
WYCENA

WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW

ANDORIA Sp. z o.o.

Gliwice, 27 sierpnia 2026

Opracował: Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa
Doradca podatkowy nr 14230, Licencjonowany Makler Papierów Wartościowych nr 1903,
ACCA – student 4508832
ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice tel. 507023 301 www.cfa-tax.pl, biuro@cfa-tax.pl

SPIS TREŚCI

I	EXECUTIVE SUMMARY.....	5
II	PODSTAWOWE DANE	7
II.1	DANE REJESTROWE	7
II.2	SĄD REJESTROWY	7
II.3	BANKI	7
II.4	UDZIAŁOWCY	8
II.5	OPIS DZIAŁALNOŚCI	8
II.6	ZESPÓŁ	9
II.7	OPIS PROCESU PRODUKCJI.....	9
II.8	DYSTRYBUCJA	11
II.9	KONKURENCJA.....	12
II.10	KIERUNKÓW ROZWOJU ORAZ PERSPEKTYW DZIAŁALNOŚCI	13
III	ANALIZA FINANSOWA W OPARCIU O PLAN FINANSOWY NA OKRES 2026 - 2030.....	15
III.1	ZAŁOŻENIA KONSTRUOWANIA PROGNOZY NA LATA 2026-2030.....	16
III.2	BILANS PRO-FORMA	17
III.3	ŁĄCZNE FUNDUSZE INWESTORÓW W LATACH 2024 – 2030	23
III.4	RACHUNEK WYNIKÓW PRO – FORMA	25
III.5	NOPLAT W LATACH 2025 – 2030.....	26
III.6	RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH PRO – FORMA	29
III.7	PODSTAWOWE PARAMETRY EKONOMICZNE – FINANSOWE	31
III.8	ZWROT Z ZAINWESTOWANEGO KAPITAŁU W 2025 I 2030 ROKU.....	35
III.9	RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO W 2025 I 2030 ROKU	37
III.10	RÓWNOWAGA FINANSOWA PODMIOTU W LATACH PROGNOZY	39
IV	OSZACOWANIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW	41
IV.1	ŚREDNIOWAŻONY KOSZT KAPITAŁU WACC 2025 - 2030	43
IV.2	WYLICZENIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW W OPARCIU O BIEŻĄCĄ WARTOŚĆ GOTÓWKI I SKORYGOWANE AKTYWA NETTO	44
V	WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ	46
VI	WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW PODMIOTU I OKREŚLENIE PRZEDZIAŁU NEGOCJACYJNEGO.....	47
VII	OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA WYKORZYSTANYCH METOD	48

SPIS TABEL I RYSUNKÓW

TABELA 1. ANDORIA SP. Z O.O.– ZAŁOŻENIA DO PLANU FINANSOWEGO 2026–2030	16
TABELA 2. ANDORIA SP. Z O.O.– BILANS PRO-FORMA 2024–2030.....	17
TABELA 3. ANDORIA SP. Z O.O.– BILANS PRO-FORMA 2024–2030.....	18
TABELA 4 BILANS - DYNAMIKA 2025-2030.....	21
TABELA 5 KAPITAŁY STAŁE W FINANSOWANIU MAJĄTKU PRZEDSIĘBIORSTWA.....	21
TABELA 6 ŁĄCZNE FUNDUSZE INWESTORÓW W LATACH 2024 - 2030	23
TABELA 7. ANDORIA SP. Z O.O. - RACHUNEK WYNIKÓW 2024-2030	25
TABELA 8. ANDORIA SP. Z O.O.– NOPLAT W OKRESIE 2025-2030.....	27
TABELA 9 ANDORIA SP. Z O.O.– SPRAWOZDANIE Z PRZEPŁYWU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH PRO-FORMA 2024-2030	29
TABELA 10 STRUMIENIE PIENIĘŻNE W LATACH 2025-2030	29
TABELA 11. WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI W LATACH 2025–2030.....	31
TABELA 12. WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W LATACH 2025–2030	32
TABELA 13. WSKAŹNIKI OBROTOWOŚCI W LATACH 2025–2030.....	33
TABELA 14. WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA W LATACH 2025–2030.....	34
TABELA 15 RÓWNANIE RÓWNOWAGI FINANSOWEJ ANDORIA SP. Z O.O.	39
TABELA 16. ANDORIA SP. Z O.O. – WACC W OKRESIE 2025 - 2030	43
TABELA 17 SKORYGOWANE AKTYWA NETTO	44
TABELA 18. ANDORIA SP. Z O.O. – WARTOŚĆ DOCHODOWA W OPARCIU BIEŻĄCĄ WARTOŚĆ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO	45
TABELA 22. ANDORIA SP. Z O.O. – WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ.....	46
RYSUNEK 1 CYKL ZAMIANY NA GOTÓWKĘ	34
RYSUNEK 2 DRZEWO ROIC (RETURN ON INVESTED CAPITAL).....	35
RYSUNEK 3 RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO ANDORIA SP. Z O.O.	37

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

ANDORIA Sp. z o.o.

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

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

I EXECUTIVE SUMMARY

Oszacowanie wartości godziwej udziałów Spółki ANDORIA 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 obliczono średnią arytmetyczną wycen 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, osiągnane 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 strumień przepływów pieniężnych.
3. Stopę dyskonta wyznaczono w oparciu o model WACC.
4. Obliczono sumę zdyskontowanych strumieni pieniężnych.
5. Obliczono wartość rezydualną i zdyskontowaną wartość rezydualną oraz skorygowaną wartość aktywów netto i zdyskontowaną skorygowaną wartość aktywów netto.
6. Oszacowano wartość godziwą udziałów.

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

– **według metody I: 1 473 724,1 zł.**

Wartość godziwa udziałów $((1\,473\,724,10) \times (1-20\%)) = \underline{1\,178\,979,28\,zł.}$

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.

II PODSTAWOWE DANE

II.1 Dane Rejestrowe

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

II.2 Sąd Rejestrowy

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

II.3 Banki

Rachunki w PKO BP:

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

PKO Bank Polski Spółka Akcyjna - Centrala

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

Kod BIC (Swift): BPKOPLPW

Rachunki w Pekao SA

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

Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna

ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa,

Kod BIC (Swift) PKOPPLPW

II.4 Udziałowcy

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

II.5 Opis działalności

Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy

- 24.51.Z - odlewnictwo żeliwa

Przedmiot pozostałej działalności przedsiębiorcy

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

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

II.6 Zespół

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

II.7 Opis procesu produkcji

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

Spółka specjalizuje się w produkcji:

- żeliwa szarego
- żeliwa sferoidalnego
- obróbki mechanicznej

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

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

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

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

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

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

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

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

- linia formowania ręcznego.

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

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

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

II.8 Dystrybucja

Dystrybucja i model sprzedaży

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

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

Ocena i wybór pośredników, współpraca, motywowanie i kontrola

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

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

Logistyka dystrybucji: zamówienia handlowe, transport, magazynowanie, zapasy

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

II.9 Konkurencja

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

II.10 Kierunków rozwoju oraz perspektyw działalności

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

W opracowanej analizie wykorzystano również:

wskaźniki:

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

wartości takich parametrów jak:

- NOPLAT,
- Łączne Fundusze Inwestorów

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

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

i prognozę finansową za lata 2026 - 2030.

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

III.1 Założenia konstruowania prognozy na lata 2026-2030

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

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

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

Założenia do planu finansowego					
	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%

III.2 Bilans pro-forma

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

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

Bilans ANDORIA Sp. z o.o.							
AKTYWA	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Aktywa trwałe	46 810 500,71	48 541 852,04	27 108 773,06	27 098 398,71	27 088 024,36	27 077 650,02	27 067 275,67
I. Wartości niematerialne i prawne	7 606 007,65	7 927 130,59	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych	224 040,49	1 204 487,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wartość firmy	5 344 860,33	5 344 860,33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Inne wartości niematerialne i prawne	2 037 106,83	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79	1 377 782,79
4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Rzeczowe aktywa trwałe	32 107 236,72	31 238 282,07	25 730 990,27	25 720 615,92	25 710 241,57	25 699 867,23	25 689 492,88
1. Środki trwałe	28 380 726,67	25 730 990,27	25 730 990,27	25 720 615,92	25 710 241,57	25 699 867,23	25 689 492,88
a) grunty (w tym prawo wieczystego użytkowania gruntu)	3 057 766,49	2 091 716,12	2 091 716,12	2 091 716,12	2 091 716,12	2 091 716,12	2 091 716,12
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	7 920 456,11	8 310 004,21	8 310 004,21	8 310 004,21	8 310 004,21	8 310 004,21	8 310 004,21
c) urządzenia techniczne i maszyny	16 847 870,15	14 943 571,62	14 943 571,62	14 943 571,62	14 943 571,62	14 943 571,62	14 943 571,62
d) środki transportu	90 773,85	51 871,74	51 871,74	41 497,39	31 123,04	20 748,70	10 374,35
e) inne środki trwałe	463 860,07	333 826,58	333 826,58	333 826,58	333 826,58	333 826,58	333 826,58
2. Środki trwałe w budowie	3 726 510,05	5 507 291,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Należności długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Inwestycje długoterminowe	64 400,00	64 400,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	7 032 856,34	9 312 039,38	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Aktywa obrotowe	18 979 152,20	14 822 737,53	20 845 254,36	17 978 168,64	22 169 645,19	32 862 637,16	50 803 058,72
I. Zapasy	10 572 381,20	8 612 191,51	8 612 191,51	6 174 635,09	6 213 905,79	6 256 514,51	6 308 183,84
1. Materiały	1 174 251,49	1 011 185,62	1 011 185,62	1 011 185,62	1 011 185,62	1 011 185,62	1 011 185,62
2. Półprodukty i produkty w toku	4 238 989,38	2 568 491,80	2 568 491,80	2 568 491,80	2 568 491,80	2 568 491,80	2 568 491,80
3. Produkty gotowe	2 244 917,61	2 132 949,37	2 132 949,37	2 132 949,37	2 132 949,37	2 132 949,37	2 132 949,37
4. Towary	2 914 222,72	2 899 564,72	2 899 564,72	462 008,30	501 279,00	543 887,72	595 557,05
4. Zaliczki na dostawy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Należności krótkoterminowe	7 319 309,85	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21
1. Należności od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Należności od pozostałych jednostek	7 319 309,85	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21	5 983 383,21
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	3 410 342,27	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06
- do 12 miesięcy	3 410 342,27	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06	1 553 934,06
- powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) z tytułu podatków, dotacji, cel, ubezpieczeń społecznych i	3 705 186,36	4 057 973,23	4 057 973,23	4 057 973,23	4 057 973,23	4 057 973,23	4 057 973,23
c) inne	203 781,22	371 475,92	371 475,92	371 475,92	371 475,92	371 475,92	371 475,92
d) dochodzone na drodze sądowej	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Inwestycje krótkoterminowe	25 642,62	211 671,04	6 234 187,87	5 804 658,57	9 956 864,42	20 607 247,67	38 495 999,90
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	25 642,62	211 671,04	6 234 187,87	5 804 658,57	9 956 864,42	20 607 247,67	38 495 999,90
a) w jednostkach powiązanych	0,00	211 671,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	25 642,62	0,00	6 234 187,87	5 804 658,57	9 956 864,42	20 607 247,67	38 495 999,90
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 061 818,53	15 491,77	15 491,77	15 491,77	15 491,77	15 491,77	15 491,77
Suma aktywów	65 789 652,91	63 364 589,57	47 954 027,42	45 076 567,35	49 257 669,55	59 940 287,18	77 870 334,39

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

ANDORIA Sp. z o.o.							
PASYWA	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Kapitał (fundusz) własny	-27 096 475,32	-52 716 478,88	-62 793 541,46	-65 671 001,53	-61 489 899,33	-50 807 281,70	-32 877 234,49
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00	65 000 000,00
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90	15 982 675,90
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-76 956 171,38	-108 079 151,22	-133 699 154,78	-143 776 217,36	-146 653 677,43	-142 472 575,23	-131 789 957,60
VIII. Zysk (strata) netto	-31 122 979,84	-25 620 003,56	-10 077 062,58	-2 877 460,07	4 181 102,20	10 682 617,62	17 930 047,21
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	92 886 128,23	116 081 068,45	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88
I. Rezerwy na zobowiązania	1 539 370,16	1 215 691,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Zobowiązania długoterminowe	1 289 059,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	1 289 059,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Zobowiązania krótkoterminowe	89 993 868,24	114 865 376,98	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88	110 747 568,88
1. Wobec jednostek powiązanych	56 748 781,11	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	56 748 781,11	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13
- do 12 miesięcy	56 748 781,11	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13	65 721 262,13
- powyżej 12 miesięcy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) inne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	33 245 087,13	49 144 114,85	45 026 306,75	45 026 306,75	45 026 306,75	45 026 306,75	45 026 306,75
3. Fundusze specjalne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Rozliczenia międzyokresowe	63 830,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Suma pasywów	65 789 652,91	63 364 589,57	47 954 027,42	45 076 567,35	49 257 669,55	59 940 287,18	77 870 334,39

Przedstawiony bilans Andoria Sp. z o.o. wskazuje na zmianę skali działalności w ujęciu majątkowym. W okresie historycznym suma bilansowa spadła z 65,79 mln zł w 2024 roku do 63,36 mln zł w 2025 roku. Początek prognozy przynosi kontynuację spadku – w 2027 roku suma aktywów i pasywów osiąga lokalne minimum na poziomie 45,08 mln zł, po czym od 2028 roku widoczny jest stały i dynamiczny wzrost, prowadzący do kwoty 77,87 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 rosły z 6,23 mln zł w 2026P do aż 38,50 mln zł na koniec okresu prognozy. Świadczy to o systematycznym gromadzeniu gotówki wynikającym ze zyskowej działalności operacyjnej w późniejszych latach i braku spłat rat kapitałowych długu.

Analiza Struktury Aktywów

Aktywa Trwale

- **Spadek wartości majątku trwałego:** Odnotowujemy wyraźny spadek wartości aktywów trwałych z poziomu 46,81 mln zł w 2024 r. (szczyt w 2025 r. wyniósł 48,54 mln zł) do 27,11 mln zł w 2026P oraz 27,07 mln zł na koniec 2030 r.
- **Zmiany w nieruchomościach i inwestycjach:** Główną przyczyną tak znacznego spadku aktywów trwałych między 2025 a 2026 rokiem jest wygaszenie długoterminowych rozliczeń międzyokresowych – z 9,31 mln zł do 0,00 zł, a także spadek wartości niematerialnych i prawnych z 7,93 mln zł do 1,38 mln zł (rozliczenie prac rozwojowych).
- **Amortyzacja rzeczowych aktywów trwałych:** Wartość środków trwałych stopniowo maleje z 28,38 mln zł (2024 r.) do 25,69 mln zł (2030P). Jest to bezpośredni efekt

corocznych odpisów amortyzacyjnych, widoczny m.in. w pozycji środków transportu (spadek z 51,87 tys. zł w 2026P do 10,37 tys. zł w 2030P).

- **Brak nowych inwestycji (Capex):** Prognoza od 2026 roku zakłada zerowe nakłady na „Środki trwałe w budowie” (wobec 3,73 mln zł w 2024 r. i 5,51 mln zł w 2025 r.). Przyjęto więc mocno zachowawczy scenariusz polegający na eksploatacji istniejącej bazy maszynowej bez ponoszenia nowych wydatków odtworzeniowych czy rozwojowych.
- **WNIIP oraz rozliczenia międzyokresowe:** Po rozliczeniu prac rozwojowych w 2025 roku (1,20 mln zł) wartości niematerialne i prawne stabilizują się na poziomie 1,38 mln zł. Z kolei długoterminowe rozliczenia międzyokresowe od 2026 roku wygasają do zera.

Aktywa Obrótowe

- **Dynamiczny wzrost majątku obrotowego:** Wartość aktywów obrotowych rośnie z 18,98 mln zł (2024 r.) oraz 14,82 mln zł (2025 r.) do 20,85 mln zł w 2026P, docierając aż do 50,80 mln zł w 2030 roku.
- **Zamrożenie poziomu zapasów:** Od 2027 roku stan zapasów zostaje utrwalony na poziomie ok. 6,17 mln – 6,31 mln zł (w 2024 r. wynosił 10,57 mln zł, a w 2025 r. 8,61 mln zł). W strukturze zapasów dominują półprodukty i produkty w toku (2,57 mln zł), produkty gotowe (2,13 mln zł) oraz materiały (1,01 mln zł).
- **Należności krótkoterminowe:** Po korekcie z 7,32 mln zł (2024 r.) do 5,98 mln zł (2025 r.), stan należności zostaje w prognozie utrzymany bez zmian – 5,98 mln zł rocznie (z czego 1,55 mln zł to należności z tytułu dostaw i usług, a 4,06 mln zł z tytułu podatków i ubezpieczeń).
- **Środki pieniężne i finanse krótkoterminowe:** To kluczowa pozycja aktywów obrotowych. Obserwujemy skokowy wzrost gotówki z 0,21 mln zł w 2025 r. do 6,23 mln zł w 2026P oraz dalszą akumulację do kwoty 38,50 mln zł w 2030 roku.

Analiza Struktury Pasywów

Kapitał Własny

- **Odbudowa bazy kapitałowej:** Kapitał własny spółki jest ujemny i wynosi -27,10 mln zł w 2024 r., po czym pogłębia się do -62,79 mln zł w 2026P. W kolejnych latach ulega sukcesywnej odbudowie, osiągając poziom -32,88 mln zł w 2030 roku.
- **Pokrywanie strat z lat ubiegłych:** Wskaźniki kapitału podstawowego (65,00 mln zł) oraz zapasowego (15,98 mln zł) pozostają bez zmian. Poprawa kapitału własnego od

2028 roku wynika z sukcesywnego odrabiania skumulowanej straty z lat ubiegłych – zmniejsza się ona z -146,65 mln zł w 2028P do -131,79 mln zł w 2030P.

- **Rentowność netto:** Spółka zakłada stopniowe przechodzenie do dodatnich wyników finansowych. Po ujemnych wynikach w latach 2024–2027 (-31,12 mln zł w 2024 r., -25,62 mln zł w 2025 r., -10,08 mln zł w 2026P i -2,88 mln zł w 2027P) następuje szybki wzrost zysków netto: +4,18 mln zł (2028P), +10,68 mln zł (2029P) oraz +17,93 mln zł w 2030 roku.

Zobowiązania i Rezerwy na Zobowiązania

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

Wnioski i Podsumowanie

- **Wysoka rentowność i nadwyżka gotówkowa:** Model finansowy ANDORIA Sp. z o.o. zakłada scenariusz stabilnej poprawy rentowności od 2028 roku. Wygenerowane zyski netto pozwalają spółce zgromadzić znaczący zapas gotówki (blisko 38,5 mln zł w 2030 r.).
- **Rolowanie długu krótkoterminowego:** Głównym założeniem ryzyka w przyjętym modelu jest brak spłaty nominalnej zobowiązań krótkoterminowych (110,75 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.

Tabela 4 Bilans - dynamika 2025-2030

Bilans - dynamika ANDORIA Sp. z o.o.						
AKTYWA	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Aktywa trwałe	-44,15%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-100,00%
I. Wartości niematerialne i prawne	-82,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
II. Rzeczowe aktywa trwałe	-17,63%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-100,00%
III. Należności długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Inwestycje długoterminowe	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B. Aktywa obrotowe	40,63%	-13,75%	23,31%	48,23%	54,59%	-100,00%
I. Zapasy	0,00%	-28,30%	0,64%	0,69%	0,83%	-100,00%
II. Należności krótkoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
III. Inwestycje krótkoterminowe	2845,22%	-6,89%	71,53%	106,97%	86,81%	-100,00%
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Suma aktywów	-24,32%	-6,00%	9,28%	21,69%	29,91%	-100,00%
ANDORIA Sp. z o.o.						
PASYWA	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A. Kapitał (fundusz) własny	19,12%	4,58%	-6,37%	-17,37%	-35,29%	-100,00%
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	23,70%	7,54%	2,00%	-2,85%	-7,50%	-100,00%
VIII. Zysk (strata) netto	-60,67%	-71,45%	-245,31%	155,50%	67,84%	-100,00%
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	-4,59%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
I. Rezerwy na zobowiązania	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II. Zobowiązania długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Zobowiązania krótkoterminowe	-3,58%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Suma pasywów	-24,32%	-6,00%	9,28%	21,69%	29,91%	-100,00%

Tabela 5 Kapitały stałe w finansowaniu majątku Przedsiębiorstwa

Kapitały stałe w finansowaniu majątku ANDORIA Sp. z o.o.						
	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
1. kapitały własne (tys. zł)	-52 716 479	-62 793 541	-65 671 002	-61 489 899	-50 807 282	-32 877 234
2. zobowiązania długoterminowe (tys. zł)	0	0	0	0	0	0
3. Razem - kapitały stałe (1+2) (tys. zł)	-52 716 479	-62 793 541	-65 671 002	-61 489 899	-50 807 282	-32 877 234
4. aktywa trwałe ogółem (tys. zł)	48 541 852	27 108 773	27 098 399	27 088 024	27 077 650	27 067 276
5. kapitały stałe zaangażowane w finansowanie majątku obrotowego (3-4) (tys. zł)	-101 258 331	-89 902 315	-92 769 400	-88 577 924	-77 884 932	-59 944 510
6. aktywa obrotowe (tys. zł)	14 822 738	20 845 254	17 978 169	22 169 645	32 862 637	50 803 059
7. pokrycie aktywów obrotowych kapitałami stałymi	-683%	-431%	-516%	-400%	-237%	-118%
8. zobowiązania krótkoterminowe (tys. zł)	114 865 377	110 747 569	110 747 569	110 747 569	110 747 569	110 747 569
9. pokrycie aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi	775%	531%	616%	500%	337%	218%

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

Ocena Zachowania Złotej Zasady Bilansowej

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

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

- **Lata 2026P–2030P (utrzymujące się złamanie zasady):** W całym okresie prognozy spółka wciąż nie spełnia złotej zasady bilansowej. Wartość kapitałów stałych (pozycja 3) w każdym roku pozostaje ujemna (od -62,79 mln zł w 2026P do -32,88 mln zł w 2030P) i nie pokrywa aktywów trwałych (pozycja 4), które kształtują się na poziomie ok. 27,07–27,11 mln zł. Choć od 2028 roku widoczna jest sukcesywna poprawa wartości kapitałów stałych dzięki dodatnim wynikom netto, majątek trwały przez cały analizowany okres pozostaje sfinansowany kapitałem obcym o charakterze krótkoterminowym.

Kapitał Obrotowy Netto i Pokrycie Kapitałami Stałymi

- **Kapitały stałe zaangażowane w finansowanie majątku obrotowego:** Poziom kapitału obrotowego netto reprezentowany przez pozycję 5 w całym okresie 2025–2030P pozostaje ujemny. Po spadku do poziomu -92,77 mln zł w 2027P, od 2028 roku wskaźnik ten wykazuje stałą poprawę: z -88,58 mln zł w 2028P do -59,94 mln zł w 2030P.
- **Wskaźnik pokrycia aktywów obrotowych kapitałami stałymi (pozycja 7):** Utrzymuje wartości ujemne w całym horyzoncie prognozy. Wykazuje jednak tendencję wzrostową (zmierzającą w stronę równowagi) – z -683% w 2025 r. oraz -516% w 2027P do -118% w 2030P. Świadczy to o stopniowym odrabianiu skumulowanych strat i powolnym przechodzeniu w stronę odbudowy struktury finansowania.

Rola Zobowiązań Krótkoterminowych w Finansowaniu Majątku

- **Wysoki udział długu krótkoterminowego:** W 2025 r. aktywa obrotowe (14,82 mln zł) były w skrajny sposób finansowane dłuższą strukturą zobowiązań krótkoterminowych (114,87 mln zł), co przekładało się na wskaźnik pokrycia na poziomie 775%.
- **Stabilizacja długu i poprawa wskaźników:** Od 2026P wartość zobowiązań krótkoterminowych zostaje zamrożona na stałym poziomie 110,75 mln zł. Wraz z dynamicznym wzrostem wartości aktywów obrotowych (z 20,85 mln zł w 2026P do 50,80 mln zł w 2030P), wskaźnik ich pokrycia zobowiązaniami krótkoterminowymi (pozycja 9) systematycznie spada z 531% w 2026P (oraz 616% w 2027P) do 218% w 2030P.

Wnioski

Struktura finansowania majątku obrotowego Andoria Sp. z o.o. w horyzoncie prognozy wykazuje stopniowy proces redukcji deficytu kapitałowego. Choć spółka przez cały okres

zmaga się z brakiem pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym oraz ujemnym kapitałem obrotowym netto, sukcesywna odbudowa kapitałów własnych od 2028 roku oraz stały spadek udziału zobowiązań krótkoterminowych w relacji do rosnących aktywów obrotowych (spadek wskaźnika pokrycia z 775% do 218%) wskazują na stopniową poprawę stabilności finansowej jednostki.

III.3 Łączne fundusze inwestorów w latach 2024 – 2030

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

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

Tabela 6 Łączne fundusze inwestorów w latach 2024 - 2030

Łączne fundusze inwestorów ANDORIA Sp. z o.o.							
	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
A Operacyjne aktywa bieżące (1+2+3)	18 953 509,6	14 611 066,5	14 611 066,5	12 173 510,1	12 212 780,8	12 255 389,5	12 307 058,8
1 Zapasy	10 572 381,2	8 612 191,5	8 612 191,5	6 174 635,1	6 213 905,8	6 256 514,5	6 308 183,8
2 Należności krótkoterminowe	7 319 309,9	5 983 383,2	5 983 383,2	5 983 383,2	5 983 383,2	5 983 383,2	5 983 383,2
3 Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 061 818,5	15 491,8	15 491,8	15 491,8	15 491,8	15 491,8	15 491,8
B Nieoprocentowane zobowiązania bieżące (5+6)	88 910 833,2	101 477 770,7	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6
5 Nieoprocentowane zobowiązania krótkoterminowe	88 847 003,0	101 477 770,7	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6	97 359 962,6
6 Rozliczenia międzyokresowe	63 830,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C Operacyjny kapitał obrotowy netto (A - B)	-69 957 323,6	-86 866 704,2	-82 748 896,1	-85 186 452,6	-85 147 181,9	-85 104 573,1	-85 052 903,8
7 Rzeczowy majątek trwały netto i wartości niematerialne (bez wartości firmy i inwestycji rozpoczętych)	30 641 874,0	28 313 260,5	27 108 773,1	27 098 398,7	27 088 024,4	27 077 650,0	27 067 275,7
8 Pozostałe aktywa pomniejszone o pozostałe zobowiązania	-486 376,2	2 751 487,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (C+7+8)	-39 801 825,8	-55 801 956,1	-55 640 123,1	-58 088 053,9	-58 059 157,5	-58 026 923,1	-57 985 628,1
9 Krótkoterminowe aktywa finansowe niepieniężne	0,0	211 671,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
10 Wartość firmy	5 344 860,3	5 344 860,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
11 Środki pieniężne	25 642,6	0,0	6 234 187,9	5 804 658,6	9 956 864,4	20 607 247,7	38 495 999,9
12 Inwestycje	3 790 910,1	5 571 691,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E Łączne fundusze inwestorów (D+9+10+11+12)	-30 640 412,8	-44 673 733,0	-49 405 935,2	-52 283 395,3	-48 102 293,1	-37 419 675,5	-19 489 628,2
12 Kapitał własny	-27 096 475,3	-52 716 478,9	-62 793 541,5	-65 671 001,5	-61 489 899,3	-50 807 281,7	-32 877 234,5
13 Rezerwa na podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F Skorygowany kapitał własny (13+14)	-27 096 475,3	-52 716 478,9	-62 793 541,5	-65 671 001,5	-61 489 899,3	-50 807 281,7	-32 877 234,5
15 Oprocentowane zobowiązania ogółem	1 800 922,9	13 387 606,3	13 387 606,3	13 387 606,3	13 387 606,3	13 387 606,3	13 387 606,3
G Łączne fundusze inwestorów (F+15)	-25 295 552,5	-39 328 872,6	-49 405 935,2	-52 283 395,3	-48 102 293,1	-37 419 675,5	-19 489 628,2

Analiza kapitału zainwestowanego dowodzi, że działalność operacyjna spółki Andoria Sp. z o.o. w horyzoncie prognozy cechuje się dużą stabilnością, generując ujemne zapotrzebowanie na operacyjny kapitał obrotowy. Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (pozycja D)

po spadku z poziomu -39,80 mln zł w 2024 r. pogłębia się do -55,80 mln zł w 2025 r., a w latach 2027P–2030P stabilizuje się na stałym poziomie ok. -58,0 mln zł (-57,99 mln zł w 2030P).

Sposób finansowania tej działalności w horyzoncie prognozy opiera się na zamrożonym poziomie długu oraz sukcesywnej redukcji ujemnych kapitałów własnych od 2028 roku. 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 13,39 mln zł zostaje w latach 2026P–2030P utrzymana na stałym, niezmiennym poziomie 13,39 mln zł.

Brak konieczności zwiększania długu i zaspokajania dodatkowego zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne wynika z rosnącej kumulacji środków pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. Poziom gotówki rośnie z 6,23 mln zł w 2026P do 38,50 mln zł w 2030P, co w pełni pokrywa wymogi operacyjne i eliminuje ryzyko powstawania luk płynnościowych.

Ostatni rok prognozy potwierdza proces wychodzenia spółki z deficytu kapitałowego. Spółka przy tym samym, zamrożonym poziomie długu wynoszącym 13,39 mln zł i ujemnym kapitale zainwestowanym w działalność operacyjną (-57,99 mln zł) jest w stanie wygenerować znaczną nadwyżkę gotówkową. Pozwala to na odbudowę struktury finansowania, w której ujemny skorygowany kapitał własny ulega znacznemu zmniejszeniu (z -65,67 mln zł w 2027P do -32,88 mln zł w 2030P), wyraźnie redukując łączny poziom ujemnych funduszy inwestorów z -52,28 mln zł do -19,49 mln zł w 2030 roku.

III.4 Rachunek wyników pro – forma

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

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

Rachunek Wyników porównawczy ANDORIA Sp. z o.o.								
	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	53 954 948,44	43 672 868,40	47 536 496,61	50 723 989,88	54 764 502,00	59 148 457,66	64 464 648,59	
- od jednostek powiązanych								
I. Przychody ze sprzedaży produktów	49 044 604,05	40 163 215,88	44 179 537,47	47 493 002,78	51 529 908,01	55 909 950,20	61 221 395,46	
II. Zmiana stanu produktów	831 936,44	-1 526 933,80	-1 679 627,18	-1 805 599,22	-1 959 075,15	-2 125 596,54	-2 327 528,21	
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	2 756 402,60	3 188 553,13	3 188 553,13	3 188 553,13	3 188 553,13	3 188 553,13	3 188 553,13	
IV. Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	1 322 005,35	1 848 033,19	1 848 033,19	1 848 033,19	2 005 116,01	2 175 550,87	2 382 228,20	
B. Koszty działalności operacyjnej, w tym:	70 737 262,61	61 829 779,68	57 613 559,19	53 601 449,95	49 602 647,43	45 960 040,84	42 328 787,83	
- od jednostek powiązanych								
I. Amortyzacja	2 735 322,60	2 334 979,11	2 241 579,95	2 140 708,85	2 022 969,86	1 911 706,52	1 787 445,60	
II. Zużycie materiałów i energii	25 498 718,10	22 558 704,09	19 851 659,60	17 469 460,45	15 373 125,19	13 528 350,17	11 904 948,15	
III. Usługi obce	5 713 639,52	5 014 167,92	4 813 601,20	4 596 989,15	4 344 154,75	4 105 226,23	3 838 386,53	
IV. Podatki i opłaty	2 304 326,26	1 541 675,53	1 541 675,53	1 541 675,53	1 541 675,53	1 541 675,53	1 541 675,53	
V. Wynagrodzenia	26 509 878,40	23 313 322,89	22 380 789,97	21 373 654,43	20 198 103,43	19 087 207,74	17 846 539,24	
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	6 655 253,95	5 958 668,38	5 720 321,64	5 462 907,17	5 162 447,28	4 878 512,68	4 561 409,35	
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	475 999,31	415 904,11	399 267,95	381 300,89	360 329,34	340 511,23	318 378,00	
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	844 124,47	692 357,65	664 663,34	634 753,49	599 842,05	566 850,74	530 005,44	
			0	0,00	0,00	0,00	0,00	
C. Zysk / Strata ze sprzedaży (A - B)	-16 782 314,17	-18 156 911,28	-10 077 062,58	-2 877 460,07	5 161 854,57	13 188 416,82	22 135 860,75	
D. Pozostałe przychody operacyjne	1 395 439,01	798 418,55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
E. Pozostałe koszty operacyjne	14 331 080,30	2 389 719,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
F. Zysk / Strata na działalności operacyjnej (C + D - E)	-29 717 955,46	-19 748 212,31	-10 077 062,58	-2 877 460,07	5 161 854,57	13 188 416,82	22 135 860,75	
G. Przychody finansowe	4 637,77	285 890,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
H. Koszty finansowe	9 058 183,15	8 510 793,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
I. Zysk/Strata brutto na działalności gospodarczej (F + G - H)	-38 771 500,84	-27 973 115,56	-10 077 062,58	-2 877 460,07	5 161 854,57	13 188 416,82	22 135 860,75	
J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (JI - JII)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
I Zyski nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
II Straty nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
K. Zysk / Strata brutto (I + J)	-38 771 500,84	-27 973 115,56	-10 077 062,58	-2 877 460,07	5 161 854,57	13 188 416,82	22 135 860,75	
L. Podatek dochodowy	-7 648 521,00	-2 353 112,00	0,00	0,00	980 752,37	2 505 799,20	4 205 813,54	
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)								
N. Zysk / Strata netto (K - L - M)	-31 122 979,84	-25 620 003,56	-10 077 062,58	-2 877 460,07	4 181 102,20	10 682 617,62	17 930 047,21	

Spółka Andoria Sp. z o.o. po spowolnieniu sprzedaży w 2025 r., gdzie odnotowano spadek przychodów o 19,06% do poziomu 43 672 868,40 zł (wobec 53 954 948,44 zł w 2024 r.), planuje w okresie prognozy 2026P–2030P stabilną dynamikę wzrostu operacyjnego rok do roku. Pozwala to na osiągnięcie docelowego poziomu przychodów netto ze sprzedaży i zrównanych z nimi w wysokości 64 464 648,59 zł w 2030P. Głównym czynnikiem stymulującym tę odbudowę są przychody ze sprzedaży produktów, które rosną z poziomu 40 163 215,88 zł w 2025 r. do 61 221 395,46 zł na koniec horyzontu prognozy.

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

- **Spadek kosztów materiałowych:** Koszt zużycia materiałów i energii systematycznie spada z poziomu 22 558 704,09 zł w 2025 r. do 11 904 948,15 zł w 2030P.

- **Optymalizacja pozostałych składników:** Usługi obce oraz wynagrodzenia wraz ze świadczeniami wykazują stałą tendencję spadkową w okresie prognozy – wynagrodzenia zmniejszają się z poziomu 23 313 322,89 zł w 2025 r. do 17 846 539,24 zł w 2030P, a ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia z 5 958 668,38 zł do 4 561 409,35 zł.

Model finansowy zakłada sukcesywne wychodzenie ze straty na sprzedaży, która osiąga swoje maksimum w 2025 r. na poziomie -18 156 911,28 zł. Wyraźne zmniejszenie straty na sprzedaży i działalności operacyjnej następuje już w 2026P (-10 077 062,58 zł) oraz w 2027P (-2 877 460,07 zł), natomiast pierwszy dodatni wynik wypracowany zostanie w 2028P w kwocie +5 161 854,57 zł, by w 2030P osiągnąć docelowy poziom +22 135 860,75 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.

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

NOPLAT ANDORIA Sp. z o.o.						
NOPLAT	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	43 672 868,4	47 536 496,6	50 723 989,9	54 764 502,0	59 148 457,7	64 464 648,6
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-692 357,7	-399 267,9	-634 753,5	-599 842,1	-566 850,7	-530 005,4
Koszty operacyjne (bez amortyzacji)	-58 802 442,9	-54 972 711,3	-50 825 987,6	-46 979 835,5	-43 481 483,6	-40 011 336,8
Amortyzacja	-2 334 979,1	-2 241 579,9	-2 140 708,8	-2 022 969,9	-1 911 706,5	-1 787 445,6
Pozostałe przychody operacyjne - pozostałe koszty operacyjne	-1591301,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-19 748 212,3	-10 077 062,6	-2 877 460,1	5 161 854,6	13 188 416,8	22 135 860,8
Opodatkowanie EBIT	790 380,4	0,0	0,0	-980 752,4	-2 505 799,2	-4 205 813,5
zmiana stanu rezerw pod. doch.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT	-18 957 831,9	-10 077 062,6	-2 877 460,1	4 181 102,2	10 682 617,6	17 930 047,2

opodatkowanie EBIT	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Podatek dochodowy z Rachunku Wyników	-2 353 112,0	0,0	0,0	980 752,4	2 505 799,2	4 205 813,5
Oslona podatkowa z tytułu kosztów odsetkowych	1 617 050,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oslona podatkowa z tyt. strat nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek od przychodów odsetkowych	-54 319,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
podatek od zysków nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
opodatkowanie EBIT	-790 380,4	0,0	0,0	980 752,4	2 505 799,2	4 205 813,5

Uzgodnienie z zyskiem netto	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Zysk netto	-25 620 003,6	-10 077 062,6	-2 877 460,1	4 181 102,2	10 682 617,6	17 930 047,2
plus wzrost stanu rezerwy pod. doch.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
plus Amortyzacja wartości firmy	0,0	664 663,3	0,0	0,0	0,0	0,0
skorygowany zysk netto	-25 620 003,6	-9 412 399,2	-2 877 460,1	4 181 102,2	10 682 617,6	17 930 047,2
plus koszty odsetkowe po opodatkowaniu	6 893 742,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
plus straty nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk ogółem dostępny dla inwestorów	-18 726 260,9	-9 412 399,2	-2 877 460,1	4 181 102,2	10 682 617,6	17 930 047,2
minus przychody odsetkowe po opodatkowaniu	-231 571,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
minus zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT	-18 957 831,9	-9 412 399,2	-2 877 460,1	4 181 102,2	10 682 617,6	17 930 047,2

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 wchodzi 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 pozaoperacyjnych².

² op.cit., s. 147-148.

III.6 Rachunek przepływów pieniężnych pro – forma

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

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

Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych 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 właścicieli, 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	145 884,8	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

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

Spółka w latach 2024–2026P generuje ujemne przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej: -2 012 218,1 zł (2024 r.), -4 540 017,8 zł (2025 r.) oraz -10 563 047,8 zł w 2026P. Od 2027P następuje przełom i wielokrotny wzrost nadwyżki operacyjnej: z 1 700 805,2 zł w 2027P, przez 6 164 801,4 zł w 2028P, aż do 19 665 823,5 zł w 2030P. Świadczy to o sukcesywnej odbudowie rentowności operacyjnej oraz wpływie amortyzacji (malejącej z 2,74 mln zł w 2024 r. do 1,79 mln zł w 2030P).

W latach 2024 i 2026P przepływy z działalności inwestycyjnej były dodatnie i wynosiły odpowiednio +12 729 006,8 zł oraz +10 091 130,7 zł (co w 2026P wynika głównie z wpływów ze zbycia wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych w kwocie 9 815 059,7 zł). W latach 2025 r. oraz 2027P–2030P ujemne salda inwestycyjne (od -1 777 071,2 zł do -2 130 334,5 zł) odzwierciedlają regularne wydatki na nabycie środków trwałych oraz WNiP.

W roku 2024 saldo działalności finansowej było silnie ujemne (-10 731 588,6 zł) z powodu spłaty kredytów i pożyczek oraz płatności odsetek. W 2025 r. saldo to stało się dodatnie (+6 626 047,5 zł) głównie za sprawą wpływów z kredytów i pożyczek (6 871 742,5 zł). Od 2026P prognoza zakłada całkowity brak nowych transakcji finansowych, co ustala saldo tej pozycji na stałym poziomie 0,00 zł.

W poszczególnych latach spółka charakteryzowała się zmiennym układem strumieni: w 2024 r. był to układ (-, +, -), w 2025 r. (-, -, +), a w 2026P (-, +, 0). Od 2027P spółka przechodzi w stabilny, bezpieczny model (+, -, 0). Całkowite przepływy pieniężne netto razem (pozycja D) po ujemnych latach 2024–2027P stają się od 2028P silnie dodatnie (od +4,15 mln zł do +17,89 mln zł w 2030P). Stan środków pieniężnych na koniec okresu (pozycja G) rośnie z 10 150,8 zł na koniec 2025 r. do kwoty 38 495 999,9 zł w 2030P, budując pełne bezpieczeństwo płynnościowe przedsiębiorstwa.

III.7 Podstawowe parametry ekonomiczne – finansowe

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

Tabela 11. Wskaźniki rentowności w latach 2025–2030

Wskaźniki rentowności I ANDORIA Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
I. stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (kapitał zainwestowany na koniec okresu)						
wartość sprzedanych towarów i materiałów / przychody	1,59%	0,84%	1,25%	1,10%	0,96%	0,82%
koszty operacyjne / przychody	134,64%	115,64%	100,20%	85,79%	73,51%	62,07%
koszty operacyjne ogółem / przychody	136,23%	116,48%	101,45%	86,88%	74,47%	62,89%
amortyzacja / przychody	5,35%	4,72%	4,22%	3,69%	3,23%	2,77%
EBIT / przychody	-45,22%	-21,20%	-5,67%	9,43%	22,30%	34,34%
EBITDA / przychody	-39,87%	-16,48%	-1,45%	13,12%	25,53%	37,11%
rzeczowy majątek trwały / przychody	64,83%	57,03%	53,42%	49,46%	45,78%	41,99%
kapitał obrotowy / przychody	-198,90%	-174,07%	-167,94%	-155,48%	-143,88%	-131,94%
przychody / zainwestowany kapitał w działalność operacyjną	-0,78	-0,85	-0,87	-0,94	-1,02	-1,11
ROIC = NOPLAT / zainwestowany kapitał	33,97%	18,11%	4,95%	-7,20%	-18,41%	-30,92%
ROE = zysk netto / kapitał własny	48,60%	16,05%	4,38%	-6,80%	-21,03%	-54,54%
II. Wskaźniki wzrostu						
stopa wzrostu przychodów	-19,06%	8,85%	6,71%	7,97%	8,01%	8,99%
stopa wzrostu EBIT	33,55%	48,97%	71,45%	279,39%	155,50%	67,84%
stopa wzrostu NOPLAT	20,31%	46,84%	71,45%	245,31%	155,50%	67,84%
stopa wzrostu kapitału obrotowego	-24,17%	4,74%	-2,95%	0,05%	0,05%	0,06%
stopa wzrostu zainwestowanego kapitału	-40,20%	0,29%	-4,40%	0,05%	0,06%	0,07%
III. Stopa inwestycji						
stopa inwestycji brutto = (inwestycje brutto / przepływy gotówkowe brutto)	82,21%	-30,67%	41,70%	33,07%	15,44%	9,27%
stopa inwestycji netto = (nakłady kapitałowe / NOPLAT)	-0,03%	-10,29%	-74,04%	48,14%	17,80%	9,91%

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 przedsiębiorstwa³.

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 przedsiębiorstwa⁴.

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 firmy⁵.

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

Tabela 12. Wskaźniki płynności finansowej w latach 2025–2030

Wskaźniki płynności finansowej ANDORIA Sp. z o.o.						
	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
wsk.ogólnej (bieżącej) płynności = majątek obrotowy / zobowiązania bieżące - Current Ratio	0,13	0,19	0,16	0,20	0,30	0,46
wsk.szybki = (majątek obrot. - zapasy - krótkot. rozl. międzyokr.) / zobowiązania bieżące - Quick Ratio	0,05	0,11	0,11	0,14	0,24	0,40
wsk.gotówkowej płynności = środki pieniężne / zobowiązania bieżące	0,00	0,06	0,05	0,09	0,19	0,35
wskaźnik pokrycia = należności handlowe / zobowiązania handlowe	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
kapitał pracujący (majątek ogółem - zobowiązania bieżące)	-51 500 787	-62 793 541	-65 671 002	-61 489 899	-50 807 282	-32 877 234
kapitał pracujący netto (aktywa bieżące - zobowiązania bieżące)	-100 042 639	-89 902 315	-92 769 400	-88 577 924	-77 884 932	-59 944 510

Wskaźnik ogólnej płynności	0,13	0,19	0,16	0,20	0,30	0,46
Wskaźnik szybkiej płynności	0,05	0,11	0,11	0,14	0,24	0,40
Wskaźnik płynności gotówkowej	0,00	0,06	0,05	0,09	0,19	0,35

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 publicznych 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 pasywów⁶.

⁴ j.w.

⁵ Sierpińska, Jachna; j.w.

⁶ j.w.

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

Tabela 13. Wskaźniki obrotowości w latach 2025–2030

Wskaźniki obrotowości ANDORIA Sp. z o.o.						
	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Rotacja w dniach						
wsk. rotacji majątku obrotowego w dniach = majątek obrotowy x ilość dni / przychód ze sprzedaży	124	160	129	148	203	288
wsk. rotacji zapasów w dniach = zapasy x ilość dni / koszty działalności operacyjnej	51	55	42	46	50	54
wsk. czasu rozliczenia należności = należności x ilość dni / przychody ze sprzedaży	50	46	43	40	37	34
wsk. czasu rozliczenia należności handlowych = należności handlowe x ilość dni / przychody ze sprzedaży	13	12	11	10	10	9
okres spłaty zobowiązań o koszie zerowym = zobowiązania bezkredytu / koszty działalności operacyjnej	601	617	663	716	775	840
okres spłaty zobowiązań handlowych = zobowiązania handlowe / koszty działalności operacyjnej	389	416	448	484	523	567
Cykl zamiany na gotówkę						
cykl zamiany na gotówkę = liczba dni zapasów + okres ściągania należności - okres spłaty zobowiązań	-500	-516	-578	-631	-688	-751
Wskaźnik rotacji zapasów	51	55	42	46	50	54
Wskaźnik czasu rozliczenia należności	50	46	43	40	37	34
Okres spłaty zobowiązań	601	617	663	716	775	840

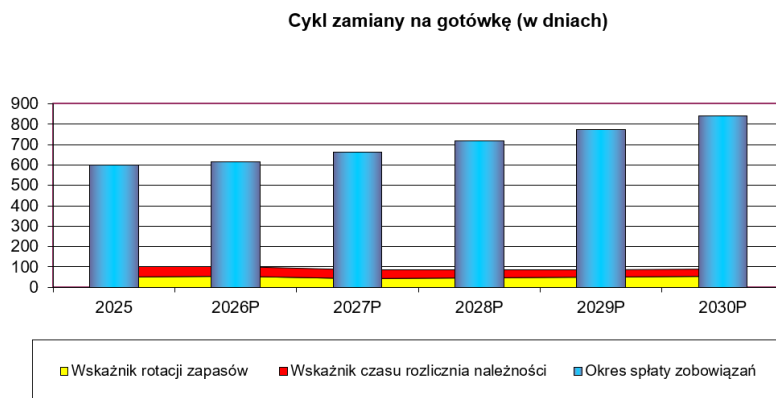
Wskaźnik rotacji majątku obrotowego określa liczbę dni obrotu, na jaką wystarcza kapitał obrotowy.

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

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

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

Rysunek 1 Cykl zamiany na gotówkę



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

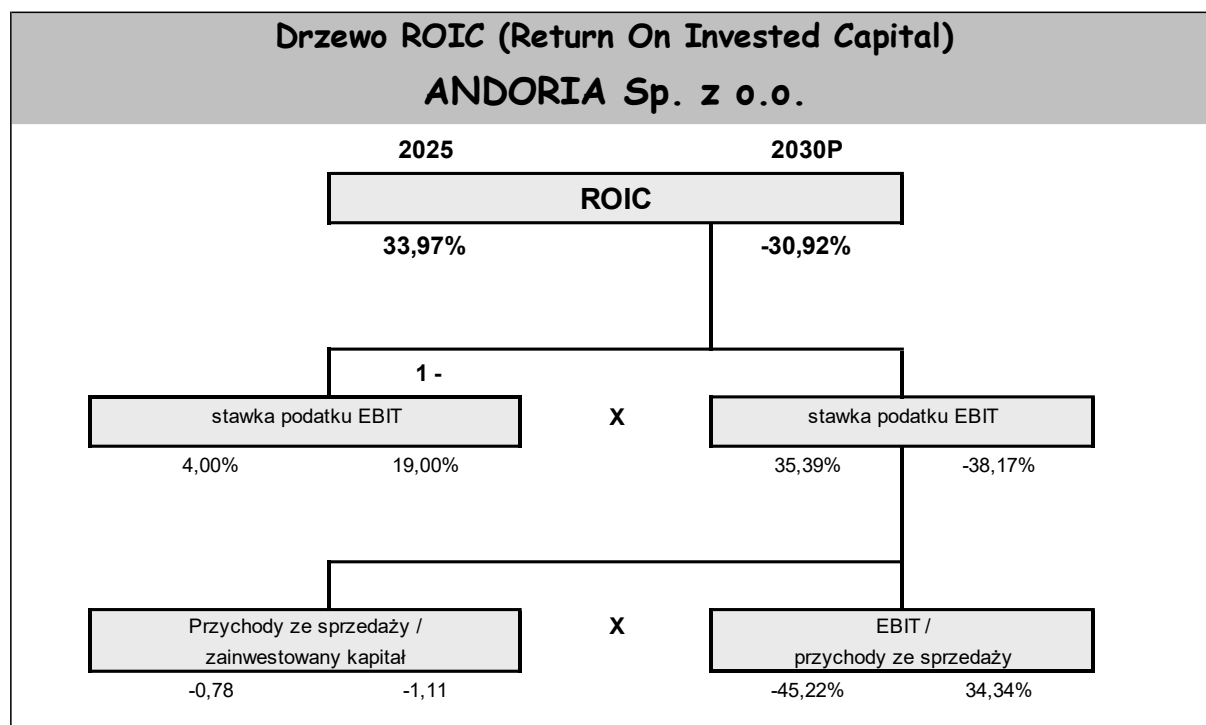
Tabela 14. Wskaźniki zadłużenia w latach 2025–2030

Wskaźniki zadłużenia ANDORIA Sp. z o.o.		2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
wskaźnik ogólnego zadłużenia 1 = całość zobowiązań (długoterminowe + krótkotermin.) / całość aktywów - Debt Ratio		1,81	2,31	2,46	2,25	1,85	1,42
wskaźnik ogólnego zadłużenia 2 = zobowiązania długoterminowe / całość aktywów		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
wsk. udziałów kapitałów własnych w finansowaniu majątku = kapitał własny / całość aktywów		-0,83	-1,31	-1,46	-1,25	-0,85	-0,42
wsk. udziałów kapitałów własnych w finansowaniu majątku = całość aktywów / kapitał własny		-1,20	-0,76	-0,69	-0,80	-1,18	-2,37
wsk. relacji zobowiązań do kapitałów własnych = całość zobowiązań / kapitały własne		-2,18	-1,76	-1,69	-1,80	-2,18	-3,37

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

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

Rysunek 2 Drzewo ROIC (Return On Invested Capital)



Prezentowane drzewo ROIC obrazuje zmianę rentowności kapitału zainwestowanego w spółce Andoria Sp. z o.o., który przechodzi z poziomu 33,97% w 2025 r. do -30,92% w prognozowanym roku 2030P.

Głównym operacyjnym motorem tej zmiany jest zachowanie produktywności aktywów mierzone rotacją kapitału zainwestowanego (Przychody ze sprzedaży / zainwestowany kapitał), która ze względu na ujemną wartość kapitału zainwestowanego przybiera wartości ujemne: -0,78 w 2025 r. oraz -1,11 w 2030P. Równolegle rentowność sprzedaży na poziomie operacyjnym EBIT / Przychody ze sprzedaży przechodzi ze stanu ujemnego na poziom wysoce dodatni – kształtuje się na poziomie -45,22% w 2025 r. oraz +34,34% w 2030P.

Synergia tych dwóch czynników operacyjnych przekłada się na poziom rentowności operacyjnej przed opodatkowaniem, wynoszący +35,39% w 2025 r. oraz -38,17% w 2030P (ujemny wynik w 2030P stanowi efekt iloczynu ujemnej rotacji i dodatniej marży EBIT).

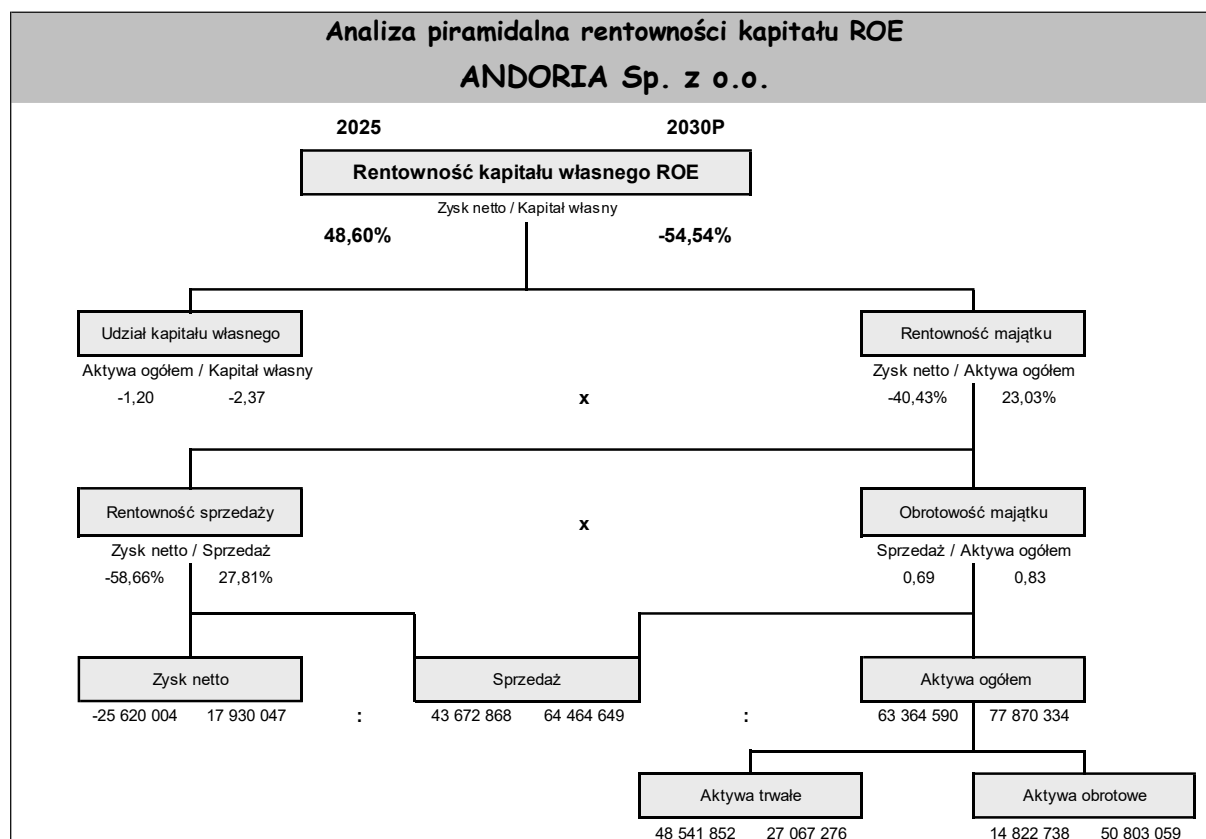
Pozycją dopełniającą kalkulację ROIC jest efektywna stawka podatku EBIT, która w roku 2025 wynosiła 4,00%, natomiast w roku 2030P została przyjęta na poziomie nominalnym 19,00%.

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

Ostatecznie, prognoza na rok 2030P pokazuje specyfikę wskaźnikową wynikającą z ujemnej bazy kapitału zainwestowanego – mimo wygenerowania wysokiej marży operacyjnej EBIT (34,34%), formalna wartość wskaźnika ROIC przyjmuje wartość ujemną (-30,92%), co jest bezpośrednią konsekwencją ujemnego mianownika w kalkulacji rotacji.

III.9 Rentowność kapitału własnego w 2025 i 2030 roku

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



Prezentowany schemat analizy piramidalnej DuPonta obrazuje zmianę rentowności kapitału własnego (ROE) spółki Andoria Sp. z o.o., która przechodzi z poziomu 48,60% w 2025 r. do -54,54% w prognozowanym roku 2030P.

Głównym motorem tej zmiany jest wzrost rentowności majątku (ROA) z ujemnego poziomu -40,43% do dodatnich 23,03%, co wynika z jednoczesnej poprawy parametrów operacyjnych i efektywnościowych. Rentowność sprzedaży (marża zysku netto) wzrasta z poziomu -58,66% do +27,81%, co jest bezpośrednim efektem wypracowania wysokiego zysku netto w kwocie 17 930 047 zł przy przychodach ze sprzedaży rzędu 64 464 649 zł.

Równolegle odnotowano wzrost obrotowości majątku z poziomu 0,69 do 0,83, wywołany dynamicznym przyrostem sprzedaży, który przewyższył wzrost bazy aktywów ogółem z 63,36 mln zł do 77,87 mln zł. W strukturze majątku nastąpiła istotna zmiana – aktywa trwałe uległy redukcji z 48,54 mln zł do 27,07 mln zł, podczas gdy aktywa obrotowe wzrosły z 14,82 mln zł do 50,80 mln zł.

Uzupełnieniem konstrukcji piramidy jest mnożnik kapitałowy wykazany na schemacie jako „udział kapitału własnego” (aktywa ogółem / kapitał własny), który ze względu na ujemny kapitał własny przybiera wartości ujemne i spada z poziomu -1,20 w 2025 r. do -2,37 w 2030P. Zmiana wartości końcowej ROE na poziom -54,54% stanowi zaburzenie statystyczne wynikające z ujemnej bazy kapitałów własnych. W rzeczywistości spółka w horyzoncie prognozy do roku 2030P odbudowuje fundamenty operacyjne, przechodząc z głębokiej straty netto na poziom wysokiej rentowności oraz sukcesywnie zmniejszając skumulowany deficyt kapitałowy.

III.10 Równowaga finansowa Podmiotu w latach prognozy

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

Równowaga finansowa ANDORIA Sp. z o.o.					Równowaga finansowa ANDORIA Sp. z o.o.				
2025					2030P				
KO - Kapitał obrotowy					KO - Kapitał obrotowy				
KO =	(kapitał własny	+	zob. długoterm. i rezerwy na zob.)	- majątek trwały	KO =	(kapitał własny	+	zob. długoterm. i rezerwy na zob.)	- majątek trwały
KO =	-65 671 002	+	0	- 27 098 399	KO =	-32 877 234	+	0	- 27 067 276
KO = -92 769 400					KO = -59 944 510				
ZKO - Zapotrzebowanie na Kapitał Obrotowy					ZKO - Zapotrzebowanie na Kapitał Obrotowy				
ZKO =	(majątek obrotowy	-	środki pieniężne)	- kapitał obrotowy	ZKO =	(majątek obrotowy	-	środki pieniężne)	- kapitał obrotowy
ZKO =	17 978 169	-	5 804 659	- -92 769 400	ZKO =	50 803 059	-	38 496 000	- -59 944 510
ZKO = 104 942 910					ZKO = 72 251 569				
czyli					czyli				
ZKO > KO					ZKO > KO				
o wartość 197 712 311					o wartość 132 196 079				

Przedstawiona analiza równowagi finansowej Andoria Sp. z o.o. obrazuje znaczącą poprawę struktury płynności pomiędzy rokiem 2027P (zaprezentowanym w schemacie jako początkowy punkt odniesienia) a docelowym rokiem prognozy 2030P.

W roku 2027P spółka wykazuje ujemny stan równowagi finansowej, w którym kapitał obrotowy (KO) wynoszący -92 769 400 zł (ukształtowany przez kapitał własny -65 671 002 zł, zobowiązania długoterminowe i rezerwy 0 zł oraz pomniejszony o majątek trwały 27 098 399 zł) nie pokrywa zapotrzebowania na kapitał obrotowy (ZKO) równego 104 942 910 zł. Przewaga zapotrzebowania na kapitał obrotowy nad kapitałem obrotowym wynosi 197 712 311 zł przy środkach pieniężnych na poziomie 5 804 659 zł.

Sytuacja ulega wyraźnej poprawie w horyzoncie prognozy do roku 2030P, kiedy to ujemny kapitał obrotowy netto zmniejsza się do poziomu -59 944 510 zł pod wpływem odbudowy kapitału własnego do poziomu -32 877 234 zł oraz utrzymania niskiego poziomu majątku trwałego (27 067 276 zł).

Równolegle, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy ZKO w 2030P ulega obniżeniu do wartości 72 251 569 zł, co przy wygenerowaniu wyższego salda środków pieniężnych w wysokości 38 496 000 zł oraz aktywach obrotowych na poziomie 50 803 059 zł świadczy o stopniowym ograniczaniu deficytu płynnościowego.

W efekcie utrwalona zostaje relacja $ZKO > KO$, jednak różnica ta zmniejsza się z wartości 197 712 311 zł do 132 196 079 zł. Zmiana ta oznacza sukcesywne zmniejszanie nierównowagi finansowej przedsiębiorstwa i zmierzanie w stronę ustabilizowania sytuacji płynnościowej na koniec okresu prognozy.

IV OSZACOWANIE WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW

Oszacowania dokonano na podstawie:

- Metody I: 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.

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

Oszacowanie wartości godziwej udziałów wykonane zostało według następującej metodyki:

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

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

$$Ks = \text{Dochód z obligacji} + \text{Premia za ryzyko}$$

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 i skorygowanej
wartości aktywów netto wynosi:*

1 473 724,1 zł.

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

1 178 979,28 zł.

IV.1 Średnioważony koszt kapitału WACC 2025 - 2030

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

WACC						
ANDORIA Sp. z o.o.	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
WACC	17,33%	16,88%	16,79%	16,92%	17,36%	19,22%
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 = $R_f + [E(R_m) - R_f](\beta)$	15,35%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Stopa wolna od ryzyka R_f	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%
Premia za ryzyko	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
β	1,00%	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
struktura kapitału	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
kapitał własny + rezerwy + fundusze specjalne	135,13%	127,10%	125,61%	127,83%	135,78%	168,69%
zadłużenie długoterminowe oprocentowane	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
zadłużenie krótkoterminowe oprocentowane	-35,13%	-27,10%	-25,61%	-27,83%	-35,78%	-68,69%

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.

$$\text{Koszt kapitału własnego}^7 \text{ CAMP} = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot \beta$$

gdzie:

R_f – wolna od ryzyka stopa zwrotu

$E(R_m)$ – oczekiwana stopa zwrotu z całego portfela rynkowego

$[E(R_m) - R_f]$ – premia za ryzyko rynkowe

β – ryzyko systematyczne kapitału własnego

Kształtowanie się współczynnika β i interpretacje

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

⁷ Elżbieta Ostrowska, *Inwestycje finansowe*

- $\beta = 1$ - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) zmienia się w takim samym stopniu, jak stopa zwrotu z rynku;
- $\beta > 1$ - 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 $\beta = 1,5$.

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 wycenę. Sposób wyliczenia ww. wartości został przedstawiony w poniższej tabeli:

Tabela 17 Skorygowane aktywa netto

Skorygowane aktywa netto			
	WYSZCZEGÓLNIENIE	2026P	2030P
1	suma aktywów	47 954 027,4	77 870 334,4
2	rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0
3	zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0
4	zobowiązania krótkoterminowe	110 747 568,9	110 747 568,9
5	rozliczenia międzyokresowe bierne	0,0	0,0
	skorygowane aktywa netto (1-2-3-4-5)	-62 793 541,5	-32 877 234,5

Wartość skorygowanych aktywów netto w 2026P wyniosła -62 793 541,50 zł, co stanowiło różnicę pomiędzy sumą aktywów w kwocie 47 954 027,40 zł a brakiem rezerw na zobowiązania (0,00 zł), brakiem zobowiązań długoterminowych (0,00 zł), zobowiązaniami krótkoterminowymi (110 747 568,90 zł) oraz brakiem rozliczeń międzyokresowych biernych (0,00 zł).

W docelowym 2030P skorygowane aktywa netto ulegają poprawie i wzrastają do poziomu -32 877 234,50 zł. Wynika to ze zwiększenia sumy aktywów do 77 870 334,40 zł przy jednoczesnym utrzymaniu braku rezerw na zobowiązania (0,00 zł), braku zobowiązań długoterminowych (0,00 zł), stałym poziomie zobowiązań krótkoterminowych (110 747 568,90 zł) oraz braku rozliczeń międzyokresowych biernych (0,00 zł).

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

Tabela 18. ANDORIA Sp. z o.o. – wartość dochodowa w oparciu bieżącą wartość skorygowanych aktywów netto

Wycena				
rok	DCF / aktywa netto	Koszt kapitału własnego		Bieżąca wartość
2027P	-429 529,3	16,88%	0,856	-367 774,1
2028P	4 152 205,8	16,79%	0,732	3 040 814,2
2029P	10 650 383,3	16,92%	0,624	6 645 695,7
2030P	17 888 752,2	17,36%	0,523	9 363 020,8
skorygowana wartość aktywów netto	-32 877 234,5	0,523		-17 208 032,5
wartość spółki razem				1 473 724,1
wartość kapitału własnego				1 473 724,1

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 -429 529,30 zł przy koszcie kapitału własnego 16,88% (współczynnik dyskontowy 0,856) dają bieżącą wartość -367 774,10 zł. W kolejnych latach rosnące przepływy generują dodatnią wartość bieżącą: w 2028P przy przepływach 4 152 205,80 zł, koszcie kapitału 16,79% i współczynniku 0,732 bieżąca wartość wynosi 3 040 814,20 zł; w 2029P przy przepływach 10 650 383,30 zł, koszcie kapitału 16,92% i współczynniku 0,624 wynosi 6 645 695,70 zł; natomiast w 2030P przy przepływach 17 888 752,20 zł, koszcie kapitału 17,36% i współczynniku 0,523 wynosi 9 363 020,80 zł.

Kluczowym komponentem wyceny jest skorygowana wartość aktywów netto z roku 2030P w kwocie -32 877 234,50 zł, która przeliczona współczynnikiem dyskontowym 0,523 daje bieżącą wartość -17 208 032,50 zł.

Suma bieżących wartości przepływów pieniężnych oraz zdyskontowanych aktywów netto określa całkowitą wartość spółki razem na poziomie 1 473 724,10 zł. Z uwagi na brak zadłużenia odsetkowego netto w strukturze, wartość kapitału własnego podmiotu wynosi dokładnie 1 473 724,10 zł.

V WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ

Prezentowana tabela przedstawia kalkulację Ekonomicznej Wartości Dodanej (EVA) dla spółki Andoria Sp. z o.o. w latach 2025–2030P, która obrazuje proces stopniowej poprawy wyniku operacyjnego i wychodzenia przedsiębiorstwa ze strefy ujemnych wartości ekonomicznych.

W roku 2025 spółka zanotowała ujemną wartość EVA na poziomie -9 288 698,09 zł. Wynikało to z ujemnego wyniku NOPLAT w wysokości -18 957 831,93 zł, co przy ujemnej bazie zainwestowanego kapitału (-55 801 956,13 zł) przełożyło się na formalny ROIC równy 33,97%. Przy średnim ważonym koszcie kapitału WACC na poziomie 17,33% dało to dodatnią różnicę (ROIC - WACC) w wysokości +16,65%.

W okresie 2026P–2027P następuje stopniowe zmniejszanie ujemnego wskaźnika EVA, aż do osiągnięcia wartości dodatnich od 2027P. W 2026P EVA wynosi jeszcze -687 474,54 zł, przy wyniku NOPLAT na poziomie -10 077 062,58 zł, stopie ROIC 18,11% oraz WACC równym 16,88% (różnica +1,24%).

Przełom następuje w roku 2027P, od którego spółka wykazuje dodatnią Ekonomiczną Wartość Dodaną w kwocie 6 876 458,92 zł (mimo ujemnego NOPLAT -2 877 460,07 zł, ale przy ujemnej opłacie za kapitał -9 753 918,99 zł), osiągając spread ROIC - WACC na poziomie -11,84% (ROIC 4,95% przy WACC 16,79%).

W kolejnych latach prognozy 2028P–2029P następuje dalsza poprawa wyników: w 2028P EVA wzrasta do 14 002 920,75 zł (NOPLAT 4 181 102,20 zł, ROIC -7,20%, WACC 16,92%, różnica -24,12%), natomiast w 2029P wartość EVA sięga 20 758 552,07 zł (NOPLAT 10 682 617,62 zł, ROIC -18,41%, WACC 17,36%, różnica -35,77%).

W docelowym roku prognozy 2030P dynamiczna odbudowa rentowności operacyjnej NOPLAT do kwoty 17 930 047,21 zł przy ujemnej bazie zainwestowanego kapitału (-57 985 628,14 zł) kształtuje wskaźnik ROIC na poziomie -30,92%. Przy kosztach kapitału WACC rzędu 19,22% różnica wynosi -50,14%, co przy ujemnej opłacie za kapitał (-11 143 271,64 zł) pozwala spółce na wykazanie końcowej wartości EVA na poziomie 29 073 318,85 zł.

Tabela 19. ANDORIA Sp. z o.o. – wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej

Wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej ANDORIA Sp. z o.o.	w tys. zł					
	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
NOPLAT	-18 957 831,93	-10 077 062,58	-2 877 460,07	4 181 102,20	10 682 617,62	17 930 047,21
Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (stan na koniec okresu)	-55 801 956,13	-55 640 123,08	-58 088 053,85	-58 059 157,49	-58 026 923,13	-57 985 628,14
ROIC = NOPLAT / zainwestowany kapitał	33,97%	18,11%	4,95%	-7,20%	-18,41%	-30,92%
Wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej = NOPLAT - opłata za kapitał lub zainwestowany kapitał x (ROIC - WACC)						
ROIC	33,97%	18,11%	4,95%	-7,20%	-18,41%	-30,92%
WACC	17,33%	16,88%	16,79%	16,92%	17,36%	19,22%
różnica	16,65%	1,24%	-11,84%	-24,12%	-35,77%	-50,14%
Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (stan na koniec okresu)	-55 801 956,13	-55 640 123,08	-58 088 053,85	-58 059 157,49	-58 026 923,13	-57 985 628,14
Ekonomiczna Wartość Dodana	-9 288 698,09	-687 474,54	6 876 458,92	14 002 920,75	20 758 552,07	29 073 318,85
NOPLAT	-18 957 831,93	-10 077 062,58	-2 877 460,07	4 181 102,20	10 682 617,62	17 930 047,21
Opłata za kapitał	-9 669 133,84	-9 389 588,04	-9 753 918,99	-9 821 818,55	-10 075 934,45	-11 143 271,64
Ekonomiczna Wartość Dodana	-9 288 698,09	-687 474,54	6 876 458,92	14 002 920,75	20 758 552,07	29 073 318,85

VI WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ UDZIAŁÓW PODMIOTU I OKREŚLENIE PRZEDZIAŁU NEGOCJACYJNEGO

Kapitał właścicielski Przedsiębiorstwa Andoria Sp. z o.o.

Wobec wyników powyższej wyceny można stwierdzić, co następuje:

- wartość godziwa udziałów ANDORIA Sp. z o.o. według wyceny metodą I wynosi:

wartość godziwa ANDORIA Sp. z o.o. wg metody I:

1 473 724,1 zł.

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

1 178 979,28 zł.

VII OGÓLNA 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 wpływającymi 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:

$$P = \frac{CF}{(1+r)} + \dots + \frac{CF}{(1+r)^t} + RV - WZ \quad t_0$$

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_0 – stan na dzień 15 stycznia 2019 roku.

Wartość rezydualna (końcowa)

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

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 akcjonariuszy⁸. 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.

⁸ T. Copeland, *op. cit.*, s.127.