

Na podstawie wybranej metody 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

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

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.
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. Obliczono wartość rezydualną i zdyskontowaną wartość rezydualną oraz zdyskontowaną wartość skorygowanych aktywów netto.
6. Oszacowano wartość Podmiotu.

Zgodnie z powyższymi założeniami

wartość godziwa podmiotu według metody I: FCF FCFF i wartości rezydualnej wynosi:

105 953 089,5 zł.

wartość godziwa podmiotu według metody II: DCF i skorygowanej wartości aktywów netto wynosi:

130 967 968,4 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

wartość godziwa podmiotu według metody III: FCF i skorygowanej wartości aktywów netto wynosi:

131 140 980,6 zł.

Wartość godziwa przedsiębiorstwa zgodnie z założeniami po przyjęciu do dalszych prac analitycznych III metody po uwzględnieniu 20% dyskonta wynosi:

104 912 784,4 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. Huta Małapanew Sp. z o.o. – WACC w okresie 2025 - 2030

WACC Huta Małapanew Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
WACC	**13,87%**	**13,89%**	**13,86%**	**13,95%**	**14,07%**	**14,20%**
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	73,72%	74,11%	73,48%	75,07%	77,19%	79,63%
zadłużenie długoterminowe oprocentowane	1,19%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
zadłużenie krótkoterminowe oprocentowane	25,10%	25,89%	26,52%	24,93%	22,81%	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*

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

- 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 godziwej udziałów w oparciu o bieżącą wartość gotówki i skorygowane aktywa netto

Wartość skorygowanych aktywów netto oblicza się dla ostatniego roku prognozy, który obejmuje wycena. Sposób wyliczenia ww. wartości został przedstawiony w poniższej tabeli:

Tabela 17 Skorygowane aktywa netto

Skorygowane aktywa netto			
	WYSZCZEGÓLNIENIE	2026P	2030P
1	suma aktywów	166 117 974,2	204 846 982,1
2	rezerwy na zobowiązania	7 466 358,0	7 466 358,0
3	zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0
4	zobowiązania krótkoterminowe	60 112 697,3	60 112 697,3
5	rozliczenia międzyokresowe bierne	7 560 834,1	0,0
	skorygowane aktywa netto (1-2-3-4-5)	90 978 084,9	137 267 926,8

Współczynnik skorygowanych aktywów netto w 2026P wyniósł 90 978 084,90 zł, co stanowiło różnicę pomiędzy sumą aktywów w kwocie 166 117 974,20 zł a rezerwami na zobowiązania (7 466 358,00 zł), brakiem zobowiązań długoterminowych (0,00 zł), zobowiązaniami krótkoterminowymi (60 112 697,30 zł) oraz rozliczeniami międzyokresowymi biernymi (7 560 834,10 zł).

W docelowym 2030P skorygowane aktywa netto wzrastają do poziomu 137 267 926,80 zł. Wynika to ze zwiększenia sumy aktywów do 204 846 982,10 zł przy utrzymaniu rezerw na zobowiązania (7 466 358,00 zł), braku zobowiązań długoterminowych (0,00 zł), stałym poziomie zobowiązań krótkoterminowych (60 112 697,30 zł) oraz całkowitym wygaszeniu rozliczeń międzyokresowych biernych (0,00 zł).

Wyliczenie wartości Podmiotu metodą I: DCF i wartości skorygowanych aktywów netto przedstawia poniższa tabela:

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 18. Huta Małapanew Sp. z o.o. – wartość dochodowa w oparciu bieżącą wartość skorygowanych aktywów netto

Wycena				
rok	DCF / aktywa netto	Koszt kapitału własnego		Bieżąca wartość
2027P	-3 634 940,5	13,89%	0,878	-3 192 546,2
2028P	8 990 661,5	13,86%	0,771	6 929 972,9
2029P	13 958 928,7	13,95%	0,676	9 432 703,8
2030P	19 537 815,0	14,07%	0,592	11 560 650,0
skorygowana wartość aktywów netto	**137 267 926,8**	**0,592**		**81 222 309,1**
wartość spółki razem				**105 953 089,5**
wartość kapitału własnego				**105 953 089,5**

Kalkulacja wartości spółki opiera się na dyskontowaniu prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych (DCF) z lat 2027P–2030P oraz dyskontowaniu skorygowanej wartości aktywów netto ustalonej na koniec okresu prognozy (2030P).

W roku 2027P ujemne przepływy -3 634 940,50 zł przy koszcie kapitału własnego 13,15% (współczynnik dyskontowy 0,884) dają bieżącą wartość -3 213 284,70 zł. W kolejnych latach rosnące przepływy generują dodatnią wartość bieżącą: w 2028P przy przepływach 8 990 661,50 zł, koszcie kapitału 13,12% i współczynniku 0,781 bieżąca wartość wynosi 7 021 244,40 zł; w 2029P przy przepływach 13 958 928,70 zł, koszcie kapitału 13,20% i współczynniku 0,689 wynosi 9 622 052,80 zł; natomiast w 2030P przy przepływach 19 537 815,00 zł, koszcie kapitału 13,29% i współczynniku 0,608 wynosi 11 875 517,20 zł.

Kluczowym komponentem wyceny jest skorygowana wartość aktywów netto z roku 2030P w kwocie 137 267 926,80 zł, która przeliczona współczynnikiem dyskontowym 0,608 daje bieżącą wartość 83 434 489,60 zł.

Suma bieżących wartości przepływów pieniężnych oraz zdyskontowanych aktywów netto określa całkowitą wartość spółki razem na poziomie 108 740 019,30 zł. Z uwagi na brak zadłużenia odsetkowego netto w strukturze, wartość kapitału własnego podmiotu wynosi dokładnie 108 740 019,30 zł.

IV.3 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 19. Huta Małapanew Sp. z o.o. – FCF w latach 2025 - 2030

Wolne Przepływy Gotówkowe FCF Huta Małapanew Sp. z o.o.							
		2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1	EBIT	19 507 129,8	491 271,1	5 142 153,9	10 947 548,7	17 082 260,9	23 975 989,5
2	Opodatkowanie EBIT	-4 788 062,6	-93 341,5	-977 009,2	-2 080 034,3	-3 245 629,6	-4 555 438,0
3	Zmiana stanu rezerwy na podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A	**NOPLAT (1+2+3)**	**14 719 067,2**	**397 929,6**	**4 165 144,6**	**8 867 514,5**	**13 836 631,3**	**19 420 551,5**
4	Amortyzacja	7 948 517,9	8 584 399,3	9 314 073,3	10 198 910,2	11 065 817,6	12 006 412,1
B	**Przepływy gotówkowe brutto (A+4)**	**22 667 585,0**	**8 982 328,9**	**13 479 217,9**	**19 066 424,7**	**24 902 448,9**	**31 426 963,6**
5	Wzrost (spadek) kapitału obrotowego	-1 271 265,5	-308 468,3	7 970 323,4	47 091,3	47 941,0	52 974,8
6	Nakłady kapitałowe	8 250 375,4	3 215 389,1	9 143 834,9	10 028 671,9	10 895 579,3	11 836 173,8
7	Pozostałe aktywa pomniejszone o pozostałe zobowiązania	526 961,9	-400 660,4	0,0	0,0	0,0	0,0
C	**Inwestycje brutto (5+6+7)**	**7 506 071,8**	**2 506 260,4**	**17 114 158,4**	**10 075 763,2**	**10 943 520,2**	**11 889 148,5**
D	**FCF bez uwzględnienia Wartości Firmy (B-C)**	**15 161 513,2**	**6 476 068,5**	**-3 634 940,5**	**8 990 661,5**	**13 958 928,7**	**19 537 815,0**
8	Wartość firmy	0,0	1 475 952,2	0,0	0,0	0,0	0,0
E	**FCF (D-8)**	**15 161 513,2**	**5 000 116,3**	**-3 634 940,5**	**8 990 661,5**	**13 958 928,7**	**19 537 815,0**
9	Inwestycje	-16 651 749,0	54 735 865,6	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)**	**-1 490 235,7**	**59 735 981,8**	**-3 634 940,5**	**8 990 661,5**	**13 958 928,7**	**19 537 815,0**
11	przychody odsetkowe po opodatkowaniu	-1 081 167,0	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	-2 763 655,4	-1 013 784,4	0,0	0,0	0,0	0,0
15	Wzrost (spadek) krótkoterminowych aktywów finansowych pieniężnych	-134 108,3	60 477 380,4	-3 634 940,5	8 990 661,5	13 958 928,7	19 537 815,0
16	koszty odsetkowe po opodatkowaniu	13 753 218,8	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	-8 848 040,6	1 748 338,1	0,0	0,0	0,0	0,0
20	Dywidenda	1 031 226,8	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**	**1 957 474,3**	**61 211 934,1**	**-3 634 940,5**	**8 990 661,5**	**13 958 928,7**	**19 537 815,0**

Prezentowana tabela przedstawia kalkulację Wolnych Przepływów Gotówkowych (FCF) oraz ostatecznego Cash Flow dostępnego dla inwestorów spółki Huta Małapanew Sp. z o.o. w latach 2025–2030P.

W roku 2025 spółka wygenerowała wysoki wynik NOPLAT na poziomie 14 719 067,20 zł, co przy amortyzacji rzędu 7 948 517,90 zł przełożyło się na przepływy gotówkowe brutto w wysokości 22 667 585,00 zł. Po uwzględnieniu inwestycji brutto (7 506 071,80 zł) wskaźnik FCF wyniósł 15 161 513,20 zł.

W 2026P, pomimo spadek NOPLAT do 397 929,60 zł, wskaźnik FCF ukształtował się na poziomie 5 000 116,30 zł (po ujęciu wartości firmy w kwocie 1 475 952,20 zł). Ostateczny Cash Flow dostępny dla inwestorów osiągnął w 2026P rekordowy poziom 59 735 981,80 zł z uwagi na dodatnie wpływy z tytułu zbycia składników majątkowych (pozycja inwestycje: +54 735 865,60 zł).

W 2027P wskaźnik FCF oraz Cash Flow dostępny dla inwestorów tymczasowo spadają do ujemnego poziomu -3 634 940,50 zł, co jest bezpośrednim efektem ujęcia wysokich nakładów kapitałowych (9 143 834,90 zł) oraz istotnego wzrostu stanu kapitału obrotowego (7 970 323,40 zł).

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

Przełom następuje od roku 2028P, kiedy to dzięki trwałemu wzrostowi rentowności operacyjnej wskaźnik FCF staje się silnie dodatni i wynosi 8 990 661,50 zł, w 2029P osiąga 13 958 928,70 zł, by w docelowym roku prognozy 2030P wzrosnąć do poziomu 19 537 815,00 zł. Od roku 2028P zmiany stanu kapitału obrotowego pozostają na bardzo niskim poziomie (od 47,09 tys. zł do 52,97 tys. zł rocznie), co przy rosnących przepływach brutto (do 31 426 963,60 zł w 2030P) i stabilnych nakładach kapitałowych (11 836 173,80 zł) znacząco ułatwia generowanie wysokich nadwyżek gotówkowych.

Ostateczny Cash Flow dostępny dla inwestorów w latach 2027P–2030P pokrywa się w pełni z wartościami FCF, wykazując przejściową lukę płynnościową w roku 2027P oraz dynamiczną budowę wolnych nadwyżek finansowych pod koniec horyzontu planowania. Uzyskane wyniki potwierdzają, że po uregulowaniu potrzeb inwestycyjnych w 2027P, model biznesowy spółki odzyskuje pełną zdolność do stabilnego generowania wartości dla inwestorów.

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

Wycena				
rok	**FCF / aktywa netto**	**współczynnik dyskontowy**		**Bieżąca wartość FCF**
2027P	-3 634 940,5	13,86%	0,878	-3 192 546,2
2028P	8 990 661,5	13,95%	0,771	6 929 972,9
2029P	13 958 928,7	14,07%	0,676	9 432 703,8
2030P	19 537 815,0	14,20%	0,592	11 560 650,0
skorygowana wartość aktywów netto	**137 267 926,8**	**0,592**		**81 222 309,1**
wartość działalności operacyjnej				105 953 089,5
wartość inwestycji nieoperacyjnych				63 790 663,0
wartość spółki razem				**169 743 752,5**
minus zadłużenie oprocentowane				38 775 784,1
wartość kapitału własnego				**130 967 968,4**

IV.4 Wyliczenie wartości godziwej udziałów w oparciu o FCF

Prezentowana tabela obrazuje proces wyceny spółki Huta Małapanew Sp. z o.o. metodą zdyskontowanych wolnych przepływów gotówkowych (DCF) na lata 2027P–2030P, w której stopa dyskontowa (koszt kapitału) rośnie sukcesywnie z poziomu 13,86% w 2027P do 14,20% na koniec horyzontu w 2030P. Suma bieżących zdyskontowanych wartości FCF z lat prognozy wynosi 24 730 780,50 zł, na co obniżająco wpływa ujemny przepływ w pierwszym roku wyceny (2027P) w wysokości -3 192 546,20 zł (przy FCF nominalnym -3 634 940,50 zł i współczynniku dyskontowym 0,878). W kolejnych latach rosnące przepływy generują dodatnią

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

wartość bieżącą: w 2028P jest to 6 929 972,90 zł (FCF 8 990 661,50 zł; dyskonto 0,771), w 2029P wartość 9 432 703,80 zł (FCF 13 958 928,70 zł; dyskonto 0,676), natomiast w 2030P kwota 11 560 650,00 zł (FCF 19 537 815,00 zł; dyskonto 0,592). Kluczowym elementem kreującym wartość spółki jest wartość rezydualna skalkulowana na poziomie 137 560 322,10 zł, której zdyskontowana wartość wynosząca 81 395 321,30 zł (przy współczynniku 0,592) stanowi aż 76,7% całkowitej wartości działalności operacyjnej równej 106 126 101,70 zł. Po dodaniu wartości inwestycji nieoperacyjnych w kwocie 63 790 663,01 zł łączna wartość przedsiębiorstwa (wartość spółki razem) kształtuje się na poziomie 169 916 764,71 zł. Ostateczna wycena kapitału własnego dla akcjonariuszy, po pomniejszeniu o zadłużenie oprocentowane w kwocie 38 775 784,10 zł, wynosi 131 140 980,61 zł. Wynik ten, uzyskany przy założeniu zerowego wzrostu FCF w okresie rezydualnym (0,00%), wskazuje na wysoki potencjał generowania wolnej gotówki i trwałej wartości przedsiębiorstwa w długim horyzoncie czasowym.

Tabela 21. Huta Małapanew Sp. z o.o. – wartość godziwa w oparciu o wartość wolnych przepływów pieniężnych

Wycena				
rok	**FCF**	**współczynnik dyskontowy**		**Bieżąca wartość FCF**
2027P	-3 634 940,5	13,86%	0,878	-3 192 546,2
2028P	8 990 661,5	13,95%	0,771	6 929 972,9
2029P	13 958 928,7	14,07%	0,676	9 432 703,8
2030P	19 537 815,0	14,20%	0,592	11 560 650,0
wartość rezydualna	**137 560 322,1**	**14,20%**	**0,592**	**81 395 321,3**
wartość działalności operacyjnej				106 126 101,7
wartość inwestycji nieoperacyjnych				63 790 663,01
wartość spółki razem				**169 916 764,7**
minus zadłużenie oprocentowane				38 775 784,1
wartość kapitału własnego				**131 140 980,6**
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.5 Analiza wrażliwości wartości godziwej udziałów w oparciu o FCF

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

- Spadek WACC o 1%

Tabela 22. Huta Małapanew Sp. z o.o. – wartość godziwa w oparciu o wartość wolnych przepływów pieniężnych

Wycena				
rok	**FCF**	**współczynnik dyskontowy**		**Bieżąca wartość FCF**
2027P	-3 634 940,5	13,12%	0,884	-3 213 284,7
2028P	8 990 661,5	13,20%	0,781	7 021 244,4
2029P	13 958 928,7	13,29%	0,689	9 622 052,8
2030P	19 537 815,0	13,41%	0,608	11 875 517,2
wartość rezydualna	**145 730 601,7**	**13,41%**	**0,608**	**88 578 291,1**
wartość działalności operacyjnej				113 883 820,8
wartość inwestycji nieoperacyjnych				63 790 663,01
wartość spółki razem				**177 674 483,8**
minus zadłużenie oprocentowane				38 775 784,1
wartość kapitału własnego				**138 898 699,7**
Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym	0,00%			

- Wzrost WACC o 1%

Tabela 23. Huta Małapanew Sp. z o.o. – wartość godziwa w oparciu o wartość wolnych przepływów pieniężnych

Wycena				
rok	**FCF**	**współczynnik dyskontowy**		**Bieżąca wartość FCF**
2027P	-3 634 940,5	14,59%	0,873	-3 172 073,7
2028P	8 990 661,5	14,70%	0,761	6 840 469,6
2029P	13 958 928,7	14,84%	0,663	9 248 291,0
2030P	19 537 815,0	15,00%	0,576	11 256 151,1
wartość rezydualna	**130 257 529,1**	**15,00%**	**0,576**	**75 044 134,7**
wartość działalności operacyjnej				99 216 972,6
wartość inwestycji nieoperacyjnych				63 790 663,01
wartość spółki razem				**163 007 635,6**
minus zadłużenie oprocentowane				38 775 784,1
wartość kapitału własnego				**124 231 851,5**
Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym	0,00%			

V WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ

Prezentowana tabela przedstawia kalkulację Ekonomicznej Wartości Dodanej (EVA) dla spółki Huta Małapanew Sp. z o.o. w latach 2025–2030P, która obrazuje proces przejściowego spadku rentowności i późniejszego wychodzenia przedsiębiorstwa ze strefy destrukcji wartości. W roku 2025 spółka wygenerowała dodatnią wartość EVA na poziomie 4 731 606,67 zł. Wynikało

to z wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału ROIC równej 20,44% przy wyniku NOPLAT 14 719 067,15 zł, co przy średnim ważonym koszcie kapitału WACC na poziomie 13,87% dało dodatni spread (ROIC - WACC) w wysokości +6,57%. W okresie 2026P–2028P następuje załamanie wskaźnika EVA do wartości ujemnych, z najniższym poziomem w roku 2026P wynoszącym -8 761 137,65 zł. Spadek ten jest bezpośrednią konsekwencją drastycznego obniżenia wyniku operacyjnego NOPLAT do 397 929,59 zł, co obniżyło stopę ROIC do zaledwie 0,60%. Przy WACC równym 13,89% przełożyło się to na ujemny spread wynoszący -13,29%. W roku 2027P, pomimo wzrostu ROIC do 5,65%, ujemna różnica (-8,21%) generuje stratę ekonomiczną EVA na poziomie -6 051 421,46 zł. Mimo wyraźnej odbudowy wskaźnika ROIC od 2028P do poziomu 12,05%, spółka w tym roku wciąż nie osiąga dodatniej wartości ekonomicznej – EVA wynosi -1 397 601,62 zł, ponieważ stopa zwrotu nadal pozostaje niższa od oczekiwanego kosztu kapitału WACC równego 13,95% (spread -1,90%).

Tabela 24. Huta Małapanew Sp. z o.o. – wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej

Wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej Huta Małapanew Sp. z o.o.	w tys. zł 2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
NOPLAT	14 719 067,15	397 929,59	4 165 144,65	8 867 514,46	13 836 631,32	19 420 551,50
Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (stan na koniec okresu)	72 006 093,47	65 927 954,55	73 728 039,66	73 604 892,63	73 482 595,28	73 365 331,74
ROIC = NOPLAT / zainwestowany kapitał	20,44%	0,60%	5,65%	12,05%	18,83%	26,47%
Wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej = NOPLAT - opłata za kapitał lub zainwestowany kapitał x (ROIC - WACC)						
ROIC	20,44%	0,60%	5,65%	12,05%	18,83%	26,47%
WACC	13,87%	13,89%	13,86%	13,95%	14,07%	14,20%
różnica	**6,57%**	**-13,29%**	**-8,21%**	**-1,90%**	**4,76%**	**12,27%**
Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (stan na koniec okresu)	72 006 093,47	65 927 954,55	73 728 039,66	73 604 892,63	73 482 595,28	73 365 331,74
Ekonomiczna Wartość Dodana	**4 731 606,67**	**-8 761 137,65**	**-6 051 421,46**	**-1 397 601,62**	**3 500 652,96**	**9 000 408,10**
NOPLAT	14 719 067,15	397 929,59	4 165 144,65	8 867 514,46	13 836 631,32	19 420 551,50
Opłata za kapitał	9 987 460,48	9 159 067,23	10 216 566,11	10 265 116,08	10 335 978,35	10 420 143,39
Ekonomiczna Wartość Dodana	**4 731 606,67**	**-8 761 137,65**	**-6 051 421,46**	**-1 397 601,62**	**3 500 652,96**	**9 000 408,10**

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 Huta Małapanew Sp. z o.o.

Wobec wyników powyższej wyceny można stwierdzić, co następuje:

– wartość godziwa udziałów Huta Małapanew Sp. z o.o.według wyceny metodą III wynosi:

wartość godziwa Huta Małapanew Sp. z o.o. wg metody III

131 140 980,6 zł.

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

104 912 784,4 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