



MARCIN  
**KORFANTY**  
RZECZOZNAWCA MAJĄTKOWY

# OPRACOWANIE

OKREŚLAJĄCE WARTOŚĆ GODZIWĄ AKCJI

## **GRUPA NIEWIADÓW** **Spółka Akcyjna**



**GRUPA NIEWIADÓW S.A.**

Autor opracowania:

Marcin Korfanty,

kwiecień 2025r.

# SPIS TREŚCI

1. OKREŚLENIE PRZEDMIOTU I ZAKRESU WYCENY .....	4
2. CEL WYCENY .....	4
3. PODSTAWA OPRACOWANIA.....	4
3.1 PODSTAWA FORMALNA .....	4
3.2 PODSTAWY PRAWNE I METODYCZNE .....	4
3.3 ŹRÓDŁA DANYCH MERYTORYCZNYCH .....	5
4. OKREŚLENIE DAT ISTOTNYCH DLA SPORZĄDZANEJ WYCENY.....	5
5. CHARAKTERYSTYKA PRZEDSIĘBIORSTWA .....	5
5.1 OPIS OGÓLNY .....	5
5.2 OPIS SZCZEGÓŁOWY PRZEDMIOTU WYCENY.....	9
5.3 STRUKTURA WŁAŚCICIELSKA .....	16
6. ANALIZA I CHARAKTERYSTYKA RYNKU .....	17
7. WYBÓR PODEJŚCIA I METODY WYCENY .....	35
8. RODZAJ OKREŚLANEJ WARTOŚCI.....	38
9. OKREŚLENIE WARTOŚCI .....	40
10. PODSUMOWANIE .....	47
11. KLAUZULE I OGRANICZENIA .....	52

**WYCIĄG Z OPERATU**

PRZEDMIOT WYCENY	Przedmiotem wyceny są akcje <b>GRUPA NIEWIADÓW SA</b> z/ 00-193 Warszawa, ul. Stawki 2 nr KRS 0001019485, nr NIP: 5252938576
ZAKRES WYCENY	Zakres wyceny obejmuje określenie wartości godziwej akcji GRUPA NIEWIADÓW S.A.
STAN PRAWNY	Własność osób prawnych i fizycznych
CEL WYCENY	Wycena na potrzeby własne (w tym potrzeby z zakresu M&A)
PODEJŚCIE W WYCENIE	Podejście majątkowe
DATA SPORZĄDZENIA WYCENY	21/04/2025
DATA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH	31/12/2024
OSZACOWANA WARTOŚĆ	<b>Wartość godziwa wszystkich akcji</b> <b>130 000 000 PLN</b> Słownie: sto trzydzieści milionów złotych, 00/100 <b>Wartość 1 akcji (liczba akcji ujawniona w KRS 5 600 000)</b> <b>23,21 PLN</b>
PODPIS AUTORA OPRACOWANIA	

## **1. OKREŚLENIE PRZEDMIOTU I ZAKRESU WYCENY**

Przedmiotem wyceny są akcje

### **GRUPA NIEWIADÓW SA**

z/ 00-193 Warszawa, ul. Stawki 2

nr KRS 0001019485, nr NIP: 5252938576

**Zakres** wyceny obejmuje określenie wartości godziwej w/w akcji.

## **2. CEL WYCENY**

Wycena na potrzeby własne (w tym potrzeby z zakresu M&A)

## **3. PODSTAWA OPRACOWANIA**

### **3.1 PODSTAWA FORMALNA**

Podstawą zlecenia jest umowa zawarta ze zlecniodawcą.

### **3.2 PODSTAWY PRAWNE I METODYCZNE.**

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi oraz obowiązującymi standardami zawodowymi wymienionymi poniżej:

#### 1) Akty prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591)
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny (Dz. U. nr 16 poz. 93 z późn. zm.)
- Rozporządzenie komisji (WE) Nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady
- Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej z dnia 26 czerwca 2003r. w/s ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2000 nr 94 poz. 1037 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. 2004 nr 173 poz. 1807 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 6 marca 2018r. Prawo przedsiębiorców (Dz. U. z 2018 r. poz. 646, 1479, 1629, 1633, 2212)

#### 2) Literatura pomocnicza

- Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny 4 – Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw (Standard opracowany przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych)
- Standardy zawodowe oraz wytyczne Stowarzyszenia Biegłych Sądowych w zakresie wyceny w Polsce

- Literatura specjalistyczna (książki, artykuły) z zakresu wyceny przedsiębiorstw
- Portale tematyczne i finansowe, specjalizujące się w wycenie przedsiębiorstw

### 3.3 ŹRÓDŁA DANYCH MERYTORYCZNYCH

- Materiały uzyskane w toku postępowania

## 4. OKREŚLENIE DAT ISTOTNYCH DLA SPORZĄDZANEJ WYCENY

1) Data na którą określono wartość	21/04/2025
2) Data sprawozdań finansowych	31/12/2024

## 5. CHARAKTERYSTYKA PRZEDSIĘBIORSTWA

### 5.1 OPIS OGÓLNY

Ustawowa definicja przedsiębiorstwa jest określona w art. 55 Kodeksu cywilnego. Zgodnie z nim przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:

1. oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa);
2. własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości;
3. prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych;
4. wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne;
5. koncesje, licencje i zezwolenia;
6. patenty i inne prawa własności przemysłowej;
7. majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne;
8. tajemnice przedsiębiorstwa;
9. księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Istotą działalności przedsiębiorstwa jest produkcja dóbr lub świadczenie usług. Najczęściej definiowanym celem działalności przedsiębiorstwa jest osiągnięcie zysku poprzez zaspokajanie potrzeb konsumentów. Z perspektywy finansowej celem przedsiębiorstwa jest wzrost jego wartości rynkowej w średnim i długim okresie z korzyścią dla jego właścicieli.

Odrębność prawna przedsiębiorstwa oznacza, że przedsiębiorstwo jest podmiotem praw i obowiązków, którego forma jest określana przez właścicieli przedsiębiorstwa i jest ona zależna od regulacji prawnych obowiązujących na terytorium, na którym funkcjonuje podmiot. Wyrazem nabycia przez przedsiębiorstwo osobowości prawnej jest wpisanie do odpowiedniego rejestru. Odrębność organizacyjna przedsiębiorstwa oznacza, że jest to jednostka zorganizowana w oparciu o określone metody zarządcze i procesy organizacyjne umożliwiające prowadzenie działalności. Odrębność techniczno-produkcyjna przejawia się w wydzielonym układzie technicznym pozwalającym na prowadzenie produkcji lub świadczenie usług przez jednostkę. Odrębność ekonomiczna oznacza wydzielenie majątkowe, samodzielność decyzyjną i dochodową, której

wyrazem jest dążenie do osiągnięcia dodatniej różnicy między efektami i nakładami. Potocznie przedsiębiorstwo określa się również jako „firmę”, jednak słowo to ma inne znaczenie prawne.

Ponadto ze względu na charakter działalności przedsiębiorstwa można podzielić na:

- przedsiębiorstwa produkcyjne (w tym np.: wydobywcze, przetwórcze, montażowe),
- przedsiębiorstwa usługowe (w tym np.: handlowe, komunikacyjne, transportowe).

W Polsce, zgodnie z Ustawą o swobodzie działalności gospodarczej, ze względu na liczbę pracowników wyróżnia się:

- mikroprzedsiębiorstwa – zatrudniające średniorocznie w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych do 9 pracowników oraz osiągające roczny obrót nie przekraczający równowartości 2 milionów euro, lub sumy aktywów bilansu na koniec jednego z tych lat nie przekroczyły równowartości 2 milionów euro;
- przedsiębiorstwa małe – zatrudniające średniorocznie w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych od 10 do 49 pracowników oraz osiągające roczny obrót nie przekraczający równowartości 10 milionów euro, lub sumy aktywów bilansu na koniec jednego z tych lat nie przekroczyły równowartości 10 milionów euro;
- przedsiębiorstwa średnie – zatrudniające średniorocznie w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych od 50 do 249 pracowników oraz osiągające roczny obrót nie przekraczający równowartości 50 milionów euro, lub sumy aktywów bilansu na koniec jednego z tych lat nie przekroczyły równowartości 43 milionów euro;
- przedsiębiorstwa duże – pozostałe.

Z punktu widzenia form własności można wyróżnić:

- przedsiębiorstwa sektora publicznego, do którego należą przedsiębiorstwa będące własnością państwa (skarb państwa) i przedsiębiorstwa komunalne (samorządy terytorialne),
- przedsiębiorstwa sektora prywatnego, do którego należą przedsiębiorstwa będące własnością prywatną osób fizycznych, osób prawnych i własnością zagraniczną.

Przedmiotowe przedsiębiorstwo funkcjonuje w ramach **spółki akcyjnej** przez co w pierwszej kolejności należy przedstawić jej charakterystykę.

Spółka akcyjna - jest spółką kapitałową, jej działalność uregulowana jest w kodeksie spółek handlowych (tytuł III, dział II, art. 301 - 490). Spółka akcyjna jest przykładem spółki kapitałowej, powołana przez założycieli w każdym celu prawnie dopuszczalnym. Posiada osobowość prawną oraz kapitał zakładowy utworzony z wkładów akcjonariuszy, który jest ustalony w statucie i podzielony na akcje o równej wartości nominalnej. Akcja stanowi podstawę nabycia praw wspólnika (akcjonariusza), może mieć charakter imienny lub na okaziciela, zwykły lub uprzywilejowany co do prawa głosu, dywidendy bądź podziału majątku w razie likwidacji spółki akcyjnej. Zawiazać ją może jedna lub więcej osób, nie może zostać zawiązana wyłącznie przez jednoosobową spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością. Jest formą działalności przeznaczoną dla prowadzenia średnich i dużych przedsiębiorstw. Do założenia spółki akcyjnej wymagany jest kapitał wynoszący minimalnie 100 000,00 zł. Utworzenie spółki akcyjnej wymaga ustanowienia

jej statutu w formie aktu notarialnego. Spółka nabywa osobowość prawną z chwilą wpisania do rejestru handlowego. Jako osoba prawna odpowiada za swoje zobowiązania całym swoim majątkiem. Statut spółki jest ustalany i podpisywany przez jej założycieli (osoby powołujące spółkę), musi być sporządzony w formie aktu notarialnego. Statut powinien określać:

- firmę i siedzibę spółki,
- przedmiot jej działalności,
- czas trwania, jeśli jest oznaczony,
- wysokość kapitału zakładowego oraz kwotę wpłaconą przed zarejestrowaniem na pokrycie kapitału zakładowego,
- wartość nominalną akcji i ich liczbę,
- liczbę akcji poszczególnych rodzajów i związane z nimi uprawnienia,
- nazwiska, imiona założycieli,
- liczbę członków zarządu i rady nadzorczej oraz podmiot uprawniony do ustalenia składu zarządu i rady nadzorczej.

Akcjonariuszami spółki mogą być zarówno osoby fizyczne jak i osoby prawne, a także ułomne osoby prawne. W ramach praw akcjonariuszy należy wyróżnić:

- prawa majątkowe:
- prawo do dywidendy,
- prawo poboru nowych akcji,
- prawo do udziału w masie likwidacyjnej,
- prawa korporacyjne:
- prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu,
- prawo do głosu na walnym zgromadzeniu,
- prawo informacji o spółce,
- prawo do zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia.

Do obowiązków akcjonariuszy należą:

- obowiązek wniesienia wkładu do spółki (pokrycia akcji),
- obowiązek powtarzających się świadczeń niepieniężnych,
- obowiązek spełnienia świadczeń dodatkowych (wniesienie dopłat).

### **Organy spółki akcyjnej**

Zarząd – organ, który kieruje bieżącą działalnością spółki i reprezentuje ją na zewnątrz, jest powoływany i odwoływany przez radę nadzorczą, o ile statut spółki nie stanowi inaczej, np. przyznając to prawo akcjonariuszowi, kadencja członka zarządu nie może być dłuższa niż 5 lat.

Rada nadzorcza – jest organem obligatoryjnym, sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich jej dziedzinach, składa się z co najmniej 3 członków (a w spółce publicznej – 5), powoływanych i odwoływanych przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Walne zgromadzenie akcjonariuszy – jest najwyższym organem spółki, który podejmuje najważniejsze decyzje, uchwały akcjonariuszy zapadają wyłącznie na zgromadzeniu i co do zasady bezwzględnie większością głosów.

Główne cechy spółki akcyjnej:

- umowa spółki akcyjnej wymaga formy aktu notarialnego,
- akcjonariusze nie odpowiadają za zobowiązania spółki,
- spółka posiada osobowość prawną,
- kapitał zakładowy nie może być mniejszy niż 100.000 zł,
- kluczowe znaczenie w SA mają akcje, czyli udziały w spółce, o równej wartości nominalnej (wartość nominalna akcji nie może być niższa niż 1 grosz),
- akcje mogą się dzielić na zwykłe i uprzywilejowane (pod względem liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy czy prawa do dywidendy),
- założenie spółki akcyjnej może nastąpić przez samych założycieli (ewentualnie łącznie z osobami trzecimi) lub w drodze publicznej subskrypcji (ogłoszeń o zapisach na akcje),
- spółka jest wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego.

#### Etapy tworzenia spółki akcyjnej

Powstanie spółki akcyjnej wymaga dokonania następujących czynności:

- zawarcia tzw. aktu założycielskiego spółki oraz sporządzenia statutu,
- pokrycia kapitału zakładowego,
- powołania organów spółki, zarządu i rady nadzorczej,
- wpisu do rejestru sądowego (Ustawa o KRS art 38 podpunkt 8).

#### Główne zalety spółki akcyjnej:

- proste gromadzenie kapitału oraz proste metody pozyskiwania kapitałów w trakcie trwania działalności poprzez emisję akcji, obligacji i innych instrumentów finansowych,
- brak odpowiedzialności akcjonariuszy za zobowiązania spółki,
- łatwe sprawdzenie wiarygodności spółki przez potencjalnych kontrahentów i potencjalnych akcjonariuszy (jawność danych finansowych spółki - pełna rachunkowość, publikacja rocznych raportów finansowych, obowiązek audytu).

#### Główne wady spółki akcyjnej:

- drogi, skomplikowany i czasochłonny proces rejestracji,
- duże wymagania formalne dotyczące działalności spółki,
- konieczność zatrudniania specjalistycznej obsługi prawnej, finansowej i zarządczej,
- brak wpływu na działalność spółki przez mniejszych udziałowców,
- skomplikowany proces likwidacji.



## 5.2 OPIS SZCZEGÓŁOWY PRZEDMIOTU WYCENY

Opis przedsiębiorstwa powstał przy wykorzystaniu materiałów dostarczonych przez Zamawiającego i brzmi następująco.

Z racji tego, że wyceniany podmiot, jest spółką holdingową, tj. jej głównym celem jest zarządzanie innymi podmiotami. Aktualnie jest on prawie 100% (99,8%) udziałowcem innej spółki tj. ZSP Niewiadów sp. z o.o., której to charakterystyka jest przedstawiona poniżej.

Niewiadów to firma jak i miejscowość, w której w 1920 roku podjęto decyzję o wybudowaniu fabryki o nazwie Polskie Zakłady Chemiczne „Nitrat”. Zawiązano spółkę akcyjną, która zleciła wybudowanie fabryki firmie włoskiej z siedzibą w Mediolanie. Budowę zakończono w roku 1923. Korzystając z pomyślnej koniunktury w Niewiadowie zaczęto produkować trotyl oraz nawóz sztuczny – superfosfat wytworzony na bazie kwasów ponitracyjnych, pozostających po produkcji materiału wybuchowego. Na początku II wojny światowej cały majątek spółki został skonfiskowany, a urządzenia i instalacje zdemontowane i wywiezione przez firmy niemieckie. W połowie 1942 roku zakład przejęła niemiecka firma „J. Heissner” zajmująca się produkcją materiałów wybuchowych i uruchomiła robota amunicji pochodzącej z wielu krajów Europy. Z rozbitych pocisków i bomb wytapiano trotyl do ponownego użycia. Po wyzwoleniu prowadzono intensywną odbudowę i rozbudowę Zakładu. Firma funkcjonowała pod nazwą „Zakłady Przemysłu Organicznego – NIEWIADÓW” Wybudowano kilkanaście obiektów produkcyjnych i pomocniczych. Zapewniło to normalną działalność produkcyjną oraz stworzyło warunki do dalszego rozwoju Zakładu. W roku 1951 przyjmuje nazwę Wytwórnia Chemiczna Nr 13. a w roku 1956 zaczyna funkcjonować jako Wytwórnia Wytworów Precyzyjnych.

W latach 50-tych spośród wielu koncepcji, kierownictwo firmy podjęło decyzję o produkcji:

- ozdób choinkowych,
- kajaków składanych,
- wyrobów gospodarstwa domowego z melaminy.

W połowie lat 60-tych podjęto produkcję zmechanizowanego sprzętu domowego oraz przyczep campingowych i bagażowych. Wroby te obok bardzo dużej produkcji dla wojska stały się ręką prawidlowego i harmonijnego rozwoju firmy przez bez mała 20 lat. W latach siedemdziesiątych firma funkcjonuje jako Zakłady Sprzętu Domowego i Turystycznego – PREDOM PRESPOL a na początku lat osiemdziesiątych firma przyjmuje nazwę Zakłady Sprzętu Precyzyjnego „NIEWIADÓW” S.A. W latach dziewięćdziesiątych, w wyniku ministerialnych decyzji o przemieszczeniu produkcji dla potrzeb Sił Zbrojnych do innych Zakładów tej branży, w Niewiadowie następuje znaczny spadek wartości produkcji, co między innymi doprowadza w roku 2011 do upadłości spółki. Jednakże dzięki rozsądnej, bardzo przemyślanej działalności Syndyka firma, mimo upadłości, kontynuowała swą produkcję zachowując wszystkie zakresy wytwórczości. Na terenie Zakładów powstało wiele firm zatrudniających obecnie większą ilość pracowników niż w czasie ogłoszenia upadłości.

1 sierpnia 2019 r Zorganizowaną Część Przedsiębiorstwa - Produkcja Specjalna Zakładów Sprzętu Precyzyjnego „NIEWIADÓW” S.A. w upadłości likwidacyjnej, w wyniku przetargu sądowego zakupiła katowicka firma WORKS 11 Sp. z o.o.. Natomiast w dniu 30 grudnia 2020 roku w formie aktu notarialnego została podpisana umowa przeniesienia w formie aportu tej zorganizowanej

części przedsiębiorstwa do nowo powstałej Spółki Zakłady Sprzętu Precyzyjnego NIEWIADÓW Sp. z o.o. z siedzibą Osiedle Niewiadów 49, 97-225 Ujazd. Spółka posiada dokumentację techniczną na wszystkie oferowane wyroby, zatwierdzone przez Departament Polityki Zbrojeniowej MON, oprzyrządowanie oraz niezbędne pomoce warsztatowe a także wykwalifikowaną kadrę, gwarantującą wyprodukowanie dobrych jakościowo wyrobów. Posiada stosowne koncesje i wszystkie niezbędne pozwolenia umożliwiające tak produkcję jak i obrót wyrobami specjalnymi (koncesja B-022/2020, PE-EN ISO 9001:2015 - AC090 100/0450/2731/2013, NCAGE - 9A1WH, WSK nr 1461/W/2021) . Spółka nawiązuje do historycznej nazwy Zakładów w Niewiadowie które w roku 2020 notowały 100 letnią rocznicę powstania i kontynuuje produkcję wyrobów dla potrzeb naszych Sił Zbrojnych takich jak niekierowane pociski rakietowe S5, granaty dymne GAK-81, GM-81 i RGD-3, imitatory strzału armatniego ISA-73, miny sygnalizacyjne PŁOMIEŃ, ładunki kumulacyjne UŁK, naboje termiczne NT-26, ćwiczebne bomby lotnicze P-50 i inne.

Zaznacza się, że spółka względnie niedawno zacieśniła współpracę z Polską Grupą Zbrojeniową SA poprzez uzyskanie listu intencyjnego w/s kluczowych kontraktów. Będzie to miało wpływ na jej kolejne lata działalności i powinno istotnie zwiększyć poziom generowanej sprzedaży.

## OFERTA

Zakłady Sprzętu Precyzyjnego NIEWIADÓW Sp. z o.o. z powracają do tradycji produkcji militarnej. W ramach ich oferty znajdują się m.in. granaty dymne, imitatory, pociski rakietowe, naboje termiczne, uniwersalne ładunki kumulacyjne i miny sygnalizacyjne. Jakość produkcji jest poparta wieloletnim doświadczeniem jak i wypracowaną marką oraz posiadanym know-how. W 2020 roku obchodziła swoje 100-lecie i przez długi czas po wojnie była zakładem głównie o charakterze wojskowym, natomiast produkcja dla potrzeb Sił Zbrojnych była kontynuowana przez cały okres funkcjonowania Zakładów.

Poniżej zamieszczono przykładowe produkty oferowane przez podmiot:

## RTG - BEZODRZUTOWA WYRZUTNIA POCISKÓW TERMOBARYCZNYCH



RTG jest bezodrzutową wyrzutnią pocisków termo-barycznych, z przeznaczeniem do niszczenia bunkrów oraz innych umocnień polowych. Przyrządy celownicze zostały zaprojektowane do precyzyjnego strzelania na odległość do 300 m z korekcją temperaturową. RTG posiada konstrukcję teleskopową.

- Długość w pozycji transportowej wynosi zaledwie 630 mm
- Długość w pozycji bojowej wynosi 890 mm

Użytkowanie broni jest bardzo proste, instrukcja użytkowania znajduje się na tubusie wyrzutni. Szkolna wersja wyrzutni RTG – Sk – została zaprojektowana do nauki obsługi, celowania oraz manewrowania. Ćwiczebna wersja wyrzutni RTG – Nh (pocisk wypełniony materiałem obojętnym) została zaprojektowana do nauki celności strzelania.

RTG są pakowane oddzielnie w torby PE, drewniana skrzynia zawiera 6 sztuk. Masa całkowita skrzyni wynosi 34 kg.

### **Żywotność**

- W oryginalnym opakowaniu: 6 lat
- Poza oryginalnym opakowaniem: 5 miesięcy

### **Przechowywanie**

- Temperatura: -30 °C / +50 °C
- Wilgotność względna: max. 85%

### **DANE TECHNICZNE**

Kaliber 68 mm

Zasięg 300 m

Temperatura pracy -40°C / + 50°C

Max. średnica tubusa 99 mm

Masa całkowita 3,2 kg

Masa skrzyni transportowej 34 kg

Czas do samolikwidacji 3 ÷ 6 s

Prędkość początkowa 189 m/s



81 mm granaty do stawiania zasłon aerodispersyjnych GAK-81 są przeznaczone do strzelania z wyrzutni typów OBRA, 902A, ERB z zadaniem wytworzenia zasłony dymnej zdolnej uniemożliwić lokalizację i dokonanie pomiaru odległości za pomocą działowych dalmierzy laserowych oraz prowadzenia rozpoznania i kierowania ogniem z wykorzystaniem środków termowizyjnych. Tworzona zasłona służy ochronie pojedynczych obiektów, czołgów, wozów bojowych, stanowisk artyleryjskich.

#### DANE TECHNICZNE

Masa 2 kg

Kaliber  $80 + 0,4$  mm

Długość 221 mm

Odległość zasłony od obiektu 30 - 60 m

Głębokość zasłony 10 - 15 m

Szerokość zasłony ok. 12 m

Wysokość zasłony ok. 3 - 5 m

Czas wytworzenia zasłony max. 4,5 s

Czas trwania zasłony dla dalmierzy laserowych min. 30 s

Napięcie rozgalenia zapłonika  $26 \pm 3$  V



Ćwiczebna bomba lotnicza P - 50 jest przeznaczona do szkolenia załogi samolotu w bombardowaniu lotniczymi bombami klasycznymi z wysokości 200 - 10.000 m w dzień i w nocy. Bomba może być zrzucona jako makietą, lub uzbrojona w nabój z silnym ładunkiem kruszącym. W razie konieczności do P - 50 może być zamontowany smugacz. W warunkach dostatecznej widoczności bomba doskonale znakuje miejsce upadku.

P - 50 jest najtańszym środkiem szkolnym w swojej klasie.

#### **DANE TECHNICZNE**

Masa bomby bez zapalników ok. 55,3 kg

Masa naboju 2,4 kg

Masa ładunku smugowego 0,64 kg

Długość bomby max. 970 mm

Kaliber 205 mm

Rozpiętość statecznika 280 mm

Gwint pod zapalnik Sp26 x 16 zwoi/1"



Amunicja NT-26 jest przeznaczona do indywidualnej osłony samolotów i śmigłowców, zakłóca ona pole termiczne w pobliżu statku powietrznego.

26 mm nabój termiczny NT-26 jest odpowiednikiem wyrobów typu PPI i może być wystrzelowany z wyrzutni typu ASO.

#### **DANE TECHNICZNE**

Kaliber 26 mm

Zasięg 300 m

Odpalanie elektryczne  $27\text{ V} \pm 3\text{ V}$

Element termiczny walcowy

Masa elementu termicznego  $35 \pm 10\text{ g}$

Czas emisji promieniowania podczerwonego w warunkach rzeczywistych  $4,5 \pm 1,5$  s

Czas osiągnięcia max. mocy emisji max. 0,5 s

Palący się element termiczny emituje w czasie min 3 s promieniowanie z mocą początkową nie mniejszą niż 1 kW w przedziale długości fal 3 - 5  $\mu\text{m}$



Mina sygnalizacyjna przeznaczona jest do ochrony obiektów wojskowych, terenów magazynowych, przejść granicznych itp.

#### **Opis działania:**

Po zaczepieniu drutu odciągowego zostaje wyciągnięta zawleczka i zwolniona iglica, która uderzając w spłonkę zapalającą powoduje jej zadziałanie, a następnie odpalenie ładunku prochowego i wyrzucenie naboju sygnałowego z kadłuba miny.

Czas świecenia naboju wynosi  $4,5 \pm 1,5$  sek.

#### **DANE TECHNICZNE**

Waga (kg) 0,39

Średnica zewnętrzna miny (mm) 37

Całkowita wysokość miny (mm) 124

Szerokość kołka (mm) 38

Wysokość kołka (mm) 310

Szerokość palika odciągowego (mm) 27

Długość drutu odciągowego (mm) 5000

Opakowanie:

Wymiary skrzyni drewnianej (mm) 786 x 441 x 299

Waga brutto (kg) 38

Liczba w skrzyni 45



Pociski kal. 155 mm HE ER BT są przeznaczone do częściowego lub całkowitego niszczenia celów lub czasowego spowolnienia postępów sił wroga, ograniczając tym samym ich skuteczność bojową. Pociski 155 mm HE ER BT pozwalają przede wszystkim na niszczenie celów stacjonarnych, miejsc o dużej koncentracji wojsk, schronów polowych, celów lekko opancerzonych, systemów uzbrojenia, sprzętu wojskowego, sprzętu transportowego itp.

#### **DANE TECHNICZNE**

Typ Odłamkowo - burzący

Kaliber 155 mm

Długość z zapalnikiem Max. 879,6 mm

Waga z zapalnikiem 43,55 kg

Typ pierścienia wiodącego Miedziany

Waga materiału wybuchowego Ok. 8,5 kg

Typ materiału wybuchowego TNT

Pocisk przeznaczony dla Haubicy 155 mm / objętość komory - 23 litry / z lufą o długości 52 kalibrów

Opakowanie

8 sztuk na 1 drewnianej palecie

Wymiary 790x950x379 mm

Waga brutto 365 kg

Powyższe stanowią jedynie przykładowe produkty z całej oferty spółki. Pełna gama znajduje się na stronie <https://www.zspniewiadow.pl/produkt-23.html>.

Model biznesowy spółki można określić jako quasi handlowy. Spółka generuje obroty poprzez zakup odpowiednich towarów – często ich modyfikację i bezpośrednią sprzedaż. Z racji charakteru branży, głównymi odbiorcami produktów spółki są podmioty o charakterze rządowym. Obecna sytuacja na świecie (w szczególności konflikt zbrojny na terenie Ukrainy), powoduje, że popyt na produktu takiego rodzaju istotnie wzrasta. Zakłada się (analizy branżowe na to wskazują) że trend ten będzie utrzymany w kolejnych latach.

### 5.3 STRUKTURA WŁAŚCICIELSKA

Zgodnie z wydrukiem z KRS oraz uzyskanymi informacjami właścicielami spółki są:

- L Investments sp. z o. o.: 98,3% akcji
- Elżbieta Lubińska: 1,7% akcji

Kapitał spółki, po zarejestrowaniu emisji 5 600 000 akcji po cenie nominalnej 1 zł

W skład Zarządu spółki wchodzi:

- Grzegorz Niedzielski - Prezes Zarządu,
- Zygmunt Spychała - Wiceprezes Zarządu,

Rada Nadzorcza:

- Piotr Ćwik
- Piotr Koniecki
- Marek Szudrowicz

Prokurent samoistny – Elżbieta Lubińska

Beneficjent rzeczywisty - Elżbieta Lubińska

Wpisanym jako podstawowe PKD spółki są następujące branże;

Rubryka 1 - Przedmiot działalności		
1.Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy	1	70, 10, Z, DZIAŁALNOŚĆ FIRM CENTRALNYCH (HEAD OFFICES) I HOLDINGÓW, Z WYŁĄCZENIEM HOLDINGÓW FINANSOWYCH
2.Przedmiot pozostałej działalności przedsiębiorcy	1	20, 51, Z, PRODUKCJA MATERIAŁÓW WYBUCHOWYCH
	2	25, 11, Z, PRODUKCJA KONSTRUKCJI METALOWYCH I ICH CZĘŚCI
	3	25, 40, Z, PRODUKCJA BRONI I AMUNICJI
	4	32, 99, Z, PRODUKCJA POZOSTAŁYCH WYROBÓW, GDZIE INDZIEJ NIESKLASYFIKOWANA
	5	33, 19, Z, NAPRAWA I KONSERWACJA POZOSTAŁEGO SPRZĘTU I WYPOSAŻENIA
	6	43, 99, Z, POZOSTAŁE SPECJALISTYCZNE ROBOTY BUDOWLANE, GDZIE INDZIEJ NIESKLASYFIKOWANE
	7	62, 02, Z, DZIAŁALNOŚĆ ZWIĄZANA Z DORADZTWEW W ZAKRESIE INFORMATYKI
	8	72, 19, Z, BADANIA NAUKOWE I PRACE ROZWOJOWE W DZIEDZINIE POZOSTAŁYCH NAUK PRZYRODNICZYCH I TECHNICZNYCH
	9	85, 59, B, POZOSTAŁE POZASZKOLNE FORMY EDUKACJI, GDZIE INDZIEJ NIESKLASYFIKOWANE



## 6. ANALIZA I CHARAKTERYSTYKA RYNKU

Spółka działa w szeroko rozumianej branży **zbrojeniowej**, przez co zasadnym jest analiza właśnie tego rynku.

### Analiza rynku zbrojeniowego po 2022 roku

#### Globalny rynek zbrojeniowy (wydatki, handel, dynamika)

Globalne wydatki obronne osiągnęły w 2023 roku rekordowy poziom ok. **2,44 bln USD**, co oznacza wzrost o **6,8%** względem 2022 i największą dynamikę od 2009 roku. Trend wzrostowy utrzymuje się nieprzerwanie od niemal dekady. Jeszcze w 2021 r. wydatki wynosiły ok. 2,24 bln USD (wzrost o 3,7% r/r), zatem wojna na Ukrainie znacząco przyspieszyła tempo zbrojeń na świecie. Najwięcej wydają **Stany Zjednoczone** – w 2023 r. **916 mld USD** (ok. 37% udziału w wydatkach globalnych), przy budżecie równym 3,4% PKB. **Chiny** są drugie z szacunkowo **292–296 mld USD** (około 4% PKB), a kolejne miejsca zajmują **Rosja (86–109 mld USD, >4% PKB)** oraz **Indie (83–84 mld USD, 2,4% PKB)**. W pierwszej piątce plasuje się też **Arabia Saudyjska (75–76 mld)**. Łącznie trzy największe potęgi (USA, Chiny, Rosja) odpowiadają za około **1,32 bln USD** wydatków. Dla porównania, wszystkie państwa **NATO** razem wydały w 2023 r. **1,341 bln USD**, co stanowi **55%** globalnych nakładów. Rosja i Chiny łącznie to ok. 16,5. Wzrost wydatków obserwuje się także w innych regionach – np. w Azji (rozwój sił zbrojnych Indii, Japonii, Korei Płd.) oraz na Bliskim Wschodzie (rekompensata lat niskich wydatków tzw. „dywidendy pokojowej”).

**Handel bronią i dynamika rynku:** Według danych Sztokholmskiego Instytutu SIPRI, **globalny handel uzbrojeniem** również odczuł skutki nowych zagrożeń. W latach **2019–2023** państwa Europy **prawie podwoiły import** głównych typów broni (+94% w porównaniu z 2014–2018). Wciąż jednak wśród największych importerów dominują kraje bliskowschodnie – **9 z 10** największych światowych importerów uzbrojenia znajduje się na Bliskim Wschodzie (do największych należą m.in. Arabia Saudyjska, Katar, Egipt, ZEA, a spoza regionu – Indie). Jeśli chodzi o eksporterów, **Stany Zjednoczone** umocniły pozycję lidera (ok. **40%** udziału w globalnym eksporcie broni). Amerykański eksport wzrósł w ostatnich latach o 17%, podczas gdy udział **Rosji** zmalał o połowę z powodu wojny (sprzęt potrzebny na własne potrzeby oraz sankcje), co pozwoliło **Francji** po raz pierwszy awansować na **2. miejsce** wśród eksporterów. Kolejne pozycje zajmują m.in. **Chiny** (choć same są już w dużej mierze samowystarczalne, eksportują m.in. drony i sprzęt do państw rozwijających się) oraz największe kraje europejskie (Niemcy, Włochy, Wielka Brytania).

Wybuch pełnoskalowej wojny w Ukrainie spowodował **boom na rynku zbrojeniowym**. Zamówienia na sprzęt wojskowy znacząco wzrosły, co przełożyło się na wyniki przemysłu. Przychody **100 największych producentów broni** na świecie w 2023 roku wyniosły **632 mld USD**, czyli o **4,2%** więcej niż rok wcześniej. To kontynuacja trendu wzrostowego – globalny sektor obronny rozkwita po latach zastoju. Szczególnie korzystna koniunktura panuje w sektorze zachodnim: spółki notują rekordowe portfele zamówień i gwałtowne wzrosty wycen giełdowych. Przykładowo, wartość nowych kontraktów siedmiu największych firm zbrojeniowych w Europie sięgnęła ~300 mld USD, a zaległe **backlogi** zamówień rosły w rekordowym tempie. Według agencji Fitch, łączny portfel zamówień 7 czołowych wykonawców europejskich przekroczył pod koniec 2023 r. **200 mld €**, rosnąc o **12,6% r/r**. Również w USA przemysł osiąga bardzo dobre wyniki –

choć dominujące koncerny (jak Lockheed Martin czy RTX) odnotowały lekki spadek przychodów w 2023 r., ich perspektywy są znakomite. **Najwięksi producenci** pozostają zdominowani przez firmy amerykańskie – top 5 globalnie to kolejno Lockheed Martin, Raytheon Technologies (RTX), Northrop Grumman, Boeing i General Dynamics. Na 6. miejscu plasuje się największy europejski gracz, brytyjski **BAE Systems**, dalej pojawiają się też koncerny z Chin oraz rosyjski **Rostec** (którego przychody w 2023 skoczyły o niemal 50% wskutek gospodarki wojennej Rosji). W rankingu top100 znalazła się nawet polska PGZ (o czym dalej). Ogółem firmy z USA stanowiły 41 z 100 największych, generując połowę łącznych przychodów (317 mld USD).

### **Rynek europejski (wzrost wydatków, współpraca, inicjatywy)**

Wojna w Ukrainie zakończyła trwającą dekady „dywidendę pokojową” w Europie. Nakłady obronne państw europejskich zaczęły gwałtownie rosnąć. Łączne **wydatki na obronność państw UE** osiągnęły w 2023 r. rekordowe **270 mld €** (ok. 295 mld USD) – to wprowadzie nadal ponad trzykrotnie mniej niż budżet USA, ale stanowi znaczący wzrost. Dla porównania, w 2021 r. wydatki UE wynosiły ok. 200 mld €, a jeszcze w 2014 r. wiele krajów Europy obcinało swoje budżety wojskowe. **Inwazja Rosji** sprawiła, że bezpieczeństwo znów stało się priorytetem: w 2022 r. wydatki europejskich członków NATO wzrosły średnio o 3,7% PKB, a w 2023 r. nawet o 9%. Co istotne, **w 2023 r. pierwszy raz Polska przekroczyła poziom 3% PKB** na obronność, a kilka innych krajów (kraje bałtyckie, UK) również jest powyżej standardowego progu 2%. Natomiast duże gospodarki, jak **Niemcy**, dopiero nadrabiają zaległości – Berlin po latach wydawania ~1.2–1.4% PKB ogłosił specjalny fundusz 100 mld € na modernizację (tzw. *Sondervermögen*), aby docelowo zbliżyć się do wymogu NATO. Podobnie **Włochy, Hiszpania, Holandia** i inni stopniowo zwiększają budżety z okolic 1.5% PKB w kierunku 2%. W 2022 r. najwyższy poziom wydatków w relacji do PKB w NATO (poza USA) miała **Grecja** – 3,7%, ale w 2023 Polska ją prześcignęła.

**Współpraca zbrojeniowa w Europie:** Unia Europejska tradycyjnie nie miała wspólnej polityki zbrojeniowej (traktaty zabraniają finansowania wydatków wojskowych ze środków UE). Skutkowało to rozdrobnieniem przemysłu obronnego – w Europie istniało ~180 różnych systemów uzbrojenia (USA dla porównania ma ~33). Brak efektu skali podnosił koszty i zmniejszał konkurencyjność europejskich firm (ich przychody stanowiły średnio tylko 30% poziomu amerykańskich odpowiedników, a marże były o 2–3 p.p. niższe). Wojna w Ukrainie wymusiła jednak przełamanie tabu i większą integrację wysiłków obronnych. **Państwa UE coraz częściej łączą siły** w nowych programach zbrojeniowych i zakupach. Już od 2017 r. działa mechanizm PESCO zachęcający do wspólnych projektów – np. europejski projekt korwety patrolowej EPC (Włochy, Francja, Grecja, Hiszpania) realizowany od 2019 r., zakładający budowę 20 okrętów z udziałem 40 firm z 12 krajów. W toku jest również francusko-niemiecko-hiszpański program samolotu 6. generacji **FCAS** oraz niemiecko-francuski projekt czołgu nowej generacji **MGCS**. Ponad 15 państw dołączyło do inicjatywy **European Sky Shield** pod egidą Niemiec, mającej stworzyć wspólny wielowarstwowy system obrony powietrznej i przeciwrakietowej w Europie.

**Wzmacnianie przemysłu obronnego:** Instytucje unijne uruchomiły także konkretne programy finansowe. W 2021 r. zainaugurowano **Europejski Fundusz Obronny (EDF)** o budżecie ~8 mld € na lata 2021–2027, który w 2022 r. wsparł **61 wspólnych projektów badawczo-rozwojowych** kwotą prawie 1,3 mld USD. Po wybuchu wojny zaproponowano natomiast szybkie mechanizmy

uzupełniania zapasów: **EDIRPA** (European Defence Industry Reinforcement through common Procurement Act) – fundusz łącznej wysokości 500 mln € na dofinansowanie **wspólnych zakupów uzbrojenia** przez kraje UE (aby taniej i szybciej zapełnić luki w magazynach) Równolegle, w marcu 2023 r. Komisja zaproponowała tzw. **ASAP (Act in Support of Ammunition Production)** – specjalny pakiet, w ramach którego **1 mld €** ma zostać przeznaczony bezpośrednio na dotacje zwiększające moce produkcyjne amunicji w europejskich fabrykach. Celem jest szybkie osiągnięcie produkcji setek tysięcy pocisków rocznie na potrzeby własne i dla Ukrainy. Dodatkowo Unia przeznaczyła 2 mld € (z puli Europejskiego Funduszu Pokoju) na wspólne zakupy **amunicji artyleryjskiej 155 mm** – plan zakłada dostarczenie 1 mln pocisków dla Ukrainy w ciągu 12 miesięcy (choć realizacja opóźnia się)

**Wyzwania i ograniczenia:** Pomimo tych wysiłków, europejski sektor zbrojeniowy stoi przed wieloma wyzwaniami. Po dekadach niedoinwestowania brakuje mocy produkcyjnych – **europejski przemysł amunicyjny zwiększył moce o 50%** od początku wojny, ale to wciąż mało w stosunku do potrzeb. Zdolności wytwórcze nie nadążają za popytem: np. zakładany cel produkcji **1,4 mln sztuk amunicji 155 mm w 2024 r.** raczej nie zostanie osiągnięty. Dla porównania **Rosja** produkuje już 2–3 mln pocisków rocznie – więcej niż łącznie UE i USA. Pojawiają się także **wąskie gardła** dostaw surowców i komponentów, np. produkcja prochu bezdymnego w Europie zależy od importu z Chin. To rodzi konieczność dywersyfikacji łańcuchów dostaw i być może włączenia zaprzyjaźnionych krajów spoza UE (np. Korei Płd., Japonii, USA) do europejskich programów zbrojeniowych. Ponadto, kwoty wsparcia przemysłu w skali UE nadal są skromne – **1,5 mld €** proponowane w strategii EDIS (European Defence Industry Strategy) to ułamek obrotów sektora (~70 mld € rocznie). Mimo to UE stawia sobie ambitne cele w nowej **Europejskiej Strategii Przemysłu Obronnego (EDIS)** ogłoszonej w marcu 2024 r. Zakłada ona m.in. zmniejszenie uzależnienia od importu (zwłaszcza z USA) oraz zwiększenie **udziału wewnątrzunijnego handlu uzbrojeniem do 35% rynku UE do 2030**. Docelowo co najmniej 50% zamówień obronnych państw UE ma w 2030 r. trafiać do europejskiego przemysłu (a do 2035 – 60%). Państwa członkowskie mają również realizować minimum 40% zakupów sprzętu **wspólnie** z innymi (co wymusi konsolidację popytu).

**Najwięksi gracze w Europie:** Europejski sektor zbrojeniowy to mieszanka kilku wielkich koncernów międzynarodowych, kilkudziesięciu firm średniej wielkości oraz ponad 2000 MŚP, zapewniających łącznie ok. **1,7 mln miejsc pracy** (500 tys. bezpośrednio w przemyśle obronnym, plus 1,2 mln w łańcuchach dostaw). Prym wiodą przedsiębiorstwa z Francji, Niemiec, Włoch, Wielkiej Brytanii i Szwecji. Największym producentem w Europie jest wspomniany **BAE Systems** (Wlk. Brytania) – przychody z sprzedaży uzbrojenia ponad **20 mld USD** w 2022 r. Dalej plasują się włoski **Leonardo** (12,9 mld), wielonarodowy **Airbus** (ok. 12 mld z działalności wojskowej), francuski **Thales** (9,7 mld) i niemiecki **Rheinmetall** (5,1 mld). Co ważne, kursy akcji europejskich spółek zbrojeniowych poszybowały od 2022 r.: Rheinmetall +440%, szwedzki Saab +317%, Leonardo +220%, BAE ~+130% (stan na pocz. 2024). Inwestorzy dostrzegli początek potencjalnego **supercyklu** wydatków obronnych, choć wyceny stały się już dość wysokie. Reasumując, Europa nadrabia zaległości: zwiększa wydatki, zacieśnia współpracę (choć nadal daleko do unii militarnej), inwestuje we własny przemysł i stara się uniezależnić od dostawców.

zewnętrznych. Proces ten będzie kontynuowany, bo **2% PKB na obronność staje się raczej minimum niż maksimum** dla państw NATO

### **Rynek polski (wydatki, modernizacja, przemysł zbrojeniowy)**

Polska na tle Europy wyróżnia się zdecydowanie – stała się jednym z liderów pod względem nakładów na obronność. Jeszcze w 2021 r. budżet MON wynosił ok. 57 mld zł (~2,1% PKB), w 2022 r. podniesiono go do ok. 59 mld zł (2,4% PKB) a po wybuchu wojny rząd uchwalił **Ustawę o obronie Ojczyzny** (marzec 2022), która docelowo **zwiększyła minimalny poziom wydatków do 3% PKB od 2023 r.** W efekcie nominalne wydatki **skokowo wzrosły** – według SIPRI Polska zanotowała w 2023 r. **75% wzrost** wydatków obronnych r/r (największy w Europie i drugi na świecie po Algierii) Całkowite nakłady wyniosły ok. **3,9% PKB** (ok. 29,6 mld USD czyli ~130 mld zł) [1]. To uplasowało Polskę na **14. miejscu** na świecie pod względem nominalnych wydatków – awans z dalszej pozycji w poprzednich latach. Na 2024 rok zaplanowano dalszy wzrost budżetu obronnego do rekordowych **~160 mld zł** (łącznie z Funduszem Wsparcia SZ), co odpowiadałoby ok. 4,2% PKB. Choć prawdopodobnie nie cała ta kwota zostanie wydana (prognozuje się realizację ~140 mld zł, ok. 3,7% PKB i tak Polska stanie się proporcjonalnie największym „zbrojeniowym prymusem” NATO.

**Priorytety modernizacyjne:** Tak gwałtowne zwiększenie budżetu umożliwiło rozpoczęcie szeroko zakrojonej modernizacji technicznej Wojska Polskiego. Polska intensywnie inwestuje w **ciężki sprzęt konwencjonalny**, kupując go zarówno za granicą, jak i rozwijając produkcję krajową. Kluczowe programy z ostatnich dwóch lat obejmują m.in.:

- **Czołgi i wozy opancerzone:** Zakupiono **250 czołgów M1A2 Abrams** z USA (kontrakt ~4,75 mld USD) oraz **116 starszych Abramsów M1A1** na szybkie potrzeby Z Koreą Płd. zawarto umowę na **180 czołgów K2** (wartość ~3,4 mld USD) i docelowo kolejnych ~800 w wersji polonizowanej K2PL w latach 2026+ Do tego dochodzi ponad **1 tys. bojowych wozów piechoty Borsuk** rodzimej produkcji (umowa z HSW/PGZ w 2023 na pierwsze 140 szt. za 1,2 mld \$). Polska odbudowuje też wojska pancerne po przekazaniu Ukrainie ~300 poradzieckich czołgów T-72/PT-91.
- **Artyleria i systemy rakietowe:** Trwa rozbudowa potężnej artylerii dalekiego zasięgu. Zamówiono **18 wyrzutni HIMARS** (M142) wraz z rakietami ATACMS (do 300 km) od USA oraz planuje się dokupić kolejne 500 wyrzutni w polskiej konfiguracji (część w oparciu o podwozia Jelcz). Równolegle pozyskano z Korei **288 wyrzutni K239 Chunmoo** (zasięg 80–290 km) – pierwsze dostarczono w 2023 r. W zakresie artylerii lufowej, Polska produkuje własne **haubice samobieżne Krab 155 mm** – jednak znaczną część zapasów (łącznie 72 Kraby) przekazano Ukrainie (18 sprzedano komercyjnie, 54 подарowano) W miejsce ubytków oraz dla nowych dywizjonów, zamówiono w Hucie Stalowa Wola kolejne Kraby (docelowo 122 szt. + regeneracja przekazanych). Ponadto z Korei zakupiono **212 armatohaubic K9** (155 mm) – w 2022 dostarczono pierwsze 24 szt., reszta w produkcji.
- **Obrona przeciwlotnicza i przeciwrakietowa:** Polska buduje wielowarstwową tarczę powietrzną. W ramach programu **Wisła** pozyskano już 2 baterie systemu Patriot PAC-3 MSE (I faza, wartość ~4,75 mld USD) i zakontraktowano kolejne 6 baterii (II faza). Uzupełnieniem jest warstwa **Narew** – średniego zasięgu zestawu CAMM/CAMM-ER

opracowywane wspólnie z MBDA UK (pierwsze zestawy tymczasowe już na wyposażeniu). Bardzo ważnym elementem stały się przenośne zestawy **Piorun** produkcji polskiej (Mesko/PGZ) – po sukcesach w Ukrainie popyt na nie wzrósł; MON zamówił ponad 3500 rakiet Piorun dla WP, a eksport ruszył do USA i Europy (Estonia, Norwegia, Łotwa zakupiły po kilkadziesiąt sztuk). Trwają też rozmowy o pozyskaniu zaawansowanych systemów **MAKS** (np. izraelskiej „Żelaznej Kopuły” lub amerykańskich NASAMS) dla osłony miast.

- **Lotnictwo:** Kontynuowane są zakupy nowoczesnych samolotów – umowa na **32 myśliwce F-35A** (4,6 mld \$) z dostawą od 2024 r., a także **48 lekkich myśliwców FA-50** z Korei (3 mld \$, pierwsze 12 już dostarczone w 2023). Dodatkowo Polska wystąpiła do USA o zakup **96 śmigłowców uderzeniowych AH-64E Apache** (największy potencjalny zakup śmigłowcowy NATO). Trwają dostawy śmigłowców wsparcia: 4 Black Hawk dla sił specjalnych, 8 AW101 dla Marynarki Wojennej (zwalczanie okrętów podwodnych) itp.
- **Sprzęt wsparcia:** Równolegle inwestuje się w logistykę i wsparcie – tysiące nowych ciężarówek **Jelcz**, cystern, sprzętu saperskiego i inżynieryjnego (mosty towarzyszące, trały przeciwminowe), systemy łączności cyfrowej, mundury i oporządzenie żołnierza (Polska wprowadza nowy modułowy system wyposażenia indywidualnego Tytan). Wojsko rozbudowuje **obronę cybernetyczną** (w tym Wojsk Obrony Cyberprzestrzeni) i systemy dowodzenia oparte o sieci cyfrowe.

Ta bezprecedensowa kampania zakupów ma na celu **podwojenie liczebności Wojska Polskiego** (z ~150 tys. do 300 tys. żołnierzy) oraz uzbrojenie nowych jednostek na wschodzie kraju. Polska chce mieć jedno z najnowocześniejszych i najsilniejszych sił lądowych w Europie, odstraszać Rosję. Skala kontraktów z zagranicą (USA, Korea) uczyniła z Polski w 2022–23 r. jednego z największych importerów broni na świecie. Jednak duża część wydatków wraca też do **krajowego przemysłu** poprzez liczne zamówienia w PGZ i u firm prywatnych.

**Polski przemysł zbrojeniowy – państwowy i prywatny:** Kluczową rolę odgrywa **Polska Grupa Zbrojeniowa (PGZ)**, skupiająca ponad 50 spółek (m.in. Huta Stalowa Wola – armatohaubice Krab, Mesko – amunicja i Piorun, PIT-Radwar – radary, Jelcz – pojazdy, WZM – remonty czołgów, etc.). Dzięki zwiększonym wydatkom MON oraz napływowi zamówień eksportowych, PGZ odnotowuje dynamiczny wzrost przychodów. W 2023 r. przychody PGZ osiągnęły **~10,2 mld zł**, niemal dwukrotnie więcej niż dwa lata wcześniej. Eksport odpowiadał za ponad 2 mld zł – głównie dzięki kontraktowi sprzedaży 54 haubic Krab Ukrainie za 2,7 mld zł. Grupa realizuje też rekordowe zamówienia krajowe (warto wspomnieć wieloletnią umowę **Narodowa Rezerwa Amunicyjna** na dostawę 300 tys. sztuk amunicji artyleryjskiej 155 mm do 2029 r. Mimo to, **zdolności produkcyjne** odziedziczone po latach pokoju są ograniczone – np. możliwości PGZ w zakresie amunicji 155 mm szacowano na zaledwie **20–30 tys. sztuk rocznie**, czyli „kroplę w morzu” potrzeb ujawnionych przez wojnę. PGZ inwestuje więc w rozbudowę – np. rozkręcany jest projekt nowej fabryki prochu w Pionkach, zwiększana jest produkcja Piorunów i pocisków przeciwpancernych (Mesko) oraz armatohaubic (HSW). HSW produkuje obecnie ~18 Krabów rocznie (ograniczeniem są dostawcy podzespołów) ale planuje zwiększyć tę liczbę.

Co istotne, obok państwowego giganta PGZ coraz śmielej poczynają sobie **prywatne firmy zbrojeniowe**. Największa z nich – **Grupa WB** (specjalizująca się w elektronice, dronach,

systemach łączności) – odnotowała skokowy wzrost sprzedaży, zwłaszcza eksportowej. WB dostarczała np. drony rozpoznawcze FlyEye dla Ukrainy i systemy łączności dla koreańskich K2/K9 zamawianych przez MON. W 2023 r. przychody Grupy WB zbliżyły się do **1,5 mld zł**, a eksport stanowił połowę. Dla porównania PGZ osiągnęła ~10 mld zł – ale dystans szybko się zmniejsza. Jeszcze w 2018 r. PGZ była 17 razy większa od WB pod względem przychodów; w 2023 już tylko 7 razy, a jeśli tempo wzrostu się utrzyma, w 2024 relacja może wynieść 4:1. Oznacza to, że **prywatny sektor zbrojeniowy rośnie bardzo dynamicznie**, napędzany zarówno zamówieniami MON, jak i eksportem.

**Przykład – ZSP Niewiadów:** W segmencie amunicyjnym ciekawym graczem jest **Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów** (Grupa Niewiadów) – prywatna firma, która postanowiła wkroczyć na rynek produkcji ciężkiej amunicji. Dotychczas Niewiadów zajmował się m.in. rozbieraniem starych pocisków i produkcją materiałów wybuchowych, ale teraz dzięki koniunkturze inwestuje w pełny cykl produkcji. W marcu 2025 r. ogłoszono zakup dwóch nowoczesnych linii do elaboracji amunicji wielkokalibrowej (wypełniania pocisków materiałem wybuchowym) od słowackiej firmy Konštrukt – z dostawą linii do 2026 r. To kluczowy krok umożliwiający produkcję **amunicji artyleryjskiej 155 mm** w Polsce przez prywatny podmiot. Inwestycja w linię kosztuje ~60 mln zł, a uruchomienie fabryki planowane jest na koniec 2026. Grupa Niewiadów deklaruje gotowość do dostarczania MON pocisków 155 mm w pełni polskiej produkcji – co wpisuje się w strategiczny cel uniezależnienia się od zagranicznych dostaw. Rząd również wspiera takie inicjatywy – utworzono fundusz (ok. 3 mld zł) zachęt dla firm podejmujących produkcję amunicji w kraju. Jeśli projekt się powiedzie, Niewiadów dołączy do elitarnego grona producentów amunicji na świecie (dotąd dominowali gracze państwowi lub międzynarodowe koncerny). Podobne ruchy widać zresztą w innych niszach: np. prywatna firma UMO planuje montaż pocisków przeciwpancernych w Polsce, a w branży dronów wyrosło wiele start-upów wspieranych przez fundusze VC i programy Narodowego Centrum Badań i Rozwoju.

**Polska jako eksporter:** Mimo ogromnego potencjału, polski przemysł zbrojeniowy **wciąż ma ograniczony udział w rynku międzynarodowym** – historycznie eksport polskiej broni był niewielki (rzędu 0,5–1 mld € rocznie, głównie sprzęt poradziecki na rynki wtórne). Nawet w 2023, uznawanym za przełomowy, eksport **nowo produkowanego uzbrojenia** to głównie 18 haubic Krab i kilkadziesiąt zestawów Piorun dla sojuszników. Większość sprzedaży zagranicznej stanowiły używane pojazdy i sprzęt z demobilu odsprzedawane na Ukrainę czy do Czech. Defence24 ocenił to w raporcie jako „bardzo słaby wynik eksportu”, choć wskazał, że taka sytuacja trwa od lat. Powody to m.in. niewystarczająca promocja na rynkach zagranicznych, rozdrobnienie oferty oraz skupienie na zamówieniach krajowych. Teraz jednak pojawia się szansa to zmienić – udane użycie polskiego sprzętu w wojnie (Pioruny, Kraby) stało się świetną reklamą. Jeśli Polska zwiększy moce produkcyjne, może zdobyć znaczącą część rynku w regionie (np. sprzedaż armatohaubic czy wozów Borsuk do krajów NATO flankowych zwiększających armię). Już dziś trwają rozmowy z Czechami, Słowacją, krajami bałtyckimi o potencjalnych kontraktach na polski sprzęt. Rząd powołał nawet pełnomocnika ds. promocji polskiej oferty zbrojeniowej na świecie. Z punktu widzenia firm takich jak ZSP Niewiadów – oprócz zamówień MON – otwiera się perspektywa eksportu amunicji

do państw Europy (choć konkurencja będzie duża, m.in. Czechy i Słowacja też rozwijają produkcję).

Podsumowując, **Polska** stała się jednym z głównych motorów wzrostu sektora zbrojeniowego w Europie. Ogromne inwestycje modernizacyjne napędzają krajowe firmy, zarówno państwowe (PGZ), jak i prywatne (WB, Niewiadów i in.). W dłuższym horyzoncie Polska może stać się regionalnym hubem produkcji uzbrojenia – ma ku temu wolę polityczną, rosnący potencjał przemysłowy i wsparcie finansowe. Wyzwaniem będzie utrzymanie tego tempa, rozbudowa kadr i zaplecza naukowego oraz skuteczna integracja nowych technologii.

### Segmenty sektora zbrojeniowego

Współczesny sektor obronny obejmuje szerokie spektrum segmentów – od tradycyjnych systemów uzbrojenia po nowoczesne technologie IT. Wojna na Ukrainie uwypukliła znaczenie **każdego** z tych elementów. Poniżej przegląd kluczowych segmentów i trendów od 2022 roku:

- **Broń i sprzęt bojowy:** klasyczne systemy uzbrojenia (czołgi, bojowe wozy piechoty, artyleria lufowa, broń strzelecka) znów okazały się decydujące na polu walki. Ciężkie starcia pancerne i artyleryjskie w Ukrainie zwiększyły popyt na **czołgi, haubice, amfibie, karabiny** itp. Nastąpił powrót do zakupów sprzętu konwencjonalnego na dużą skalę – armie NATO zamawiają setki nowych wozów opancerzonych, modernizują stare (np. programy upgrade'u Leopardów, Abramsów), a także inwestują w **drony bojowe i wyrzutnie rakiet** jako wsparcie. Duży nacisk kładzie się na *interoperacyjność* – sprzęt ma być dostosowany do wspólnego działania (np. standaryzacja kalibrów NATO, integracja systemów dowodzenia). Globalnie najwięcej środków idzie na lotnictwo (samoloty bojowe i śmigłowce – drogie, zaawansowane systemy) oraz wojska lądowe (pojazdy, artyleria).
- **Amunicja i materiały wybuchowe:** ten segment urósł do rangi **strategicznej**. Intensywne działania w Ukrainie (dziesiątki tysięcy sztuk amunicji artyleryjskiej zużywane dziennie) spowodowały „*głód amunicji*” wśród państw zachodnich. Popyt na **amunicję każdego kalibru** – od pocisków czołgowych 125/120 mm, przez artyleryjskie 155 mm, rakietowe, aż po amunicję strzelecką – poszybował w górę. Priorytetem stało się uzupełnienie uszczuplonych magazynów i **zwiększenie produkcji**. Wiele państw reaktywuje linie produkcyjne zamknięte po zimnej wojnie lub buduje nowe (USA inwestują w fabryki prochu i ładunków miotających, Niemcy reaktywują produkcję amunicji kal. 35 mm do Gepardów, Francja dokłada linie do 155 mm, Finlandia i Estonia ogłaszają plany wspólnej fabryki amunicji). Unia Europejska poprzez program ASAP dotuje fabryki, aby **miesięcznie produkować >80 tys. pocisków** dla Ukrainy. Ceny amunicji również wzrosły – np. pocisk 155 mm kosztuje obecnie ~5 tys. €, nawet bogate kraje muszą pilnować zapasów. Segment amunicji obejmuje też **pociski precyzyjne** (np. naprowadzane Excalibur 155 mm) – ich zużycie także wzrosło, choć to nisza wymagająca zaawansowanych komponentów. Ogółem, **amunicja** to obecnie jeden z najbardziej newralgicznych sektorów – trudno go szybko skalować, bo wymaga specjalistycznych materiałów (proch, trotyl, spłonki) i zachowania bezpieczeństwa procesów.
- **Systemy rakietowe i obrona powietrzna:** intensywne walki potwierdziły kluczową rolę pocisków kierowanych – zarówno ofensywnych (rakiety manewrujące, przeciwpancerne,

drony-kamikaze), jak i defensywnych (przeciwlotnicze, przeciwrakietowe). Zapotrzebowanie na **przenośne zestawy przeciwpancerne** (Javelin, NLAW, Stugna) i **przeciwlotnicze MANPADS** (Stinger, Piorun) dramatycznie wzrosło po 2022 r. – kraje NATO przekazały Ukrainie tysiące takich pocisków, które teraz odtwarzają we własnych arsenalach. Jednocześnie zamawiane są nowoczesne systemy obrony przeciwlotniczej: od małego zasięgu (Piorun, Stinger) po średni (NASAMS, CAMM) i daleki (Patriot, SAMP/T). **Produkcja rakiet** jest jednak czasochłonna – cykl wytwarzania zaawansowanej rakiety ziemia-powietrze to 1–2 lata. Firmy jak Raytheon czy MBDA notują rekordowe zamówienia i zwiększają moce, ale czasy realizacji nadal są długie. W 2022–24 obserwowaliśmy też eksplozję rozwoju **amunicji krążącej** (*loitering munitions*) – drony kamikadze (Switchblade, Warmate, Shahed) łączą cechy pocisku i bezzałogowca. To dynamicznie rosnący podsegment, na którym pojawia się wiele nowych firm oferujących względnie tanie „jednorazowe” drony bojowe. Rosnący popyt dotyczy również **rakiet balistycznych i manewrujących** dalekiego zasięgu – państwa zagrożone (Korea Płd., Japonia, Polska) inwestują w zdolności uderzenia dalekiego zasięgu kupując np. rakiety ATACMS, HIMARS, Storm Shadow. Ogólnie segment rakietowy cechuje się najwyższą technologią i barierą wejścia – dominuje tu kilka globalnych koncernów (Lockheed Martin, Rafael, MBDA, Kongsberg). Jednak i tu wojna przyspieszyła R&D, np. projekty broni hipersonicznej.

- **Sprzęt wsparcia, logistyka i MRO:** konflikt na dużą skalę pokazał, że „amatorzy dyskutują o strategii, profesjonaliści o logistyce”. Olbrzymie znaczenie mają **pojazdy wsparcia** (ciężarówki transportowe, cysterny paliwowe, ambulanse, wozy dowodzenia), jak również infrastruktura i łańcuch dostaw zaopatrzenia. Wiele armii zorientowało się, że brak im np. wystarczającej liczby ciężkich transporterów niskopodwoziowych do przewozu czołgów czy wagonów kolejowych do przetrzutu brygad. Stąd obserwujemy wzrost zamówień na wszelkiego typu **mobilne zaplecze**: kontenerowe warsztaty polowe, systemy magazynowania i dystrybucji paliwa, kontenery mieszkalne dla wojsk, itp. Również segment **MRO (Maintenance, Repair and Overhaul)** odnotowuje boom – setki pojazdów i sprzętu po intensywnym użytkowaniu wymagają remontów. Polskie zakłady (WZM Poznań, Bumar-Łabędy) są obłożone modernizacją czołgów i naprawą uszkodzonego sprzętu z Ukrainy. Czechy i Polska naprawiają dziesiątki zdobycznych rosyjskich wozów dla armii ukraińskiej. Zapewnienie **części zamiennych** stało się wyzwaniem – np. do pojazdów produkcji radzieckiej części muszą być pozyskiwane z innych państw lub improwizowane. W logistyce ważną rolę odgrywa też **transport i łączność** – systemy zarządzania łańcuchem dostaw, zapewnienie łączności satelitarnej (np. Starlink od SpaceX okazał się kluczowy w Ukrainie). Rosną więc inwestycje w **wojskowe systemy komunikacji i IT** wspierające logistykę (software do planowania, śledzenia zasobów w czasie rzeczywistym).
- **Technologie IT, AI i cyber:** nowoczesne konflikty to nie tylko walka konwencjonalna, ale też **wojna cyfrowa**. Od 2022 r. widzimy ogromne znaczenie **rozpoznania w czasie rzeczywistym** (drony, satelity, systemy SIGINT) oraz **wojny elektronicznej** (zakłócanie



komunikacji, GPS). W związku z tym segment systemów dowodzenia, oprogramowania bojowego i sztucznej inteligencji nabiera rozpędu. NATO uruchomiło program **DIANA** (Defense Innovation Accelerator for the North Atlantic), który ma wspierać startupy rozwijające **technologie podwójnego zastosowania** dla obronności – od AI, uczenia maszynowego w analizie danych wywiadowczych, przez autonomiczne systemy dronowe, po nowe materiały i energetykę. Sojusz uruchomił też **fundusz innowacyjny NATO** o wartości 1 mld €, który inwestuje venture capital w firmy rozwijające przełomowe rozwiązania (np. kwantowe radary, AI do analizy obrazów satelitarnych). Wiele państw tworzy własne **inkubatory technologii wojskowych** – w Polsce np. akcelerator *Wojskowe Zakłady Innowacyjne*, w USA program AFWERX/DIU. Sztuczna inteligencja jest coraz szerzej stosowana: algorytmy pomagają wyznaczać cele, automatyzować systemy obrony (np. izraelski system Iron Dome częściowo opiera się na AI przy śledzeniu celów). **Cyberbezpieczeństwo** to kolejny krytyczny obszar – nakłady na ochronę sieci wojskowych, szkolenia cyberwojsk i narzędzia ofensywne (włamania, ataki na infrastrukturę przeciwnika) znacząco wzrosły. Wojna pokazała skutki cyberataków (np. zakłócanie systemów kolejowych, ataki na sieci energetyczne), stąd armie inwestują w **odporność cyfrową**. Ogólnie segment zaawansowanych technologii rośnie najszybciej procentowo, choć w strukturze wydatków obronnych nadal dominuje zakup twardego sprzętu.

Podsumowując, pełne spektrum segmentów zbrojeniowych doświadcza wzmożonej aktywności od 2022 r. – od klasycznej broni po high-tech. Największe środki w skali makro wciąż pochłaniają platformy załogowe (samoloty, okręty, czołgi), ale to **amunicja i systemy wsparcia** okazały się piętą achillesową wymagającą nagłych inwestycji. Z kolei segment IT/AI z każdym rokiem zwiększa swój udział, co będzie kształtować przyszłe oblicze konfliktów.

### Kontrakty rządowe i fundusze obronne (UE, NATO)

W odpowiedzi na rosnące potrzeby obronne uruchomiono szereg programów rządowych i funduszy mających wesprzeć finansowanie zbrojeń i innowacji:

- **Europejski Fundusz Obronny (EDF)** – główny fundusz UE na badania i rozwój technologii obronnych. Budżet ~8 mld € (2021–2027). Współfinansuje wspólne projekty przemysłu zbrojeniowego państw UE (np. prace B+R nad dronami, nowymi materiałami, AI). W 2022 r. przyznano dofinansowanie 61 projektom na łączną kwotę 1,2 mld € EDF ma stymulować **kooperację** i uniknąć dublowania prac przez różne kraje.
- **EDIRPA (European Defence Industry Reinforcement through common Procurement Act)** – nadzwyczajne narzędzie UE ustanawiane w 2023 r. z pulą **500 mln €** na lata 2023–24. Jego celem jest **dotowanie wspólnych zamówień** uzbrojenia przez co najmniej 3 państwa członkowskie, co ma przyspieszyć uzupełnianie braków powstałych po przekazaniu sprzętu Ukrainie. EDIRPA pozwoli np. grupie krajów razem kupić partię pocisków czy pojazdów, dzieląc się nimi i korzystając z dofinansowania UE (do 10-15% wartości kontraktu). To pierwszy raz, gdy UE bezpośrednio wspiera finansowo zakup broni.
- **ASAP (Act in Support of Ammunition Production)** – pakiet legislacyjny UE przedstawiony w maju 2023, mający sprostować kryzysowi amunicyjnemu. Przewiduje **1 mld**

€ grantów z budżetu UE (plus 1 mld € pożyczek EBI) na inwestycje w linie produkcji amunicji i rakiet w Europie Środkiej te mają umożliwić szybkie zwiększenie mocy (przez doposażenie fabryk, zatrudnienie dodatkowych zmian, zabezpieczenie surowców) nawet jeśli popyt w przyszłości spadnie. ASAP zakłada też **ułatwienia regulacyjne** – uproszczenie procedur środowiskowych przy rozbudowie zakładów zbrojeniowych, preferencyjne kredyty itp. Dzięki tym działaniom UE planuje wyprodukować i dostarczyć Ukrainie **1 milion pocisków 155 mm w ciągu roku** oraz zbudować zdolności dla własnej obrony

- **Europejski Fundusz Pokoju (EPF)** – choć formalnie poza budżetem UE, to istotny fundusz międzyrządowy, z którego państwa Europy refundują sobie koszty dostarczonej Ukrainie broni. Do końca 2023 r. z EPF wydzielono ~3,6 mld € na rekompensaty dla krajów oddających sprzęt (co de facto finansuje zakupy nowego na ich miejsce). W grudniu 2022 EPF zwiększono do 8 mld €, a w 2023 – do 12 mld € do 2027. To również zachęta finansowa, by kraje przekazywały sprzęt (np. Polska otrzymała już ok. 300 mln € refundacji). Choć EPF nie jest przeznaczony na inwestycje przemysłowe, to w praktyce uwalnia krajowe budżety na kolejne zamówienia.
- **NATO DIANA (Defence Innovation Accelerator for the North Atlantic)** – program akceleracyjny NATO uruchomiony w 2023 r., mający **wyszukiwać i wspierać start-upy** oraz naukowców rozwijających przełomowe technologie podwójnego zastosowania (cywilno-wojskowe) DIANA tworzy sieć ośrodków testowych i inkubatorów w krajach NATO, gdzie wybrane projekty otrzymują dostęp do infrastruktury, mentorów i grantów. Co ważne, równolegle powstał **Fundusz Innowacji NATO** – pierwszy w historii sojuszu wspólny fundusz inwestycyjny, zasilany składkami 22 państw (w tym Polski), dysponujący kwotą **1 mld €** na 15 lat. Będzie on inwestował w firmy rozwijające m.in. sztuczną inteligencję, komputery kwantowe, technologie kosmiczne, nowe źródła energii, materiały i inne kluczowe dla przewagi militarnej w przyszłości. Celem DIANA i funduszu jest przyspieszenie wdrażania innowacji do sił zbrojnych NATO, tak aby zachować przewagę technologiczną nad rywalami (Chiny, Rosja). W ramach wyzwań DIANA na 2024 rok ogłoszono już konkursy dla innowatorów w 5 obszarach, np. **poszukiwanie rozwiązań przeciw dronom, ulepszonych kamuflażu, odporności na zakłócenia elektromagnetyczne** itp.
- **Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych (Polska)** – specjalny **pozabudżetowy fundusz** utworzony Ustawą o obronie Ojczyzny w 2022 r., finansowany głównie z emisji obligacji BGK oraz z zysków NBP. Jego zadaniem jest **finansowanie zakupów uzbrojenia** poza zwykłym budżetem MON. Na 2023–2025 przewidziano dziesiątki miliardów zł z tego funduszu (np. w 2024 planowano 53,5 mld zł) Dzięki temu mechanizmowi Polska może pozwolić sobie na jednorazowe wielkie zakupy (K2, F-35 itp.) bez rozbijania limitów rocznych. Fundusz ten zwiększa jednak zadłużenie państwa (poza statystyką deficytu) – jest więc narzędziem awaryjnym. Podobne rozwiązania rozważają inne kraje – np. Niemcy stworzyły swój fundusz 100 mld €, a Francja planuje fundusz wspólnego finansowania z partnerami europejskimi.

- **Inne inicjatywy:** Warto wspomnieć także o **międzynarodowych funduszach** tworzonych ad-hoc. Przykładem jest *International Fund for Ukraine* – konsorcjum kilku krajów (UK, Norwegia, Niderlandy, Szwecja itp.) składające się na zakupy sprzętu dla Ukrainy (wartość ponad £500 mln). Fundusz ten zamawia np. pojazdy, drony, amunicję bezpośrednio w przemyśle (na początku 2023 ogłoszono kontrakty na ponad 200 mln funtów). Takie mechanizmy wspierają przemysł (gwarantując zamówienia) i jednocześnie wzmacniają sojusznika. Ponadto, na poziomie NATO istnieje **NSPA** – agencja logistyki, przez którą realizowane są wspólne zakupy pewnych kategorii wyposażenia (np. paliwa, części zamiennych) oraz **NATO Security Investment Programme (NSIP)** – fundusz inwestujący w infrastrukturę wojskową Sojuszu (bazy, systemy komunikacji). One również generują kontrakty dla firm budowlanych, IT itp.

Ogólnie, nigdy wcześniej nie było tylu dostępnych środków i programów wspierających zbrojenia w Europie co po 2022 roku. Zarówno UE, NATO jak i rządy krajowe uruchomiły **nietypowe mechanizmy finansowe**, żeby szybko zwiększyć potencjał obronny. Dla firm sektora oznacza to **łatwiejszy dostęp do kapitału i zamówień**, choć wiąże się z wymogiem współpracy (np. przy projektach wspartych z EDF konieczne jest konsorcjum z partnerami zagranicznymi).

### Najwięksi gracze w globalnym sektorze zbrojeniowym

**Koncerny zbrojeniowe:** Światowa branża zbrojeniowa jest dość skoncentrowana – duże kontrakty zgarniają nieliczne korporacje o ugruntowanej pozycji. Wśród **top 10 producentów** uzbrojenia dominują firmy z USA, które korzystają z ogromnego budżetu Pentagonu. Liderem pozostaje **Lockheed Martin** (USA) – producent m.in. samolotów F-35, systemów Patriot/THAAD i wielu innych, z przychodami rzędu 65 mld USD rocznie (2023). Kolejne miejsca zajmują amerykańskie **Raytheon Technologies (RTX)** – specjalista od systemów rakietowych i lotniczych (Patriot, Stinger, silniki lotnicze), **Boeing** (dział obronny: samoloty i śmigłowce wojskowe, rakiety), **Northrop Grumman** (m.in. drony Global Hawk, bombowiec B-21) oraz **General Dynamics** (czołgi Abrams, okręty podwodne itp.) Te pięć amerykańskich firm ma łącznie sprzedaż zbrojeniową ~200 mld USD rocznie – więcej niż całe wydatki obronne Europy. W rankingu **100 największych firm zbrojeniowych** za 2023 r. aż 41 pozycji zajmują firmy z USA, z łącznymi przychodami 317 mld USD (50% listy)

Pierwszą „nie-amerykańską” firmą na liście jest brytyjski **BAE Systems** (6. miejsce), następnie w top10 mieszczą się jeszcze europejskie **Airbus** i **Thales**, a także **Rostec** (rosyjski konglomerat państwowy) i przynajmniej dwie korporacje z **Chin** Chiny mają kilku gigantów, jak AVIC, NORINCO czy CETC, jednak ich dane bywają szacunkowe – produkują głównie na rynek wewnętrzny. Rosyjski Rostec awansował w 2023 dzięki produkcji na wojnę (50% wzrost przychodów) ale sankcje utrudniają mu dostęp do zaawansowanych komponentów. Wśród **100 największych firm** znalazła się również **Polska Grupa Zbrojeniowa (PGZ)** – zajęła 64. miejsce w rankingu SIPRI, z przychodami ok. 1,5 mld USD (wzrost o 9% i awans z 73 miejsca rok wcześniej) To pierwszy raz, gdy polska spółka trafiła do tego prestiżowego zestawienia. Ogółem z Europy na liście jest 27 firm

(nie licząc Rosji) – poza wcześniej wymienionymi także np. Leonardo (Włochy), Rheinmetall (Niemcy), Saab (Szwecja), KMW-Nexter (czołgi Leopard/Leclerc) i inne. Struktura własnościowa bywa różna: w USA prawie wszyscy giganci są prywatni (akcjonariat giełdowy), natomiast w Europie część ma udziały państwowe lub rząd jako głównego klienta (np. Airbus – rządy Francji i Niemiec posiadają akcje, Dassault – kontrolowany przez rodzinę, ale zależny od zamówień rządowych). W Rosji i Chinach sektor jest niemal w całości **państwowy** (korporacje kontrolowane przez rząd, powiązane z armią).

**Najwięksi eksporterzy broni:** Krajami dominującymi w handlu uzbrojeniem są tradycyjnie **USA i Rosja** – jednak udział Rosji drastycznie spadł (wojna ograniczyła zdolności eksportowe). Według danych z lat 2018–2022, Stany Zjednoczone stanowiły ok. **40% światowego eksportu broni**, daleko wyprzedzając innych. Amerykański sprzęt trafia na wszystkie kontynenty (największymi klientami są m.in. Arabia Saudyjska, Japonia, Polska, Australia). **Rosja** do niedawna miała ~20% udziału, głównie dzięki rynkom w Azji (Indie, Chiny, Wietnam) i Afryce, ale od 2022 priorytetem stało się wyposażenie własnej armii – eksport spadł o połowę. Na drugą pozycję awansowała **Francja** (około 11% udziału), która ma imponujące kontrakty na samoloty Rafale (sprzedaż do Indii, Egiptu, Kataru, Grecji) i okręty podwodne. Kolejne miejsca wśród eksporterów zajmują **Chiny** (~5%), **Niemcy** (~4-5%), **Włochy**, **Wielka Brytania**, **Izrael** i **Korea Południowa** – ta ostatnia to wschodząca gwiazda, która dzięki kontraktom z Polską i innymi (czołgi, haubice, samoloty FA-50) awansowała do top10 eksporterów. **Polska** na razie w statystykach SIPRI nie jest czołowym eksporterem (jeszcze w 2021 <0,5% globalnego eksportu), ale to może się zmienić po 2023 wraz z nowymi kontraktami.

**Najwięksi importerzy:** Po stronie importu uzbrojenia dominują państwa, które intensywnie zbroją się z braku własnego przemysłu. Liderem od lat jest **Indie** – ok. 11% globalnego importu (myśliwce, czołgi, okręty głównie z Rosji, Francji, Izraela). Kolejni są wielcy nabywcy z **Bliskiego Wschodu**: **Arabia Saudyjska** (~9,6%), **Katar** (~6,4%), **Egipt**, **ZEA**. Region ten inwestuje petrodolary w najnowocześniejszy sprzęt (samoloty F-15, Rafale, systemy obrony powietrznej, itd.) ze względu na rywalizację i zagrożenie ze strony Iranu. Poza nimi duże zakupy robią **Australia** (modernizacja sił zbrojnych wobec Chin), **Korea Południowa** i **Japonia** (odpowiedź na Północną Koreę i Chiny) – Japonia np. zdecydowała się kupić pociski Tomahawk i zwiększyć budżet do 2% PKB. **Ukraina** stała się szczególnym przypadkiem – z importera marginalnego awansowała w 2022–23 do ścisłej czołówki (otrzymując gigantyczne dostawy broni od zachodnich partnerów o wartości kilkudziesięciu mld USD).

Podsumowując, **globalny rynek zbrojeniowy skupia się wokół kilku potęg przemysłowych** (USA, Europa Zach., Rosja, Chiny) oraz dynamicznie rosnących nowych graczy (Korea Płd., Turcja, Izrael). Jednocześnie popyt generują głównie regiony zagrożone konfliktami – Europa Wsch., Bliski Wschód, Azja Wsch./Południowa. Po 2022 układ ten nieco się zmienił – spadła rola Rosji, wzrosła znacząco rola USA i Europy jako dostawców broni dla nowych odbiorców.

### **Wpływ zagrożeń geopolitycznych na sektor**

Obecna sytuacja geopolityczna – naznaczona kilkoma poważnymi kryzysami – działa jak katalizator rozwoju sektora zbrojeniowego. **Wojna rosyjsko-ukraińska** jest oczywiście głównym

czynnikiem: obawa przed agresją Rosji zjednoczyła NATO i skłoniła państwa do pilnego wzmacniania obronności. **Europa Środkowo-Wschodnia** (Polska, kraje bałtyckie, Finlandia, Rumunia) zwiększa wydatki o dziesiątki procent rocznie, uzupełniając arsenały nowym sprzętem. **Niemcy** ogłosiły wspomnianą *Zeitenwende*, porzucając politykę minimalizmu obronnego. **Szwecja i Finlandia** porzuciły neutralność i dołączają do NATO, co również wymaga modernizacji ich sił zbrojnych według standardów sojuszu. **Ukraina** z kolei stała się poligonem, na którym testowane są masowo nowoczesne (i starsze) systemy – wnioski z tych doświadczeń kierują teraz planami zakupowymi innych państw (np. ogromna skuteczność HIMARS zwiększyła zainteresowanie artylerią raketową w wielu armiach). Zagrożenie ze strony Rosji ma także wymiar globalny – zwiększa eksport broni z USA do sojuszników (np. do Bliskiego Wschodu, aby zabezpieczyć ich przed potencjalnym kryzysem surowcowym czy wpływami Moskwy).

Drugim czynnikiem są **napięcia na Indo-Pacyfiku**. **Chiny** w ostatnich latach rozbudowały siły zbrojne w niespotykanym tempie – flota chińska jest już największa na świecie pod względem liczby okrętów, rozwijane są zdolności do ewentualnej operacji przeciw Tajwanowi. To wywołuje reakcję **USA** (przenoszenie ciężaru militarnego do Azji, programy AUKUS – dostarczenie Australii okrętów podwodnych o napędzie atomowym), a także pobudza zbrojenia u sojuszników: **Japonia** planuje do 2027 podwoić budżet obronny (zakupy myśliwców, rakiet, modernizacja marynarki), **Korea Płd.** inwestuje w tarczę przeciwraketową i broń konwencjonalną ofensywną, **Tajwan** kupuje w USA na potęgę (systemy obrony powietrznej, lotnictwo) i zwiększa produkcję własnych rakiet. Region Azji staje się drugim, obok Europy, frontem wyścigu zbrojeń – co z kolei nakręca globalną sprzedaż sprzętu (amerykańskiego, europejskiego, ale także rosyjskiego i chińskiego do ich sojuszników).

Na **Bliskim Wschodzie** rosnące zagrożenie ze strony **Iranu** (program raketowy i nuklearny) oraz destabilizacja (wojna w Jemenie, Syria, groźba odrodzenia ISIS) spowodowały, że kraje Zatoki Perskiej inwestują w najnowsze technologie. Arabia Saudyjska, ZEA, Katar kupują m.in. systemy THAAD, Patriot, myśliwce F-15QA i F-35, a nawet rozważają programy własnych dronów i pocisków. **Izrael** utrzymuje najwyższą gotowość – niedawny wybuch wojny z Hamasem (2023) pokazał, że nawet zaawansowane systemy muszą być stale rozwijane (Iron Dome zużyła większość interceptorów, co generuje nowe zamówienia). Iran przekazujący drony Rosji spowodował, że Ukraina stała się obszarem pośredniej rywalizacji bliskowschodniej technologii (izraelskie środki walki radioelektronicznej kontra irańskie drony).

Nie można zapomnieć o regionie **Indie–Pakistan** – tam również od lat trwa wyścig zbrojeń, choć przyćmiony obecnie przez inne teatry. **Indie** widząc sojusz Chin z Pakistanem, zacieśniają współpracę wojskową z USA, Francją, Izraelem – skutkuje to zakupami (np. zestawy S-400 z Rosji, Rafale z Francji, planowany zakup myśliwców morskich F/A-18 lub Rafale-M). Z kolei **Turcja** (geopolitycznie unikalny gracz) prowadzi bardziej niezależną politykę – sama inwestuje w swój przemysł (czołg Altay, drony Bayraktar, śmigłowce T-129, myśliwiec TF-X). Jednak i ona zareagowała na wojnę – ociepliła relacje z NATO, co zaowocowało np. zamówieniem F-16 i modernizacją floty po okresie sankcji za S-400.

Wszystkie te **zagrożenia geopolityczne zwiększyły popyt** na sprzęt i usługi obronne. Ponadto czynniki takie jak **terroryzm** czy niestabilność w Afryce (zamachy stanu, obecność Wagnerowców)

motywują kraje do dozbrajania swoich armii lub wspierania sprzymierzeńców. Przykładowo Europa zaczęła bardziej inwestować w misje **na flance południowej** – Francja dostarcza broń do Afryki, by przeciwdziałać wpływom Rosji i ekstremistów. **USA** zwiększyły obecność wojskową w Europie (ponad 100 tys. żołnierzy) i Azji, co pociąga za sobą zapotrzebowanie na infrastruktury, bazy, zaopatrzenie – korzystają na tym firmy z sektora (kontrakty na obsługę baz, transport, dostawy żywności, itp.).

Wszystko to razem tworzy obraz **świata w erze ponownej rywalizacji mocarstw**, gdzie wydatki wojskowe są postrzegane jako konieczność, a nie wybór. Dla przemysłu oznacza to raczej stabilny popyt w przewidywalnej przyszłości. Oczywiście ewentualny kres wojny w Ukrainie może nieco wyhamować gorączkę zbrojeń (część polityków będzie chciała wrócić do wydatków na cele społeczne), ale z drugiej strony wiele zmian ma charakter trwały – Rosja pozostanie zagrożeniem, Chiny też. Wraz z rosnącą nieprzewidywalnością świata (zmiany klimatyczne mogą wywoływać nowe konflikty o zasoby, migracje) popyt na bezpieczeństwo będzie wysoki.

### Zmiany legislacyjne i regulacyjne (UE, Polska)

Aby dostosować się do nowej rzeczywistości, równolegle do nakładów finansowych **wprowadzono zmiany w prawie** na poziomie krajowym i unijnym, ułatwiające rozwój sektora zbrojeniowego:

- **Unia Europejska:** Traktatowo polityka obronna leży w gestii państw członkowskich, ale presja sytuacji sprawiła, że podjęto bezprecedensowe kroki. Komisja Europejska zaproponowała **poluzowanie reguł pomocy publicznej** dla projektów obronnych – co pozwala rządowi subsydiować firmy zbrojeniowe (np. we Francji ulgi podatkowe dla inwestujących w produkcję amunicji). Wprowadza się też **ułatwienia proceduralne**: uproszczono prawo zamówień publicznych dla pilnych potrzeb wojskowych (można z wolnej ręki kupować sprzęt bez długich przetargów). Ponadto EDA (Europejska Agencja Obrony) koordynuje teraz niektóre wspólne zakupy, co wcześniej należało do rzadkości. W marcu 2024 Komisja przyjęła **Europejską Strategię Przemysłu Obronnego (EDIS)** – dokument strategiczny nakreślający reformy strukturalne, np. zmniejszanie fragmentacji produkcji i standaryzację wyposażenia w Europie. Zakłada on też docelowo rewizję regulacji eksportowych – by ułatwić transfer sprzętu wewnątrz UE i do krajów zaprzyjaźnionych. Wreszcie, UE stara się pogodzić przepisy rynku wewnętrznego z sektorem obronnym: art. 346 TFUE umożliwia wyłączenie zamówień obronnych spod zasad konkurencji (kraj może preferować własne firmy ze względu na bezpieczeństwo), ale jednocześnie promuje się dobrowolnie konkurencję transgraniczną (np. poprzez wymóg, by część dużego kontraktu była zrealizowana we współpracy z innym krajem UE). Te działania mają na celu **wzmocnienie europejskiej bazy przemysłowo-obronnej (EDTIB)** i redukcję importu spoza UE. Warto tu wspomnieć, że USA początkowo dopingujące Europę do zbrojeń, mogą paradoksalnie odczuć skutki – jeśli Europa ograniczy import amerykańskiej broni dzięki rozwojowi własnych zdolności, uszczupli to zyski amerykańskiego przemysłu.

- **Polska:** Ustawa o obronie Ojczyzny (2022) nie tylko zwiększyła finansowanie, ale wprowadziła także **reformy instytucjonalne**. Zlikwidowano Wojskowe Oddziały Gospodarcze, uproszczono struktury dowodzenia (oddzielenie dowodzenia strategicznego od operacyjnego), utworzono nowe rodzaje wojsk (Wojska Obrony Cyberprzestrzeni). Dla przemysłu ważne jest, że ustawa **umożliwiła szybkie zakupy w trybie pilnej potrzeby operacyjnej** – np. zakupy K9 i K2 odbyły się bez klasycznego przetargu, na mocy porozumień międzyrządowych. Ustawa powołała też wspomniany Fundusz Wsparcia SZ, dając elastyczność finansową. Ponadto Polska wdrożyła **procedury offsetowe** – duże kontrakty zagraniczne są negocjowane wraz z pakietami offsetu przemysłowego (np. przy Abramsach offset dotyczy serwisu w Polsce, przy Patriotach – transfer technologii PAC-3 MSE, przy FA-50 Korea tworzy centrum serwisowe w Dęblinie). Rząd w 2023 r. stworzył też specjalny zespół ds. *Polonizacji* sprzętu – by każdy zakup zawierał jak największy udział polskich firm. W zakresie eksportu broni, uproszczono nieco procedury uzyskiwania pozwoleń dla firm oraz powołano międzyresortowy zespół ds. promocji eksportu (we współpracy z MSZ). Ogólnie polskie prawo od 2022 stało się bardziej **przyjazne przemysłowi obronemu** – z jednej strony daje zamówienia (gwarancja min. 3% PKB), z drugiej zmniejsza biurokrację (np. szybka ścieżka zakupowa dla kluczowych potrzeb, możliwość zlecania produkcji z wolnej ręki spółkom Skarbu Państwa).
- **NATO:** Sojusz jako organizacja nie tworzy prawa, ale uzgadnia **doktryny i standardy**, które wpływają pośrednio na przemysł (np. standaryzacja kalibrów, interoperacyjność). Po 2022 r. NATO zmieniło retorykę odnośnie wydatków – słynne zobowiązanie 2% PKB z 2014 r. (Walia) stało się teraz „**minimum 2%**” – formalnie potwierdzono to w Madrycie 2022 i Wilnie 2023. To polityczny sygnał: presja na wydatki będzie stała. NATO aktualizuje też plany obronne, wymagając od krajów określonych zdolności – co wymusza inwestycje w brakujące elementy (np. NATO zauważyło niedostatki obrony powietrznej i logistyki – stąd programy typu Sky Shield). Dla regulacji ważne jest też zapewnienie **kompatybilności sprzętu** – dlatego np. w Europie Środkowej planuje się wspólne zakupy, by uniknąć zbyt wielu typów (np. czołgi Leopard/Abrams zamiast mieszanki z różnych państw). NATO DIANA i fundusz innowacji to również nowe instrumenty quasi-regulacyjne – kierują strumień środków VC do konkretnych technologii, co może spowodować powstanie standardów NATO-wskich (np. protokoły komunikacji dronów, itp.).
- **Inne zmiany prawne na świecie:** W USA uchwalono kolejne akty przyspieszające pewne projekty – np. *FAA Reauthorization Act 2023* zawiera przepisy przyspieszające certyfikację dronów wojskowych, a *Defense Production Act* został użyty do stymulacji produkcji rakiet (rząd może wymuszać priorytetowe dostawy dla firm zbrojeniowych kosztem cywilnych zamówień). Japonia zniósła część własnych restrykcji eksportu broni (historycznie nie eksportowała uzbrojenia – teraz to poluzowano, by japońskie firmy mogły sprzedawać sprzęt sojusznikom). Niemcy zmieniły podejście do eksportu – rząd Scholza zgodził się np. na reeksport czołgów Leopard przez państwa trzecie, co dawniej było tabu. Wiele krajów aktualizuje swoje **strategie bezpieczeństwa i akty prawne**, by dostosować je do nowej sytuacji (np. neutralna Szwajcaria debatuje nad umożliwieniem reeksportu swojej broni,

Finlandia zmieniała prawo by móc gościć wojska NATO). Te wszystkie regulacje w sumie tworzą bardziej **elastyczne otoczenie** dla sektora zbrojeniowego – łatwiej jest pozyskać fundusze, uruchomić produkcję, sprzedać broń sojusznikowi, czy prowadzić badania.

### **Perspektywy rynku i wnioski dla przyszłości (np. firmy ZSP Niewiadów)**

**Perspektywy globalne:** W najbliższych latach rynek zbrojeniowy prawdopodobnie utrzyma tendencję wzrostową. Popyt napędzają czynniki długoterminowe – rywalizacja mocarstw (USA, Chiny, Rosja), niestabilność w różnych regionach oraz modernizacja technologiczna (wprowadzanie nowych generacji uzbrojenia, które zastępują stare). Według prognoz, wydatki obronne państw NATO w Europie mogą rosnąć średnio o ~5% rocznie do końca dekad a wiele krajów będzie korygować budżety w górę aż osiągną (lub przekroczą) 2% PKB. Oznacza to stały **dopływ zamówień** dla przemysłu. Duże koncerny już mają portfele zamówień zapełnione na kilka lat naprzód i przyjmują kolejne (np. wspomniane 200 mld € backlogu europejskich firm) Można mówić o **supercyklu obronnym** – podobnym do tego z lat 50. (Zimna Wojna) czy 80. (wyścig zbrojeń Reagana i odpowiedź ZSRR). Różnica jest taka, że obecnie więcej graczy uczestniczy w tej „fali”: oprócz Zachodu i Rosji, także Azja (Chiny, Indie, Korea itd.) ma ogromne budżety. To oznacza, że **globalny rynek broni może przekroczyć 3 bln USD rocznie przed 2030 r.**, jeśli trend się utrzyma.

**Struktura rynku może się zmieniać:** Udział USA jako dostawcy może nieco spaść (gdy Europa i inni zwiększą własną produkcję), ale i tak pozostanie dominujący eksporterem. Rosja zapewne będzie tracić tradycyjne rynki zbytu (Indie już bardziej skłaniają się ku Zachodowi), co robi miejsce np. dla Turcji czy Chin w krajach rozwijających się. **Nowe technologie** (np. drony, AI) dają szansę mniejszym firmom i państwom wejść na rynek niszowy – spodziewany jest wysyp lokalnych producentów dronów, amunicji krążącej, robotyki wojskowej. Jednak kluczowe systemy (lotnictwo załogowe, okręty podwodne, obrona przeciwrakietowa) pozostaną domeną największych graczy z uwagi na koszty R&D. W przyszłości możemy zobaczyć **większą współpracę międzynarodową** przy najdroższych programach – np. myśliwiec 6. generacji powstaje w konsorcjum (USA-UK-Australia w programie Tempest i osobno Francja-Niemcy-Hiszpania w FCAS). Podobnie nowe czołgi, systemy kosmiczne czy satelity rozpoznawcze będą częściej tworzone wspólnie, by dzielić koszty. To z jednej strony zmniejszy liczbę konkurencyjnych ofert (bo kraje łączą siły zamiast rywalizować), ale z drugiej strony standardy mogą się ujednolicić, co sprzyja późniejszemu handlowi i interoperacyjności.

**Perspektywy w Europie i Polsce:** Europejski przemysł zbrojeniowy stoi przed szansą odbudowy pozycji – przy wsparciu politycznym i finansowym może znacząco zwiększyć moce produkcyjne i innowacyjność. Jeśli założenia strategii EDIS się powiodą, do 2030 r. Europa będzie zaspokajać lwią część własnych potrzeb obronnych własnymi siłami. To oznacza **wiele pracy dla firm** w UE: zarówno dużych, jak i setek mniejszych kooperantów. Wiele polskich firm może stać się poddostawcami w europejskich programach (np. producent ciężarówek Jelcz uczestniczy w projektach międzynarodowych, PGZ może wejść do konsorcjum np. przy europejskiej obronie powietrznej). **Polska** zaś, z jednym z największych budżetów w Europie, będzie przyciągać inwestycje zagraniczne – już widać zainteresowanie (np. brytyjski MBDA chce budować u nas zakłady, koreański Hanwha tworzy spółki joint-venture z PGZ). To oznacza transfer technologii



i unowocześnienie krajowej bazy przemysłowej. Firmy takie jak **ZSP Niewiadów** mają szansę urosnąć z poziomu lokalnego do liczącego się producenta regionalnego, jeśli wykorzystają sprzyjający moment. **Amunicja 155 mm** jest dobrym przykładem niszy, gdzie popyt w Europie przekracza podaż – każdy nowy gracz zdolny produkować np. 50-100 tys. sztuk rocznie znajdzie odbiorców (czy to w WP, czy w ramach wspólnych zakupów UE). Trzeba jednak brać pod uwagę konkurencję – Czechy (np. Czechoslovak Group) i Słowacja również inwestują w fabryki amunicji, a tradycyjni producenci (Nexter we Francji, Nammo w Skandynawii) też zwiększają moce. Możliwe, że w Europie dojdzie do **przetasowań i konsolidacji**: mniejsze zakłady mogą łączyć siły lub być przejmowane przez większe koncerny, aby sprostać skali zamówień. Dla Niewiadowa oznacza to, że jeśli odniosą sukces w uruchomieniu produkcji, mogą stać się celem partnerstwa strategicznego (np. z PGZ lub zagranicznym inwestorem) – co z punktu widzenia wyceny spółki jest korzystne, bo podnosi jej wartość.

**Innowacje i przyszłe konflikty:** Sektor zbrojeniowy coraz bardziej będzie przenikał się z sektorem wysokich technologii. Już teraz firmy z branży IT czy motoryzacyjnej angażują się w projekty wojskowe (np. Tesla – satelity Starlink dla komunikacji, Microsoft – usługi chmurowe dla Pentagonu). Możemy spodziewać się, że **robotyzacja pola walki** postąpi – więcej autonomicznych pojazdów lądowych, roje dronów, zastosowania AI w dowodzeniu. To rodzi nowe rynki zbytu: dla firm programistycznych, producentów sensorów, firm z sektora kosmicznego (satelity obserwacyjne). W Polsce np. grupa WB jest liderem w dronach, a inne firmy (PIAP, APS) robią roboty saperskie i rozpoznawcze – mają one szansę rozwinąć skrzydła dzięki finansowaniu z MON i być może wsparciu NATO (np. program DIANA). **Cyberobrona** to kolejny segment, gdzie powstanie wiele produktów – od oprogramowania szyfrującego, po symulatory cyberataków. Dla tradycyjnych producentów broni to wyzwanie, by nadażyć za rewolucją technologiczną – możliwe, że będą przejmować start-upy (np. Rafael kupuje firmy dronowe) lub tworzyć działy AI.

**Ryzyka:** Oczywiście sektor zbrojeniowy nie jest pozbawiony ryzyk. Politycznie – zmiana rządów na mniej skłonne do wydatków mogłaby zahamować wzrost (choć wydaje się mało prawdopodobne całkowite odwrócenie trendu w obecnym środowisku zagrożeń). Ekonomicznie – recesja lub kryzys finansów publicznych mógłby wymusić cięcia w budżetach (np. gdyby nastąpiło załamanie gospodarcze, wydatki wojskowe mogą zostać zamrożone). Już teraz inflacja i wysokie stopy procentowe powodują, że programy zbrojeniowe drożeją, co może ograniczyć realnie kupowaną ilość sprzętu mimo rosnących kwot. Dla firm jak Niewiadów, wyzwaniem będzie **zapewnienie ciągłości zamówień po okresie szczytowego popytu**. Za kilka lat, gdy magazyny zostaną wypełnione, zamówienia na amunicję mogą spaść i trzeba będzie konkurować ceną i jakością. Ważne będzie dywersyfikowanie asortymentu (np. produkcja nie tylko 155 mm, ale i innych kalibrów, materiały wybuchowe dla górnictwa cywilnego itp.).

Niemniej, obecnie kierunek jest jasny – **wydatki na obronność będą priorytetem** dla większości rządów w przewidywalnej przyszłości. Słowami sekretarza generalnego NATO: **“2% PKB to podłoga, a nie sufit”**. Wymusza to rozbudowę zdolności przemysłu zbrojeniowego. Dla inwestorów oznacza to atrakcyjne możliwości – sektor, który historycznie był stabilny lub malejący w okresie pokoju, teraz oferuje **wysokie stopy wzrostu** i gwarancje polityczne. Firmy zbrojeniowe notują rekordowe wyceny, co potwierdza trend (indeks akcji spółek obronnych w Europie

przewyższa szeroki rynek o ~45% pod względem wskaźników cena/zysk Przedsiębiorstwo takie jak ZSP Niewiadów, działające w produkcji i handlu amunicją – segmencie kluczowym dla bezpieczeństwa państwa – ma szanse zwiększyć swoją wartość kilkukrotnie, jeśli zrealizuje plany inwestycyjne i zdobędzie kontrakty rządowe. **Operat szacunkowy** powinien brać pod uwagę ten wyjątkowo sprzyjający kontekst rynkowy: trwały wzrost popytu, wsparcie instytucjonalne (fundusze UE/NATO) oraz ograniczoną konkurencję w newralgicznych obszarach (amunicja dużego kalibru). Przy odpowiednim zarządzaniu ryzykami, perspektywy dla rynku zbrojeniowego w nadchodzących latach pozostają **bardzo korzystne**, a firmy nim objęte – dobrze rokujące na przyszłość.

### Bibliografia (źródła):

1. SIPRI – **Trends in World Military Expenditure 2023** (raport, dane wydatków globalnych)
2. Bankier.pl – „Świat wydaje coraz więcej na broń. Europejska branża zbrojeniowa w superhossie” (M. Kubicki, 26.04.2024) – analiza wzrostu wydatków 2023, dane SIPRI, komentarz do rynku akcji
3. Obserwator Finansowy – „Nowa strategia dla europejskiego sekt

#### Źródła dodatkowe

- SIPRI, „Trends in World Military Expenditure 2023”, Sztokholm, 2024.
- SIPRI, „International Arms Transfers Database”, raport z marca 2024.
- SIPRI, „Top 100 Arms-producing and Military Services Companies, 2023”, raport SIPRI, grudzień 2023.
- Fitch Ratings, „European Defence Sector Outlook 2024”, Fitch Ratings, Londyn, grudzień 2023.
- Komisja Europejska, „European Defence Industry Reinforcement through common Procurement Act (EDIRPA)”, 2023.
- Komisja Europejska, „Act in Support of Ammunition Production (ASAP)”, marzec 2023.
- Komisja Europejska, „Europejski Fundusz Obronny (EDF) – raport roczny 2023”, Bruksela, 2024.
- Komisja Europejska, „Europejska Strategia Przemysłu Obronnego (EDIS)”, Bruksela, marzec 2024.
- Bankier.pl, Michał Kubicki, „Świat wydaje coraz więcej na broń. Europejska branża zbrojeniowa w superhossie”, kwiecień 2024.
- NATO, „NATO Innovation Fund and Defence Innovation Accelerator for the North Atlantic (DIANA)”, raport programowy 2023.
- Defence24.pl, „Rekordowe wydatki na obronność Polski w 2023 roku. Jesteśmy liderem NATO”, grudzień 2023.
- Defence24.pl, „Modernizacja Wojska Polskiego – najważniejsze zakupy zbrojeniowe 2022-2023”, podsumowanie, grudzień 2023.
- PGZ S.A., „Raport Roczny 2023”, Polska Grupa Zbrojeniowa, Warszawa, 2024.
- Grupa WB, „Raport Roczny 2023”, Warszawa, 2024.
- Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów, „Komunikat prasowy: Rozwój produkcji amunicji artyleryjskiej kal. 155 mm”, marzec 2025.
- Obserwator Finansowy, „Nowa strategia dla europejskiego sektora obronnego: większa współpraca i zwiększone wydatki”, marzec 2024.
- Komisja Europejska, „Europejski Fundusz Pokoju (EPF) – dane i raporty za 2023 rok”, Bruksela, styczeń 2024.
- NATO, „Raport roczny Sekretarza Generalnego NATO za 2023 rok”, Bruksela, marzec 2024.
- Financial Times, „Defence industry set for decade-long boom as Europe rearms”, luty 2024.
- Reuters, „Global arms spending hits record as war in Ukraine spurs European military budgets”, kwiecień 2024.

## 7. WYBÓR PODEJŚCIA I METODY WYCENY

W zakresie wyceny przedsiębiorstw na potrzeby wszelkich wyliczeń i metodologii, autor posłużył się Standardami Zawodowymi Rzeczników Majątkowych. Standardy te są – na dzień sporządzenia opracowania – jedynymi krajowymi usankcjonowanymi przepisami, które przedstawiają metodykę wyceny. Posłużono się zatem tzw. standardami zawodowymi opracowanymi w ramach grupy rzeczoznawców majątkowych, a dokładnie Krajowym Standardem Wyceny Specjalistycznym (KSWS) „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”, wydanym przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych.

Zgodnie z powyższym, w wycenie przedsiębiorstwa wyróżniamy trzy fundamentalne podejścia:

- majątkowe,
- dochodowe,
- porównawcze.

**Podejście majątkowe** (ang. *Asset-Based Approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa poprzez wartość jego aktywów pomniejszonych o pasywa obce.

Metody majątkowe oparte są na wycenie poszczególnych składników aktywów i pasywów obcych. Nie uwzględniają synergii pomiędzy składnikami przedsiębiorstwa, związanych z ich zorganizowanym wykorzystaniem.

W wycenie należy uwzględnić aktywa oraz zobowiązania pozabilansowe.

Do majątkowych metod wyceny zalicza się w szczególności:

- Metodę wartości skorygowanych aktywów netto (ang. *Adjusted Net Asset Method*)
- Metodę wartości likwidacyjnej (ang. *Liquidation Value Method*)
- Metodę wartości odtworzeniowej (ang. *Replacement Value Method*).

W przypadku przyjęcia założenia likwidacji działalności stosowana jest metoda wartości likwidacyjnej.

**Podejście dochodowe** (ang. *Income Approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa w oparciu o strumienie przyszłych dochodów ekonomicznych zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu (kosztem zaangażowanego kapitału).

Do dochodowych metod wyceny zalicza się między innymi:

- Metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (ang. *Discounted Cash Flows*) - która może opierać się na przepływach przynależnych właścicielom - FCFE (ang. *Free Cash Flows to Equity*) lub przepływach przynależnych wszystkim stronom finansującym: właścicielom i wierzycielom - FCFF (ang. *Free Cash Flows*)
- Metodę zdyskontowanych zysków (ang. *Discounted Future Earnings Method*).
- Metodę zdyskontowanych dywidend (ang. *Discounted Dividends Method*).

Okres projekcji dochodów ekonomicznych (prognozy finansowej) powinien wynikać z następujących uwarunkowań:

- a. w przypadku przedsiębiorstw, których funkcjonowanie z założenia jest ograniczone w czasie, projekcja powinna pokrywać się z okresem planowanej działalności.

- b. w przypadku założenia kontynuacji działalności przedsiębiorstwa w nieograniczonym czasie, projekcja powinna obejmować okres poprzedzający fazę pełnej dojrzałości działalności operacyjnej charakteryzującą się osiągnięciem stabilnych dochodów.

Wynik wyceny metodą dochodową należy skorygować o aktywa i pasywa nieuwzględnione w prognozowanej działalności operacyjnej.

Kluczowymi aspektami w podejściu dochodowym jest określenie strumieni dochodów ekonomicznych i właściwego dla danego strumienia dochodu kosztu kapitału.

**Podejście porównawcze** (ang. *Market Approach*) obejmuje grupę metod wyceny polegających na określeniu wartości przedsiębiorstwa przez porównanie go z innymi. Podejście bazuje na cenach transakcyjnych uzyskanych na warunkach rynkowych. Podstawowym zagadnieniem jest wybór przedsiębiorstw porównywalnych oraz mierników ekonomiczno-finansowych (mnożników porównawczych).

Dobór przedsiębiorstw porównywalnych powinien zostać uzasadniony. Przedsiębiorstwa porównywalne powinny należeć do tego samego sektora lub jego części.

W szczególnych przypadkach można odnieść się do przedsiębiorstw z sektorów pokrewnych, uzasadniając wybór.

Mnożniki porównawcze wykorzystywane w wycenie opierają się na kluczowych wielkościach ekonomiczno-finansowych opisujących potencjał dochodowy i majątkowy przedsiębiorstwa.

Wyróżnić można trzy rodzaje mnożników wynikające z kapitału własnego i długu:

- Mnożniki oparte na wartości rynkowej pochodzące z transakcji z rynku publicznego lub transakcji prywatnych; np. P/E, P/BV.
- Mnożniki oparte na wartości całego przedsiębiorstwa, tj. kapitału własnego i długu; np. EV/EBIT (ang. *Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes*), EV/EBITDA (ang. *Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*).
- Mnożniki oparte na charakterystycznych dla danego sektora wielkościach; np. EV/liczby hektolitrow piwa, EV/liczby subskrybentów, EV/liczby aktywnych codziennie użytkowników portalu (ang. *unique users*).

Wycena oparta na mnożnikach sektorowych nie może stanowić jedynej metody wyceny.

Zasady wyceny przy zastosowaniu metod porównawczych:

1. Dane na temat przedsiębiorstw stanowiących bazę porównawczą, powinny być wiarygodne, a dane dotyczące cen aktualne na datę wyceny.
2. Zastosowanie mnożników powinno być spójne poprzez przeprowadzenie obliczeń w ten sam sposób dla wycenianego przedsiębiorstwa i dla przedsiębiorstw porównywalnych.
3. Ze względu na różnice pomiędzy udziałami w wycenianym przedsiębiorstwie, a udziałami w przedsiębiorstwach porównywalnych, konieczne jest dokonanie odpowiednich korekt z tytułu kontroli, płynności i wielkości.

4. W uzasadnionych przypadkach należy dokonać korekty danych finansowych przedsiębiorstwa wycenianego lub przedsiębiorstw porównywalnych o elementy nieoperacyjne, nadzwyczajne i o charakterze jednorazowym oraz inne czynniki zaburzające porównywalność.

W ocenie autora, nie jest zasadnym zastosowanie w przedmiotowej wycenie podejścia porównawczego, z uwagi na brak dostępnych informacji o podobnych podmiotach i transakcjach. Nie zaobserwowano transakcji, które mogłyby być dokonane przedsiębiorstwami zakwalifikowanymi jako podobne.

Odstąpiono również od metody w podejściu dochodowym, z racji tego, że spółka jest względnie nowopowstała (2023r.), jak i nie prowadzi stricte operacyjnej działalności, a jest spółką holdingową. W opinii autora miarodajnym jest wyłącznie wycena przedsiębiorstwa **w podejściu majątkowym**. W ramach wyceny zastosowano **metodę skorygowanych aktywów netto**.

## **8. RODZAJ OKREŚLANEJ WARTOŚCI**

W zależności od celu wyceny, kontekstu i metodologii można wyróżnić różne rodzaje wartości przedsiębiorstwa. Poniżej przedstawiono podstawowe kategorie wartości przedsiębiorstwa zgodnie z obowiązującymi standardami wyceny.

### **1. Wartość rynkowa (Market Value)**

Jest to najbardziej powszechnie stosowany rodzaj wartości, określający cenę, jaką dany podmiot mógłby uzyskać na rynku w warunkach konkurencyjnych i przy założeniu racjonalnego działania stron transakcji. Wartość rynkowa odzwierciedla aktualne warunki gospodarcze oraz popyt i podaż.

### **2. Wartość godziwa (Fair Value)**

Wartość godziwa to wartość szacunkowa określona na podstawie rzetelnych danych rynkowych oraz przyjętych standardów rachunkowości. Jest stosowana m.in. w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) oraz krajowych przepisach rachunkowych. Wartość godziwa niekoniecznie jest tożsama z wartością rynkową, gdyż może być określana w warunkach specyficznych dla konkretnej transakcji.

### **3. Wartość księgowa (Book Value)**

Wartość księgowa to wartość aktywów netto przedsiębiorstwa wynikająca z bilansu. Jest obliczana jako różnica między aktywami a zobowiązaniami jednostki gospodarczej. Nie zawsze odzwierciedla rzeczywistą wartość rynkową, gdyż w wielu przypadkach nie uwzględnia wartości niematerialnych i prawnych czy różnic wynikających z wyceny historycznej.

### **4. Wartość likwidacyjna (Liquidation Value)**

Jest to wartość przedsiębiorstwa określona w sytuacji, gdy zakładana jest jego likwidacja. Uwzględnia dochody możliwe do uzyskania ze sprzedaży aktywów oraz pokrycie zobowiązań, zazwyczaj przy założeniu szybkiej sprzedaży, co może skutkować niższą wyceną niż wartość rynkowa.

### **5. Wartość odtworzeniowa (Replacement Value)**

Odnosi się do kosztu odtworzenia przedsiębiorstwa lub jego poszczególnych aktywów, czyli kosztów ich nabycia lub wyprodukowania na nowo, z uwzględnieniem aktualnych cen rynkowych. Stosowana jest m.in. w wycenie ubezpieczeniowej oraz analizie inwestycyjnej.

### **6. Wartość wewnętrzna (Intrinsic Value)**

Jest to wartość przedsiębiorstwa obliczana na podstawie zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF – Discounted Cash Flow). Wartość wewnętrzna koncentruje się na potencjale

generowania dochodu przez przedsiębiorstwo w przyszłości i jest często stosowana przez inwestorów w analizie fundamentalnej.

## 7. Wartość inwestycyjna (Investment Value)

Wartość inwestycyjna odnosi się do specyficznej wartości dla konkretnego inwestora, uwzględniając jego indywidualne oczekiwania, strategię inwestycyjną oraz potencjalne korzyści z posiadania danego przedsiębiorstwa. Może się różnić od wartości rynkowej w zależności od sytuacji inwestora.

## 8. Wartość użytkowa (Use Value)

Odnosi się do wartości, jaką przedsiębiorstwo posiada dla obecnego właściciela na podstawie jego zdolności do generowania dochodów i innych korzyści. Może być istotna w kontekście decyzji o kontynuacji działalności lub sprzedaży przedsiębiorstwa.

## 9. Wartość synergiczna (Synergistic Value)

Wartość synergiczna występuje, gdy przedsiębiorstwo może osiągnąć dodatkowe korzyści w wyniku połączenia z innym podmiotem, np. poprzez fuzję lub przejęcie. Synergie mogą wynikać z efektów skali, dostępu do nowych rynków lub optymalizacji kosztów.

## 10. Wartość podatkowa (Tax Value)

Wartość stosowana w celach podatkowych, określana zgodnie z przepisami prawa podatkowego, np. dla potrzeb amortyzacji, rozliczeń podatkowych czy ustalania podstawy opodatkowania w transakcjach kapitałowych.

## Podsumowanie

Rodzaj wartości przedsiębiorstwa zależy od kontekstu wyceny, celu transakcji oraz przyjętych standardów rachunkowości i prawa gospodarczego. W praktyce stosuje się różne metody wyceny, które mogą prowadzić do odmiennych wyników w zależności od perspektywy inwestora, rynku lub specyfiki działalności firmy. Właściwe dobranie podejścia do wyceny jest kluczowe w procesach decyzyjnych związanych z zarządzaniem i strategią przedsiębiorstwa.

W opinii autora opracowania, uwzględniając fakt, że koncepcja działania **przedsiębiorstwa**, dotyczy przede wszystkim możliwości uzyskiwania przyszłych korzyści majątkowych (w formie prawdopodobnie dywidend) oraz że będzie ona wykorzystywana na rzecz tematów w zakresie M&A to należy uwzględnić wyłącznie jej **wartość godziwą**.

**9. OKREŚLENIE WARTOŚCI**

Zgodnie z wcześniejszymi założeniami wycena będzie przeprowadzana w:

- **podejściu majątkowym, metodą skorygowanych aktywów netto**
- **w celu określenia wartości godziwej,**
- **na potrzeby M&A**

W pierwszej kolejności w przedmiotowej wycenie należy zestawić ze sobą okresy historyczne sprawozdań, w których podmiot prowadził działalność. Niemniej z racji tego, że jedyny wartościotwórczym aktywem w spółce są udziały podmiotu ZSP Niewiadów sp. z o., w opinii autora opracowania zasadnym jest, co przedstawienie wyników historycznej właśnie tego podmiotu, co przedstawiają następujące tabele:

Rachunek zysków i strat		Dane historyczne			
		2021	2022	2023	12/2024
<b>A</b>	<b>Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:</b>	<b>2 113 693,06</b>	<b>28 392 148,13</b>	<b>76 136 731,93</b>	<b>68 786 346,69</b>
	Przychody netto ze sprzedaży produktów	3 000,00	69 786,97	192 228,00	893 197,72
	Zmiana stanu produktów				
	Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby				
	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	2 110 693,06	28 322 361,16	75 944 503,93	67 893 148,97
<b>B</b>	<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>4 888 314,51</b>	<b>25 506 013,44</b>	<b>64 569 317,36</b>	<b>54 090 516,02</b>
	Amortyzacja	1 003 134,83	1 003 134,83	1 003 134,83	1 042 625,24
	Zużycie materiałów i energii	51 711,26	77 650,76	338 999,60	398 406,91
	Usługi obce	499 408,53	1 055 481,60	6 942 182,45	3 887 147,08
	Podatki i opłaty	72 722,29	78 633,14	103 795,60	477 032,73
	Wynagrodzenia	1 549 211,43	2 030 885,62	3 001 498,44	6 063 689,78
	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	255 913,36	294 843,51	481 309,25	1 027 729,35
	Pozostałe koszty rodzajowe	121 931,81	209 460,84	572 035,08	888 843,63
	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	1 334 281,00	20 755 923,14	52 126 362,11	40 305 041,30
<b>C</b>	<b>Zysk (strata) ze sprzedaży (A - B)</b>	<b>- 2 774 621,45</b>	<b>2 886 134,69</b>	<b>11 567 414,57</b>	<b>14 695 830,67</b>
<b>D</b>	<b>Pozostałe przychody operacyjne</b>	<b>578 510,79</b>	<b>483 696,32</b>	<b>867 759,86</b>	<b>7 771 853,46</b>
1	Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych				
2	Dotacje				
3	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych				
4	Inne przychody operacyjne	578 510,79	483 696,32	867 759,86	7 771 853,46
<b>E</b>	<b>Pozostałe koszty operacyjne</b>	<b>521 031,79</b>	<b>107 264,67</b>	<b>1 800 663,94</b>	<b>15 784 470,36</b>
1	Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych				
2	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych				
3	Inne koszty operacyjne	521 031,79	107 264,67	1 800 663,94	15 784 470,36
<b>F</b>	<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C + D - E)</b>	<b>- 2 717 142,45</b>	<b>3 262 566,34</b>	<b>10 634 510,49</b>	<b>6 683 213,77</b>



G	Przychody finansowe	1 634,61	15 774,73	171 464,03	132 207,35
I	Dywidendy i udziały w zyskach				
II	Odsetki	1 579,03	931,59	140 870,25	112 069,59
III	Zysk ze zbycia inwestycji				
IV	Aktualizacja wartości aktywów finansowych				
V	Inne	55,58	14 843,14	30 593,78	20 137,76
H	Koszty finansowe	-	197 939,12	502 901,54	614 018,03
I	Odsetki		78 748,80	22 580,22	307 397,38
II	Strata ze zbycia inwestycji				
III	Aktualizacja wartości aktywów finansowych				
IV	Inne		119 190,32	480 321,32	306 620,65
I	<b>Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F + G - H)</b>	<b>- 2 715 507,84</b>	<b>3 080 401,95</b>	<b>10 303 072,98</b>	<b>6 201 403,09</b>
J	Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I. - J.II)	-	-	-	-
I	Zyski nadzwyczajne				
II	Straty nadzwyczajne				
K	<b>Zysk (strata) brutto (I + - J)</b>	<b>- 2 715 507,84</b>	<b>3 080 401,95</b>	<b>10 303 072,98</b>	<b>6 201 403,09</b>
L	Podatek dochodowy		459 054,00	2 408 483,00	3 464 256,00
M	Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	-	-	-	-
N	<b>Zysk (strata) netto (K - L - M)</b>	<b>- 2 715 507,84</b>	<b>2 621 347,95</b>	<b>7 894 589,98</b>	<b>2 737 147,09</b>

AKTYWA		Dane historyczne			
		2021	2022	2023	12/2024
A.	<b>Aktywa trwałe</b>	<b>6 615 504,41</b>	<b>5 627 369,58</b>	<b>13 210 170,43</b>	<b>21 516 255,33</b>
I	<b>Wartości niematerialne i prawne</b>	<b>4 322 500,00</b>	<b>3 495 000,00</b>	<b>2 667 500,00</b>	<b>1 840 000,00</b>
II	<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>	<b>2 293 004,41</b>	<b>2 117 369,58</b>	<b>7 357 965,53</b>	<b>15 130 651,82</b>
1	Środki trwałe	2 293 004,41	2 117 369,58	1 941 734,75	2 601 127,51
2	Środki trwałe w budowie			4 916 230,78	12 214 644,70
3	Zaliczki na środki trwałe w budowie			500 000,00	314 879,61
III.	<b>Należności długoterminowe</b>			<b>3 169 704,90</b>	<b>3 528 103,51</b>
IV	<b>Inwestycje długoterminowe</b>	<b>-</b>	<b>15 000,00</b>	<b>15 000,00</b>	<b>1 017 500,00</b>
1	Nieruchomości				
2	Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-
3	Długoterminowe aktywa finansowe	-	15 000,00	15 000,00	1 017 500,00
4	Inne inwestycje długoterminowe	-	-	-	-
V	<b>Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
	Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego				
1					
2	Inne rozliczenia międzyokresowe				
B	<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>2 318 739,25</b>	<b>35 632 444,65</b>	<b>31 424 657,66</b>	<b>22 389 638,55</b>
I	<b>Zapasy</b>	<b>834 906,59</b>	<b>2 243 348,11</b>	<b>4 868 231,45</b>	<b>8 048 304,87</b>
1	Towary	829 906,59	1 382 927,03	3 830 486,78	6 647 568,04
2	Półprodukty i produkty w toku				
3	Produkty Gotowe				
4	Materiały				
5	Zaliczki na dostawy	5 000,00	860 421,08	1 037 744,67	1 400 736,83

<b>II</b>	<b>Należności krótkoterminowe</b>	<b>115 735,40</b>	<b>9 313 255,57</b>	<b>19 293 935,88</b>	<b>6 564 203,70</b>
1	Należności od jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale, okres spłaty	4 182,00	-	-	-
	do 12 miesięcy	4 182,00	-		
	powyżej 12 miesięcy	-	-		
2	Należności od pozostałych jednostek	111 553,40	9 313 255,57	19 293 935,88	6 564 203,70
a)	z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	1 279,40	6 480 606,57	19 293 935,88	6 436 880,20
-	do 12 miesięcy	1 279,40	6 480 606,57	19 293 935,88	6 436 880,20
-	powyżej 12 miesięcy		-	-	-
b)	z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	60 399,00			
c)	inne	49 875,00	2 832 649,00		127 323,50
<b>III</b>	<b>Inwestycje krótkoterminowe</b>	<b>1 342 308,06</b>	<b>24 046 309,07</b>	<b>7 218 271,32</b>	<b>7 729 319,12</b>
	w tym środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	1 242 308,06	1 106 309,07	5 500 438,10	5 899 820,83
	inne inwestycje	100 000,00	22 940 000,00	1 717 833,22	1 829 498,29
<b>IV</b>	<b>Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>25 789,20</b>	<b>29 531,90</b>	<b>44 219,01</b>	<b>47 810,86</b>
<b>V</b>	<b>Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)</b>				
<b>VI</b>	<b>Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)</b>				
	<b>Aktywa razem</b>	<b>8 934 243,66</b>	<b>41 259 814,23</b>	<b>44 634 828,09</b>	<b>43 905 893,88</b>

<b>PASYWA</b>		<b>Dane historyczne</b>			
		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>12/2024</b>
<b>A</b>	<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>8 697 674,66</b>	<b>11 319 022,61</b>	<b>19 213 612,59</b>	<b>21 950 759,68</b>
<b>I</b>	<b>Kapitał (fundusz) podstawowy</b>	5 000 000,00	5 000 000,00	5 000 000,00	5 000 000,00
<b>II</b>	<b>Kapitał (fundusz) zapasowy</b>	6 460 000,00	6 460 000,00	9 081 347,95	16 975 937,93
<b>III</b>	<b>Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny</b>				
<b>IV</b>	<b>Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe</b>				
<b>V</b>	<b>Zysk (strata) z lat ubiegłych</b>	- 46 691,03	- 2 762 325,34	- 2 762 325,34	- 2 762 325,34
<b>VI</b>	<b>Zysk (strata) netto</b>	- 2 715 634,31	2 621 347,95	7 894 589,98	2 737 147,09
<b>VII</b>	<b>Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (włk. ujemna)</b>				
<b>B</b>	<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>236 569,00</b>	<b>29 940 791,62</b>	<b>25 421 215,50</b>	<b>21 955 134,20</b>
<b>I</b>	<b>Rezerwy na zobowiązania</b>			<b>116 327,40</b>	<b>116 327,40</b>
<b>II</b>	<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	-	-	-	-
1	kredyty i pożyczki i inne zobowiązania finansowe				
2	inne	-			
<b>III</b>	<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>236 569,00</b>	<b>29 940 791,62</b>	<b>25 304 888,10</b>	<b>21 838 806,80</b>
1	Wobec jednostek powiązanych oraz wobec których posiada zaangażowanie w kapitale	-	-	<b>276 750,00</b>	
2	Wobec jednostek pozostałych	<b>236 569,00</b>	<b>29 940 791,62</b>	<b>25 028 138,10</b>	<b>21 838 806,80</b>
a)	kredyty i pożyczki i inne zobowiązania finansowe		3 578 727,17		
b)	z tytułu dostawy i usług, o okresie wymagalności:	25 558,02	19 445 143,21	14 660 096,33	14 223 196,35
-	do 12 miesięcy	25 558,02	19 445 143,21	14 660 096,33	14 223 196,35
-	powyżej 12 miesięcy				
c)	z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	125 649,83	6 361 094,57	2 601 279,83	2 971 263,95
d)	pozostałe	85 361,15	555 826,67	7 766 761,94	4 644 346,50
3	Fundusze specjalne	-			
<b>IV</b>	<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>	-	-	-	-
1	Ujemna wartość firmy	-	-		
2	Inne rozliczenia międzyokresowe				
	<b>Pasywa razem</b>	<b>8 934 243,66</b>	<b>41 259 814,23</b>	<b>44 634 828,09</b>	<b>43 905 893,88</b>

Kompleksowe zestawienie sprawozdań finansowych pozwala na przeprowadzenie uproszczonej analizy finansowej, obejmującej 4 podstawowe obszary działalności przedsiębiorstwa: rentowności, płynności, sprawności działania i zadłużenia (przyjmowano do analizy jedynie pełne – roczne okresy) oraz odniesiono wyniki do średniej branżowej (decyl 5), branży, w której działa podmiot.

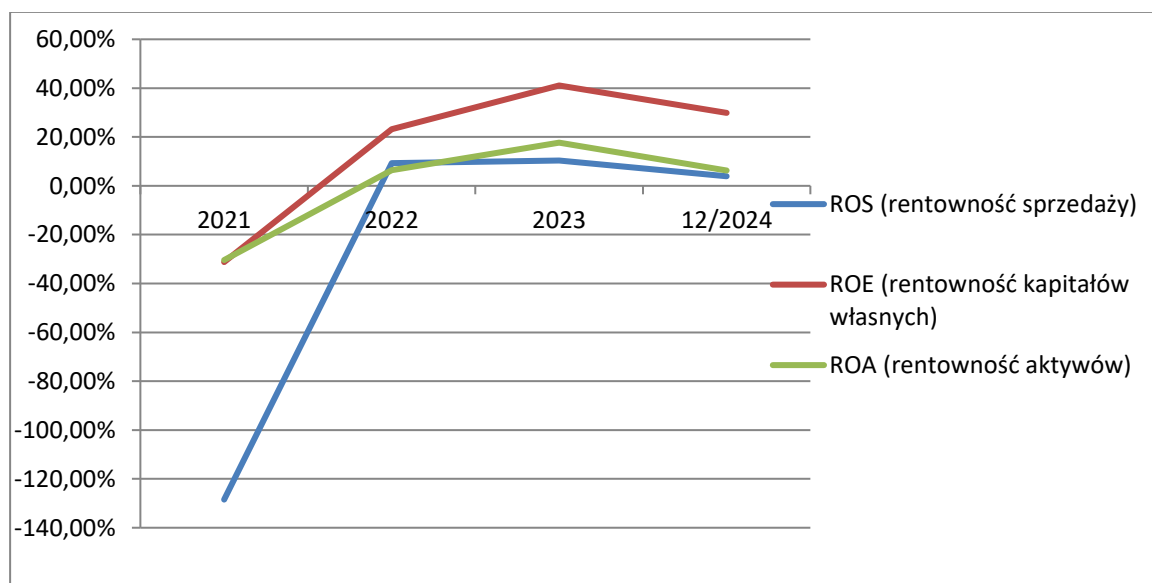
Ponadto postanowiono dokonać analizy finansowej przedsiębiorstwa.

	Wskaźniki	Spółka	Spółka	Spółka	Spółka
I	Obszar rentowności	2021	2022	2023	12/2024
1	ROS (rentowność sprzedaży)	-128,47%	9,23%	10,37%	3,98%
2	ROE (rentowność kapitałów własnych)	-31,22%	23,16%	41,09%	29,93%
3	ROA (rentowność aktywów)	-30,39%	6,35%	17,69%	6,23%

ROS oznacza, jak wiele zysku netto pozostaje w przedsiębiorstwie ze sprzedaży. Wyższy poziom tego wskaźnika wskazuje na korzystniejszą kondycję finansową spółki, natomiast pogorszenie wskaźnika oznacza, że przedsiębiorstwo musi zrealizować większe rozmiary sprzedaży do osiągnięcia określonej kwoty zysku.

ROE oznacza, jak wiele zysku netto udało się wygospodarować spółce z wniesionych kapitałów własnych. Im wyższa jest wartość tego wskaźnika, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa spółki. Wyższa efektywność kapitału własnego wiąże się z możliwością uzyskania wyższej nadwyżki finansowej.

ROA informuje o zdolności spółki do generowania zysków i efektywności gospodarowania jej majątkiem. Im wyższy wskaźnik, tym lepsza jest kondycja finansowa spółki.



	Wskaźniki	Spółka	Spółka	Spółka	Spółka
II	Obszar płynności	2021	2022	2023	12/2024
1	CR (wskaźnik bieżącej płynności)	9,80	1,19	1,24	1,03
2	QR (wskaźnik płynności szybkiej)	6,27	1,12	1,05	0,66
3	Wskaźnik płynności zasobów	0,35	6,33	2,38	1,04
4	Wskaźnik natychmiastowej wymagalności	5,78	0,80	0,29	0,36

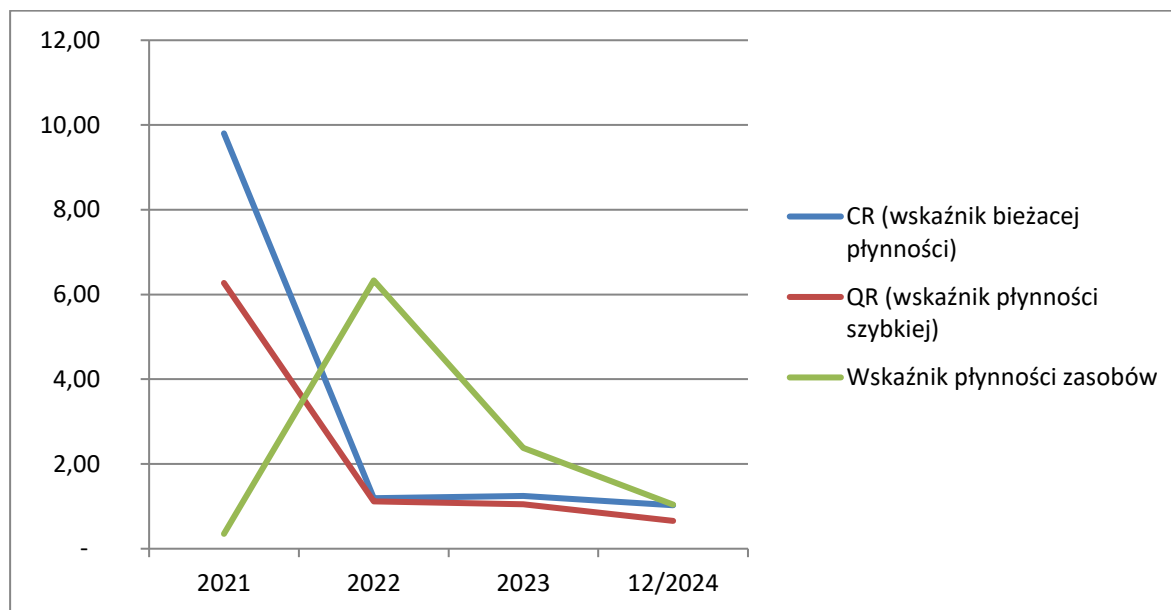
Wskaźnik bieżącej płynności informuje o potencjalnej zdolności do spłaty bieżących zobowiązań za pomocą krótkoterminowych aktywów. Pożądana wartość tego wskaźnika powinna być większa od 1.

Wskaźnik płynności wysokiej informuje ile razy najbardziej płynne aktywa pokrywają bieżące zobowiązania. Z aktywów obrotowych wyłączone są zapasy, gdyż zasadniczo nie mogą one być natychmiast zamienione na środki pieniężne. Również w tym przypadku pożądana wartość wskaźnika powinna być większa od 1.

Wskaźnik płynności zasobów informuje o procentowym udziale aktywów obrotowych w aktywach trwałych, tzn. pomaga ustalić jaką część aktywów trwałych spółka jest w stanie utrzymać wyłącznie z posiadanych aktywów krótkoterminowych.

Wskaźnik natychmiastowej wymagalności informuje, jaką część zaciągniętych zobowiązań spółka jest w stanie pokryć posiadanymi środkami pieniężnymi.

Poniższy wykres prezentuje graficzne ujęcie obliczonych powyżej wskaźników płynności.



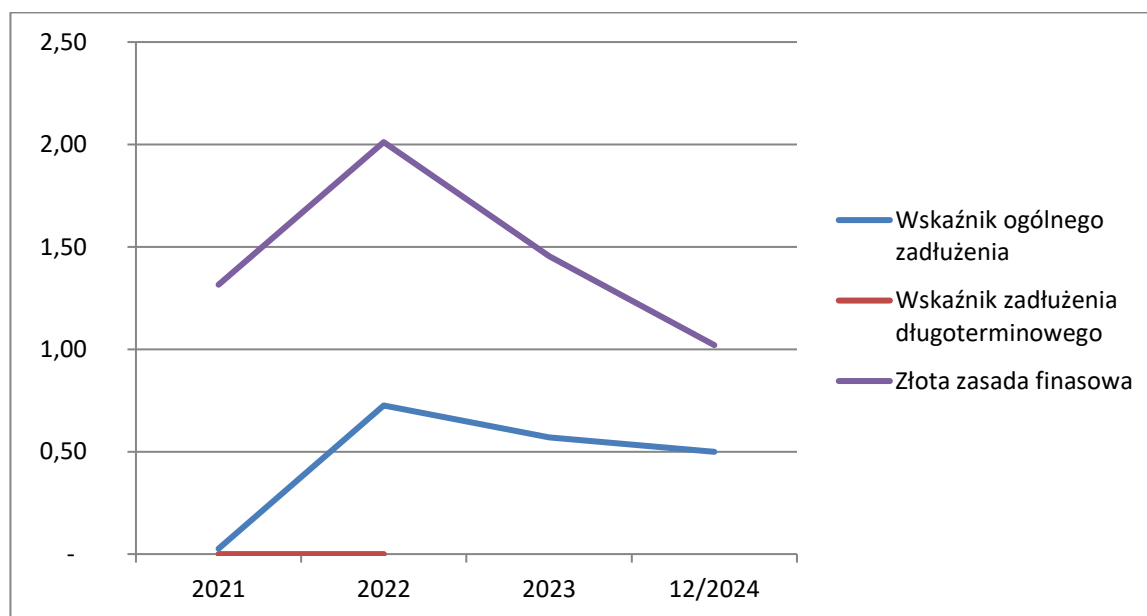
	Wskaźniki	Spółka	Spółka	Spółka	Spółka
III	Obszar zadłużenia	2021	2022	2023	12/2024
1	Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,03	0,73	0,57	0,50
2	Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	-	-	-	-
3	Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem	n/d	41,43	470,97	21,74
4	Złota zasada finansowa	1,31	2,01	1,45	1,02

Wskaźnik ogólnego zadłużenia mierzy stosunek kapitałów obcych do aktywów ogółem. Jest zatem najbardziej ogólnym obrazem struktury finansowania aktywów przedsiębiorstwa. Im wyższa wartość wskaźnika, tym wyższe ryzyko ponosi kredytodawca. Przyjmuje się, że wartości powyżej 0,67 wskazują na nadmierne ryzyko kredytowe.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego stanowi uzupełnienie wskaźnika ogólnego zadłużenia o obciążenia z tytułu zadłużenia długoterminowego. Pożądane wartości powinny przyjmować wartości poniżej 1.

Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem – im wyższe wartości przyjmuje, tym wyższa jest zdolność do wywiązywania się z zobowiązań odsetkowych oraz zdolność kredytowa. Wzrost wartości wskaźnika na przełomie okresów należy rozpatrywać pozytywnie, natomiast spadek negatywnie. Złota zasada bilansowa oznacza, że majątek trwały powinien być finansowany kapitałem stałym tj. kapitałem własnym oraz zobowiązaniami długoterminowymi. W związku z tym wartość wskaźnika powinna przyjmować wartości powyżej 1.

Poniższy wykres prezentuje graficzne ujęcie obliczonych powyżej wskaźników:



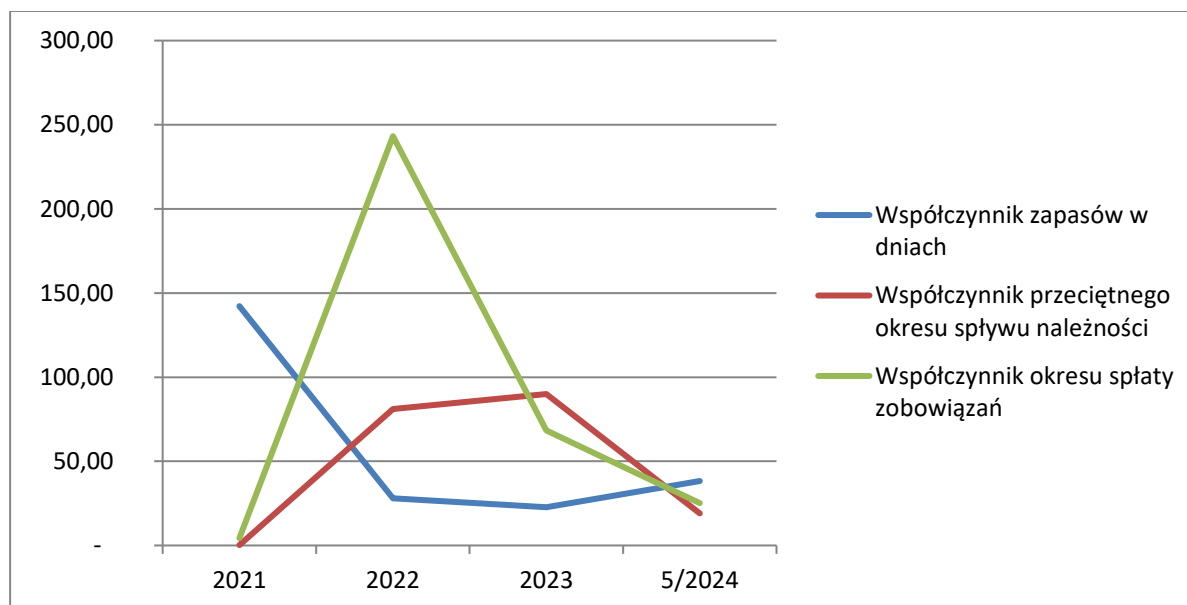
	Wskaźniki	Spółka 2021	Spółka 2022	Spółka 2023	Spółka 12/2024
<b>IV</b>	<b>Obszar sprawności działania</b>				
1	Współczynnik zapasów w dniach	142,20	28,06	22,70	17,31
2	Współczynnik przeciętnego okresu spływu należności	0,22	81,05	89,98	13,84
3	Współczynnik okresu spłaty zobowiązań	4,35	243,18	68,37	30,59

Współczynnik zapasów w dniach informuje przez ile dni gotówka jest zamrożona w zapasach, tzn. co ile dni spółka odnawia stan zapasów. Wzrost rotacji zapasów w dniach może być przejawem gromadzenia zapasów, co może być zjawiskiem negatywnym.

Współczynnik przeciętnego okresu spływu należności wskazuje na zdolność do regulowania należności i określa średnio po ilu dniach od momentu sprzedaży przedsiębiorstwo otrzymuje zapłatę.

Współczynnik okresu spłaty zobowiązań określa ile przeciętnie dni upływa w spółce od momentu powstania zobowiązań bieżących do momentu ich spłaty.

Poniżej, w formie graficznej, zaprezentowano ustalone wcześniej wartości poszczególnych wskaźników.



Poniższa tabela prezentuje analizę struktury i dynamiki. Analizie poddano średniomiesięczną sprzedaż, średniomiesięczny zysk/stratę, zobowiązania krótkoterminowe, aktywa obrotowe, kapitał własny, kapitał obcy, udział kapitałów własnych w sumie bilansowej oraz udział kapitałów obcych w sumie bilansowej.

	<b>Analiza struktury i dynamiki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>12/2024</b>
1	Średniomiesięczna sprzedaż	176 141,09	2 366 012,34	6 344 727,66	5 732 195,56
2	Średniomiesięczny zysk/strata	- 226 292,32	218 445,66	657 882,50	228 095,59
3	Zobowiązania krótkoterminowe	236 569,00	29 940 791,62	25 304 888,10	21 838 806,80
4	Aktywa obrotowe (bieżące)	2 318 739,25	35 632 444,65	31 424 657,66	22 389 638,55
5	Kapitał własny	8 697 674,66	11 319 022,61	19 213 612,59	21 950 759,68
6	Kapitał obcy	236 569,00	29 940 791,62	25 421 215,50	21 955 134,20
7	Udział kapitałów własnych w sumie bilansowej	0,97	0,27	0,43	0,50
8	Udział kapitałów obcych w sumie bilansowej	0,03	0,73	0,57	0,50

Spółka w ostatnich latach istotnie zwiększyła poziom swoich przychodów jak i osiąganego zysku. Było to związane z jej rozwojem, ekspansją ale i sytuacją globalną w zakresie zwiększenia zamówień na produkty wojskowe. W okresie bieżącym zaobserwowano istotne pogorszenie wyników, niemniej należy zaznaczyć, że spółka ma działalność mocno sezonową (materializacja

sprzedaży następuje zwykle z końcem roku), co oznacza że ogólna ocena ich działalności powinna bazować na okresach rocznych.

Dodatkowo dla pełnej transparentności poniżej przedstawiono zestawienie wyników spółki:

Rachunek zysków i strat		12/2024
<b>A</b>	<b>Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:</b>	<b>2 720 399,50</b>
	Przychody netto ze sprzedaży produktów	2 695 076,90
	Zmiana stanu produktów	
	Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	
	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	25 322,60
<b>B</b>	<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>4 642 122,61</b>
	Amortyzacja	
	Zużycie materiałów i energii	129 105,56
	Usługi obce	1 847 111,94
	Podatki i opłaty	28 413,31
	Wynagrodzenia	553 054,42
	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	91 728,31
	Pozostałe koszty rodzajowe	35 644,97
	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	1 957 064,10
<b>C</b>	<b>Zysk (strata) ze sprzedaży (A - B)</b>	<b>- 1 921 723,11</b>
<b>D</b>	<b>Pozostałe przychody operacyjne</b>	<b>6 198,88</b>
1	Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	
2	Dotacje	
3	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	
4	Inne przychody operacyjne	6 198,88
<b>E</b>	<b>Pozostałe koszty operacyjne</b>	<b>1 135,72</b>
1	Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	
2	Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	
3	Inne koszty operacyjne	1 135,72
<b>F</b>	<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C + D - E)</b>	<b>- 1 916 659,95</b>
<b>G</b>	<b>Przychody finansowe</b>	<b>-</b>
I	Dywidendy i udziały w zyskach	
II	Odsetki	
III	Zysk ze zbycia inwestycji	
IV	Aktualizacja wartości aktywów finansowych	
V	Inne	
<b>H</b>	<b>Koszty finansowe</b>	<b>189 622,23</b>
I	Odsetki	111 885,81
II	Strata ze zbycia inwestycji	
III	Aktualizacja wartości aktywów finansowych	
IV	Inne	77 736,42
<b>I</b>	<b>Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F + G - H)</b>	<b>- 2 106 282,18</b>
<b>J</b>	<b>Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I. - J.II)</b>	<b>-</b>
I	Zyski nadzwyczajne	
II	Straty nadzwyczajne	
<b>K</b>	<b>Zysk (strata) brutto (I + - J)</b>	<b>- 2 106 282,18</b>
<b>L</b>	<b>Podatek dochodowy</b>	<b>-</b>
<b>M</b>	<b>Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)</b>	<b>-</b>
<b>N</b>	<b>Zysk (strata) netto (K - L - M)</b>	<b>- 2 106 282,18</b>

AKTYWA		2023	12/2024
<b>A.</b>	<b>Aktywa trwałe</b>	-	5 000 966,59
<b>I</b>	<b>Wartości niematerialne i prawne</b>		
<b>II</b>	<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>	-	-
1	Środki trwałe		
2	Środki trwałe w budowie		
3	Zaliczki na środki trwałe w budowie		
<b>III.</b>	<b>Należności długoterminowe</b>		
<b>IV</b>	<b>Inwestycje długoterminowe</b>	-	5 000 000,00
1	Nieruchomości		
2	Wartości niematerialne i prawne	-	-
3	Długoterminowe aktywa finansowe		5 000 000,00
4	Inne inwestycje długoterminowe	-	-
<b>V</b>	<b>Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	-	966,59
1	Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego		
2	Inne rozliczenia międzyokresowe		966,59
<b>B</b>	<b>Aktywa obrotowe</b>	490 249,54	2 429 063,86
<b>I</b>	<b>Zapasy</b>	-	2 161 504,14
1	Towary		
2	Półprodukty i produkty w toku		
3	Produkty Gotowe		
4	Materiały		2 149 504,14
5	Zaliczki na dostawy		12 000,00
<b>II</b>	<b>Należności krótkoterminowe</b>	408 259,93	248 606,43
1	Należności od jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale, okres spłaty	276 750,00	-
	do 12 miesięcy	276 750,00	
	powyżej 12 miesięcy		
2	Należności od pozostałych jednostek	131 509,93	248 606,43
a)	z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	1 228,80	50 496,48
-	do 12 miesięcy	1 228,80	50 496,48
-	powyżej 12 miesięcy	-	-
b)	z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	87 841,42	128 711,67
c)	inne	42 439,71	69 398,28
<b>III</b>	<b>Inwestycje krótkoterminowe</b>	72 922,47	16 130,15
	w tym środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	72 922,47	16 130,15
	inne inwestycje		-
<b>IV</b>	<b>Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	9 067,14	2 823,14
<b>V</b>	<b>Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)</b>		
<b>VI</b>	<b>Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)</b>		
	<b>Aktywa razem</b>	<b>490 249,54</b>	<b>7 430 030,45</b>



PASywa		2023	12/2024
<b>A</b>	<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	- 301 019,61	2 592 698,21
I	Kapitał (fundusz) podstawowy	600 000,00	5 600 000,00
II	Kapitał (fundusz) zapasowy		
III	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny		
IV	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe		
V	Zysk (strata) z lat ubiegłych		
VI	Zysk (strata) netto	- 901 019,61	- 3 007 301,79
VII	Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wlk. ujemna)		
<b>B</b>	<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>791 269,15</b>	<b>4 837 332,24</b>
<b>I</b>	<b>Rezerwy na zobowiązania</b>		
<b>II</b>	<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	-	-
1	kredyty i pożyczki i inne zobowiązania finansowe		
2	inne		
<b>III</b>	<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>791 269,15</b>	<b>4 837 332,24</b>
1	Wobec jednostek powiązanych oraz wobec których posiada zaangażowanie w kapitale	<b>610 506,90</b>	<b>661 460,56</b>
2	Wobec jednostek pozostałych	<b>180 762,25</b>	<b>4 175 871,68</b>
a)	kredyty i pożyczki i inne zobowiązania finansowe		
b)	z tytułu dostawy i usług, o okresie wymagalności:	147 094,09	2 348 170,70
-	do 12 miesięcy	146 496,31	2 347 572,92
-	powyżej 12 miesięcy	597,78	597,78
c)	z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	16 120,16	98 856,73
d)	pozostałe	17 548,00	1 728 844,25
3	Fundusze specjalne		
<b>IV</b>	<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>	-	-
1	Ujemna wartość firmy		
2	Inne rozliczenia międzyokresowe		
	<b>Pasywa razem</b>	<b>490 249,54</b>	<b>7 430 030,45</b>

Zgodnie z przedstawionymi wynikami spółka jest nowopowstałą, przez co wyniki nie odzwierciedlają w pełni jej potencjału.

Jedynym podejściem, w którym wyceniane będzie przedsiębiorstwo, jest **podejście majątkowe**, metoda skorygowanych aktywów netto. Zgodnie z wcześniej przytoczoną metodyką, w metodzie tej zestawia się ze sobą wszystkie wartości bilansowe, a następnie dokonuje ich urynkwienia. Od sumy wartości odejmuje się wartość zobowiązań, co w konsekwencji daje wartość przedsiębiorstwa. Informuje się, że posłukowano się danymi, które były możliwe do pozyskania podczas samej wyceny.

Kluczowe założenia do wyceny w podejściu majątkowym zaprezentowano poniżej:

- **Wartości niematerialne i prawne** – są to nabyte przez jednostkę, zaliczane do aktywów trwałych prawa majątkowe, nadające się do gospodarczego wykorzystania, o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, przeznaczone na potrzeby jednostki – nie zidentyfikowano pozycji

- **Rzeczowe aktywa trwałe** – część aktywów trwałych jednostki gospodarczej, które posiadają materialną formę (w odróżnieniu od wartości niematerialnych i prawnych).

W skład rzeczowych aktywów trwałych wchodzi:

- środki trwałe,
- środki trwałe w budowie,
- zaliczki na środki trwałe w budowie

Brak pozycji

- **Należności długoterminowe** – są to roszczenia względem różnych dłużników, które nie spełniają kryteriów zaliczania ich do należności krótkoterminowych i wykazywania w aktywach obrotowych zgodnie z Ustawą o rachunkowości. Należności długoterminowe obejmują należności z wszystkich tytułów (z wyjątkiem należności z tytułu dostaw i usług – te są w całości ujmowane w należnościach krótkoterminowych), których termin wymagalności jest dłuższy niż 12 miesięcy od dnia bilansowego. Podmiot nie wykazuje takowych pozycji, w związku z czym nie dokonywano ich korekty
- **Inwestycje długoterminowe** to składniki aktywów trwałych, utrzymywane przez jednostkę w okresie powyżej roku od dnia bilansowego w celu osiągnięcia z nich korzyści ekonomicznych. Zalicza się do nich nieruchomości lub wartości niematerialne i prawne zaliczane do inwestycji, długoterminowe aktywa finansowe oraz inne inwestycje długoterminowe. Podmiot wykazuje w tej pozycji wartość udziałów w spółce ZSP Niewiadów sp. z o.o. Jej nominalna wartość to 5 MPLN, niemniej zgodnie z aktualną i pełną wyceną spółki, wartość 100% udziałów została oszacowana zgodnie z odrębnym opracowaniem stanowiącym wycenę przedsiębiorstwa wg wartości godziwej.
- **Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe** rozliczenia, które trwają dłużej niż 12 miesięcy od dnia bilansowego i dotyczą np. kwoty zapłaconej z góry do rozliczenia w poszczególnych miesiącach (czynsz, podatki). Brak.
- **Zapasy** to aktywa przeznaczone do sprzedaży w toku zwykłej działalności (są to towary i produkty gotowe) lub będące w trakcie produkcji przeznaczonej do takiej sprzedaży (produkcja niezakończona) albo mające postać materiałów lub surowców przeznaczonych do zużycia w procesie produkcji bądź w toku świadczenia usług. Z uwagi na niski wolumen zapasów jak i ich specyficzny rodzaj, po analizie przyjęto 20% dyskonto.
- **Należności krótkoterminowe** to wszystkie należności z tytułu dostaw i usług, niezależnie od terminu spłaty oraz całość lub część należności z innych tytułów niezaliczonych do aktywów finansowych, które są wymagalne w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego. Wartość przyjęto z uwzględnieniem 10% dyskonta (dalsza odsprzedaż poprzez różnego rodzaju firmy faktoringowe).

- **Inwestycje krótkoterminowe** – inwestycje w aktywa posiadające termin wymagalności krótszy niż 12 miesięcy (licząc od dnia bilansowego) albo przeznaczone do obrotu w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Ich celem jest osiągnięcie korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu wartości tych aktywów, uzyskania z nich przychodów (np. odsetek, dywidend) lub innych pożytków. W ujęciu bilansowym inwestycje krótkoterminowe są podkategorią aktywów obrotowych, do których zalicza się krótkoterminowe aktywa finansowe (w tym m.in. akcje, udziały, pożyczki, środki pieniężne) oraz inne inwestycje krótkoterminowe. Z uwagi na to, że stanowią najbardziej „płynne” aktywa – nie dokonywano ich korekty.
- **Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe** - które wykazuje się w bilansie jako aktywa obrotowe w pozycji B.IV, zalicza się do nich koszty, których aktywowanie kończy się w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego oraz aktywa, stanowiące odpowiednik przychodów w roku obrotowym wykazanych w sprawozdaniu, ale niebędące jeszcze na dzień bilansowy należnościami. Przyjęto zerową wartość, jako, że nie stanowią one faktycznego składnika majątku, który byłby możliwy do spieniężenia.

Zgodnie z przyjętą metodyką, wycena w podejściu majątkowym jest następująca:

Kluczowe wartości	Wartość zgodna z bilansem	Korekta	Wartość godziwa
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>5 000 966,59</b>	<b>128 000 000,00</b>	<b>133 000 966,59</b>
Wartości niematerialne i prawne	-	-	
Rzeczowe aktywa trwałe	-	-	
Należności długoterminowe	-	-	-
Inwestycje długoterminowe	5 000 000,00	128 000 000,00	133 000 000,00
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	966,59	-	966,59
Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)			
Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)			
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>2 429 063,86</b>	<b>- 459 984,61</b>	<b>1 969 079,25</b>
Zapasy	2 161 504,14	- 432 300,83	1 729 203,31
Należności krótkoterminowe	248 606,43	- 24 860,64	223 745,79
Inwestycje krótkoterminowe	16 130,15	-	16 130,15
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2 823,14	- 2 823,14	-
<b>SUMA</b>	<b>7 430 030,45</b>	<b>127 540 015,39</b>	<b>134 970 045,84</b>
Zobowiązania	4 837 332,24		4 837 332,24
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>			<b>130 132 713,60</b>
<b>Wartość przedsiębiorstwa po zaokr. do pełnych MPLN</b>			<b>130 000 000,00 zł</b>

Zgodnie z przedmiotową tabelą wartość przedsiębiorstwa w **podejściu majątkowym** jest równa:

**Wartość godziwa spółki Grupa Niewiadów SA (100% akcji)****WG 130 000 000 zł***(słownie: sto trzydzieści milionów złotych 00/100)*

Przedmiotowa wartość nie zawiera podatków jak i innych opłat.

W przeliczeniu na 1 akcję (suma akcji 5 600 000 sztuk) daje to wartość 23,21zł.

**10. PODSUMOWANIE**

Przedmiotowe opracowanie zostało sporządzone przy zachowaniu należytej staranności, uwzględniając dostępność do informacji oraz uzyskane, w trakcie postępowania, dokumenty i informacje. Wyliczona wartość jest wartością szacunkową, która może być definiowana indywidualnie, w zależności od przyjętych założeń. W opinii autora opracowania, zestawiono najbardziej prawdopodobny do wystąpienia model biznesowy wraz z otaczającym środowiskiem. Wyliczona wartość **w podejściu majątkowym** przedstawia potencjalną nadwyżkę realnej wartości aktywów nad zobowiązaniami, które byłoby uzyskane przy ew. sprzedaży.

**11. KLAUZULE I OGRANICZENIA**

1. Niniejsza wycena została sporządzona zgodnie z przepisami prawa i standardami zawodowymi rzeczoznawców majątkowych (standard wyceny przedsiębiorstw) oraz zasadami etyki zawodowej.
2. Wycena nie może być wykorzystana w żadnym innym celu od określonego w jej treści.
3. Wycena nie może być opublikowana w całości lub części w jakimkolwiek dokumencie bez zgody autora opracowania i bez uzgodnienia, w formie pisemnej, z nim formy i treści takiej publikacji.
4. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za zatajone fakty prawne i wady ukryte przedmiotu wyceny, których istnienia nie mógł stwierdzić podczas wizji lokalnej.
5. Opisany stan własnościowy i formalno-prawny oraz widoczny stan przedmiotu przyjęty został na podstawie udostępnionej dokumentacji oraz informacji uzupełniającej Zleceniodawcy.
6. Oszacowana wartość nie zawiera podatku VAT.
7. Wartość określona w opracowaniu odwzorowuje najczęściej występujące zachowania uczestników rynku.
8. Z uwagi na zaistniałą sytuację w kraju i na świecie związaną z COVID-19 oraz wojną na terenie Ukrainy przyjęto, że jest to sytuacja o charakterze incydentalnym, która nie będzie miała wpływu na przychody uzyskiwane przez firmę w długim terminie, a tym samym na jej wartość. Przyjęto scenariusz, w którym gospodarka po chwilowym osłabieniu, powróci do naturalnej skali.
9. Oszacowana wartość wynika z ujętych w opracowaniu założeń i odejście od nich może spowodować zmianę wyniku wyceny.

10. Dane przyjęto na podstawie informacji uzyskanych na etapie sporządzania opracowania i uzyskanych na etapie wyceny dokumentów.
11. Opracowanie zostało wykonane w oparciu o informacje, wyjaśnienia i dokumenty źródłowe przygotowane przez Zleceniodawcę (w tym ujawnione dokumenty w KRS). Autor opracowania nie odpowiada za prawdziwość i poprawność tych informacji. W przypadku zmiany założeń, lub podania nieprawdziwych danych, autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za zmianę wyniku wyceny.
12. Od dnia przekazania operatu szacunkowego wraz z załącznikami Autor wyceny nie ponosi odpowiedzialności za udostępnienie osobom trzecim niniejszego opracowania i przetwarzanie danych poufnych i danych osobowych wynikających bezpośrednio jak też wynikających pośrednio z tego opracowania.
13. Jeżeli wykonanie opracowania będzie wiązać się z jakimikolwiek operacjami na danych osobowych, autor opracowania deklaruje postępowanie w tym zakresie zgodnie z obowiązującymi przepisami dotyczącymi ochrony danych osobowych, tj. w szczególności przepisami rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (EU) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych – RODO) – a także przepisami ustawy z dnia 10 maja 2018 r. o ochronie danych osobowych, a w razie zastąpienia jej inną ustawą – ustawy, która ją zastąpi.

Marcin Korfanty  
Ekspert ds. finansów  
i ekonomiki przedsiębiorstw

Katowice, 21/04/2025.