

RAPORT

sporządzony dla:



Wycena wartości akcji Spółki **PIT-RADWAR S.A.** z siedzibą w Warszawie według stanu na dzień 01.12.2024 r.



Signed by /
Podpisano przez:

Adam Władysław
Zawada

Date / Data: 2025-
01-23 16:45



Signed by /
Podpisano przez:

Grzegorz Karol
Kiejnich

Date / Data: 2025-
01-23 15:07



Wykonawca:
BAA Polska Sp. z o.o.
ul. Powązkowska 44C
01 – 797 Warszawa
www.baa.com.pl



Poprawność nieznana

Dokument podpisany przez
Krzysztof Grudziel
Data: 2025.01.13 12:19:31 CET

Dokument opracowany na podstawie Umowy z dnia 3 stycznia 2025 r.
zawartej pomiędzy:
PIT-RADWAR S.A. z siedzibą w Warszawie
a BAA Polska Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie



Signed by /
Podpisano przez:

Arkadiusz Marek
Sułek

Date / Data:
2025-01-23 10:37



Signed by /
Podpisano przez:

Marek Borejko

Date / Data:
2025-01-23
12:18

Wersja z dnia: 13.01.2025 r.



Signed by /
Podpisano przez:

Leszek Grzegorz
Dubiński

Date / Data:
2025-01-23 10:50



Signed by /
Podpisano przez:

Grzegorz Michał
Baran

Date / Data:
2025-01-23 13:08

I. WSTĘP

I.1 Wprowadzenie

Niniejszy Raport przygotowany został przez firmę BAA Polska Sp. z o. o. z siedzibą w Warszawie (dalej: BAA Polska, Wykonawca) na podstawie umowy zawartej w dniu 3 stycznia 2025 roku pomiędzy Wykonawcą, a PIT-RADWAR S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: PIT-RADWAR, Spółka, Zamawiający).

Przedmiotem Raportu jest **wycena wartości akcji PIT-RADWAR S.A.** na potrzeby planowanego połączenia z Wojskowymi Zakładami Łączności Nr 2 S.A. z siedzibą w Czernicy (dalej: WZŁ-2); podmiotem przejmującym w tym procesie jest PIT-RADWAR.

Wycena została sporządzona **według stanu na dzień 1 grudnia 2024 roku.** (dalej: Data Wyceny).

Do wyceny wartości Spółki użyto następujących metod:

- ⇒ metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF),
- ⇒ metodę skorygowanych aktywów netto (SAN).

Wybór metod przyjętych do wyceny wynikał z przesłanek formalnych, ale jest też właściwy biorąc pod uwagę sytuację ekonomiczno-finansową Spółki, jej zasoby oraz uwarunkowania działalności. Szersze uzasadnienie przedstawiono w dalszej części Raportu.

Metodyka i sposób przeprowadzenia wyceny wartości akcji PIT-RADWAR są zgodne z powszechnie stosowanymi standardami wyceny podmiotów gospodarczych bądź ich zorganizowanych lub zintegrowanych części.

Wycena przygotowana została przez Wykonawcę na podstawie następujących danych i informacji źródłowych, przekazanych przez PIT-RADWAR i upoważnionych przedstawicieli Spółki:

- a) Sprawozdania finansowe Spółki za lata 2021-2023 wraz z opiniami biegłych rewidentów z badań tych sprawozdań.
- b) Sprawozdanie finansowe Spółki za okres I-XI 2024 roku sporządzone z wykorzystaniem tych samych metod i w takim samym układzie jak ostatnie sprawozdanie rocznie.
- c) Sprawozdania Zarządu z działalności Spółki w latach 2021-2023.
- d) Analityczne i syntetyczne zestawienia obrotów i sald za lata 2021-2023 i za okres I-XI 2024 roku.
- e) Szczegółowe informacje i wyjaśnienia dotyczące aktywów i pasywów Spółki na dzień 01.12.2024 r. (według bilansu zamknięcia (BZ) na dzień 30.11.2024 r., który stanowi bilans otwarcia (BO) na dzień 01.12.2024 r.).
- f) Wykaz środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych będących w posiadaniu Spółki na dzień 01.12.2024 r. (BO).
- g) Operaty szacunkowe dla części nieruchomości będących w posiadaniu PIT-RADWAR, sporządzone na zlecenie Spółki.
- h) Prognozy wyników finansowo-ekonomicznych PIT-RADWAR na lata 2024-2029.
- i) Inne dokumenty i informacje przekazane przez PIT-RADWAR w formie pisemnej, elektronicznej i ustnej, w tym m.in.: dotyczące posiadanych zasobów majątkowych i kadrowych, powiązań operacyjnych, sposobu organizacji oraz założeń dalszej działalności.

Wykorzystano również dane i informacje pochodzące z następujących serwisów internetowych: damodaran.com, money.pl, nbp.pl, stooq.pl.

Dane i informacje otrzymane od PIT-RADWAR, łącznie z założeniami dotyczącymi przyszłej działalności Spółki, stanowiły bazę Raportu i miały zasadniczy wpływ na otrzymane wyniki wyceny. Wykonawca nie weryfikował tych danych i informacji przyjmując, że odzwierciedlają one stan faktyczny na moment sporządzania niniejszego Raportu.

Wykonawca uwzględnił także założenia przedstawione przez PIT-RADWAR do przyszłej działalności, ale nie ponosi odpowiedzialności za ich realność i ewentualne odchylenia od planowanych parametrów. Wykonawca zwraca również uwagę, że gdyby zostały mu przedstawione inne informacje i dane, w szczególności dotyczące zakładanej formuły działania, aktualnych wyników finansowych i prognoz przyszłej działalności Spółki, w tym planowanych przychodów, kosztów i marż oraz nakładów inwestycyjnych, wyniki zaprezentowane w niniejszym Raporcie mogłyby być inne.

Należy także wziąć pod uwagę fakt, że wszelkie opracowania dotyczące wyceny podmiotów gospodarczych niosą za sobą ryzyko popełnienia błędu wynikającego z subiektywizmu ocen wyprowadzonych przez wykonawcę, bądź też ocen zawartych w cytowanych materiałach źródłowych, czy też braku pełnej wiedzy o zjawiskach i zdarzeniach dotyczących wycenianego podmiotu, a nieprzekazanych wykonawcy w trakcie zbierania materiałów źródłowych.

Wyliczenia przeprowadzono z pełną dokładnością arkusza kalkulacyjnego, dlatego mogą wystąpić pewne rozbieżności w tabelach prezentujących rezultaty kalkulacji, wynikające z zaokrągleń, które nie mają wpływu na poprawność oszacowanej wartości akcji PIT-RADWAR.

Raport został sporządzony wyłącznie w celu określonym we wstępie i nie może być wykorzystywany w innych celach. W ramach zakresu prac nie były prowadzone analizy prawne, podatkowe ani procedury, które są przewidziane przez prawo podczas sporządzania, konsolidacji czy badania sprawozdań finansowych.

Raport został przygotowany przez BAA Polska z należytą starannością. Jednakże BAA Polska, jej partnerzy lub osoby pracujące nad Raportem nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy i pominięcia w związku z opracowaniem Raportu (wyłączając odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną umyślnie).

BAA Polska oświadcza, że nie posiada i nie planuje żadnych związków z Zamawiającym, które mogłyby wpłynąć na bezstronność rekomendacji w sprawie określenia wartości akcji PIT-RADWAR.

UWAGA:

Informacje zawarte w niniejszym Raporcie stanowią tajemnicę przedsiębiorstwa BAA Polska Sp. z o.o. w rozumieniu ustawy z dn. 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji (tj. Dz. U z 2003 r. Nr 153, poz. 1503, ze zm.). Raport ten został sporządzony wyłącznie na potrzeby w nim wymienione i nie powinien być wykorzystywany w żadnym innym celu. Z wyjątkiem sytuacji wskazanych w Raporcie lub w Umowie. Ani Raport ani jego zawartość nie może być cytowana, a jego publikacja, w oświadczeniu o rejestracji, w prospekcie emisyjnym, oświadczeniu publicznym, umowie kredytowej, ani w innej umowie lub dokumencie, zarówno w całości, jak i w części jest zabroniona bez uprzedniej pisemnej zgody BAA. Ponadto, z wyjątkiem sytuacji wskazanej w Raporcie, nie jest on przeznaczony do użytku ogólnego ani nie może być powielany i dystrybuowany do osób trzecich bez uprzedniej zgody BAA.

I.2 Wyniki przeprowadzonych wycen

Przedmiot wyceny: akcje Spółki
PIT-RADWAR S.A.

Data wyceny: 1 grudnia 2024 r.

Cel wyceny: oszacowanie wartości akcji Spółki
dla potrzeb procesu połączenia
PIT-RADWAR z WZŁ-2

Wartość księgowa netto Spółki: 631 451,2 tys. zł

WYNIKI WYCEN AKCJI SPÓŁKI POSZCZEGÓLNYMI METODAMI

Wartość z wyceny metodą DCF: 3 246 475,5 tys. zł

Wartość z wyceny metodą SAN: 1 154 481,1 tys. zł

REKOMENDOWANA WARTOŚĆ AKCJI SPÓŁKI

Wartość 1 akcji Spółki **55,46 zł**

Wartość właścicielska 100% akcji Spółki **2 549 225 166,98 zł**

Źródło: Opracowanie własne

I.3 Uzasadnienie rekomendowanej wartości

Wyniki oszacowania wartości PIT-RADWAR mieszczą się w przedziale:

1 154 481,1 tys. zł – 3 246 475,5 tys. zł

W opinii Wykonawcy, przy interpretacji otrzymanych wyników należy zwrócić uwagę na następujące fakty:

- Wycena metodą majątkową oddaje wartość godziwą sumy aktywów, jakimi dysponuje PIT-RADWAR na podstawie prawa własności lub innych rodzajów podobne skutki umów, pomniejszoną o realne zobowiązania. Na Datę Wyceny wynik tej metody w zbliżonym stopniu ulokowany jest w majątku trwałym, w tym głównie w nieruchomościach, którymi dysponuje Spółka oraz w majątku obrotowym w tym przede wszystkim w środkach pieniężnych.
- Wyceniając wartość Spółki jako funkcjonującego podmiotu gospodarczego, nie można koncentrować się wyłącznie na zasobach jego majątku. Oprócz posiadanych aktywów ważne są również realne zdolności tego podmiotu do generacji nadwyżki finansowej w najbliższych latach, odzwierciedlające sposób wykorzystania tego majątku.
- Wartość Spółki określona metodą DCF wynika z opracowanej przez PIT-RADWAR prognozy na lata 2024-2029, opartej w pierwszej kolejności na już podpisanych kontraktach, a także kontraktach przewidywanych w przyszłości. Byt ekonomiczny, rynkowy i finansowy Spółki w dużym stopniu uzależniony jest od działań jednostek podległych Ministerstwu Obrony Narodowej, gdyż zasadniczą część prognozowanych obrotów wynika ze sprzedaży produktów specjalnych na potrzeby obronności i bezpieczeństwa państwa. Należy również mieć na uwadze fakt, iż działalność Spółki ma charakter kontraktowy, co oznacza, że jednostkowe projekty mogą w zasadniczy sposób wpływać na jej rentowność.

Biorąc pod uwagę powyższe, a także cel wyceny, zdaniem Wykonawcy do określenia godziwej wartości akcji PIT-RADWAR najbardziej uzasadnione jest zastosowanie średniej ważonej z wyników wyceny metodą dochodową i majątkową. W kalkulacjach wyniku końcowego wagę $\frac{2}{3}$ przypisano wycenie metodą DCF, a $\frac{1}{3}$ wycenie metodą SAN:

$$\left(\frac{W_M + 2 \times W_D}{3} \right) / L_A$$

gdzie:

W_M - wartość uzyskana metodą SAN,

W_D - wartość uzyskana metodą DCF,

L_A - łączna liczba akcji w kapitale podstawowym Spółki

Wartość 1 akcji PIT-RADWAR, według struktury właścicielskiej na dzień 1 grudnia 2024 r., (w zaokrągleniu do 1 grosza) wynosi zatem:

55,46 zł / akcję

$[((1\,154\,481,1 \text{ tys. zł} + 2 \times 3\,246\,475,5 \text{ tys. zł}) / 3) / 45\,965\,113 \text{ akcji} \times 1\,000]$

Wartość Spółki, oszacowana jako iloczyn łącznej liczby akcji i jednostkowej wartości akcji, kształtuje się na poziomie:

2 549 225 166,98 zł

$(45\,965\,113 \text{ akcji} \times 55,46 \text{ zł})$

Biorąc pod uwagę cel wyceny, nie ma merytorycznego uzasadnienia do stosowania ewentualnych dyskont lub premii, w tym tych związanych z brakiem płynności akcji oraz tych, związanych z wielkością pakietu, a więc z tytułu posiadania kontroli, lub jej braku.

I.4 Uzasadnienie wybranych metod wyceny

Dla potrzeb oszacowania wartości PIT-RADWAR, zgodnie z Umową, wykorzystano następujące metody wyceny:

- wycena metodą zdyskontowanych strumieni pieniężnych, tzw. wycena dochodowa (DCF),
- wycena metodą skorygowanej wartości aktywów netto (SAN).

Oprócz uzasadnienia formalnego, dobór metod wyceny wynikał również z przesłanek merytorycznych, a przede wszystkim z:

- celu wyceny, jakim jest ustalenie wartości godziwej akcji Spółki, dla potrzeb planowanego połączenia z Wojskowymi Zakładami Łączności Nr 2 S.A.,
- standingu Spółki, jej bieżącej sytuacji ekonomiczno-finansowej,
- uwarunkowań działania PIT-RADWAR,
- planów i perspektyw dalszego rozwoju Spółki,
- specyfiki posiadanych przez PIT-RADWAR zasobów i sposobu wykorzystywania ich w prowadzonej działalności gospodarczej.

W doborze metod wyceny uwzględniono także następujące fakty:

- Stan ekonomiczno – finansowy Spółki jest dobry. W latach 2021-2023 oraz w okresie I-XI 2024 roku wyniki finansowe PIT-RADWAR były dodatnie na wszystkich poziomach działalności. Długoterminowa strategia zakłada dynamiczny wzrost wartości sprzedaży i realizowanych zysków. Taki stan daje podstawy do określenia dochodowej wartości Spółki.
- PIT-RADWAR posiada istotnej wartości majątek ulokowany przede wszystkim w nieruchomościach, ale także dysponuje znaczącymi aktywami obrotowymi. Płynność i zadłużenie Spółki utrzymywane są na bezpiecznym poziomie.
- Nie zidentyfikowano również przesłanek, które zagrażałyby ciągłości funkcjonowania PIT-RADWAR, jako samodzielnego podmiotu gospodarczego. Nie ma więc bezpośredniego zagrożenia upadłością, czy też likwidacją z powodów ekonomicznych, które nakazywałyby wykorzystanie metody likwidacyjnej w szacunkach wartości aktywów Spółki.

Powyższe fakty uzasadniają zastosowanie metod wyceny wartości Spółki, przede wszystkim bazujących na ciągłości jej funkcjonowania i zdolności do generowania nadwyżki finansowej. Oznacza to, że oszacowanie „rzetelnej wartości rynkowej” PIT-RADWAR rozumianej jako cena, którą zainteresowany (ale nie zdeterminowany) nabywca gotów jest zapłacić, może być uzyskane za pomocą **metody dochodowej**. Dochodowa metoda wyceny obrazuje punkt widzenia kupującego, dla którego wartością Spółki jest przede wszystkim jej zdolność do generowania dochodu, tj. nadwyżki finansowej netto uzyskiwanej w określonych stopą dyskonta warunkach ryzyka finansowego.

Zasadność wykorzystania metody majątkowej wyceny, polegającej na korekcie bilansowych zapisów aktywów i pasywów Spółki (**metoda skorygowanych aktywów netto**), wiąże się ze specyfiką działalności i zasobami tego podmiotu. W szczególności chodzi tu o fakt posiadania przez PIT-RADWAR składników majątku o istotnej wartości rynkowej, w tym aktywów trwałych, wymagających korekty w stosunku do zapisów księgowych.