

# RAPORT

sporządzony dla:



## Wycena wartości akcji Spółki **Wojskowe Zakłady Łączności Nr 2 S.A.** z siedzibą w Czernicy według stanu na dzień 01.12.2024 r.

Wykonawca:

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



Poprawność nieznaną

Dokument podpisany przez  
Krzysztof Gr dziel  
Data: 2025.01.13 12:19:40 CET



Signed by /  
Podpisano przez: **WZŁ-2**  
Grzegorz Karol  
Kiejnich  
Date / Data: 2025-  
01-23 15:12



Signed by /  
Podpisano przez:  
Adam Władysław  
Zawada  
Date / Data: 2025-  
01-23 16:49


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 10:38



Signed by /  
Podpisano przez:  
Marek Borejko  
Date / Data:  
2025-01-23  
12:19  
Wersja z dnia: 13.01.2025 r.



Signed by /  
Podpisano przez:  
Leszek Grzegorz  
Dubiński  
Date / Data:  
2025-01-23 10:51



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, Wykonawca) na podstawie umowy zawartej w dniu 3 stycznia 2025 r. pomiędzy Wykonawcą, a PIT-RADWAR S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: Zamawiający, PIT-RADWAR).

Przedmiotem Raportu jest **oszacowanie wartości Wojskowych Zakładów Łączności Nr 2 S.A. z siedzibą w Czernicy** (dalej: WZŁ-2, Spółka), dla potrzeb procesu połączenia PIT-RADWAR z WZŁ-2 jako planowanego przedmiotu połączenia przez przejęcie (Spółka Przejmowana).

Szacunki zostały sporządzone **według stanu na dzień 1 grudnia 2024 r.**

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 w tym zakresie przedstawiono w dalszej części Raportu.

Metodyka i sposób przeprowadzenia wyceny wartości akcji WZŁ-2 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 upoważnionych przedstawicieli Spółki:

- a) Sprawozdania finansowe Spółki za lata 2021-2023 wraz z informacją dodatkową;
- b) Sprawozdania Zarządu z działalności Spółki w latach 2021-2023;
- c) Bilans, rachunek zysków i strat oraz rachunek przepływów pieniężnych Spółki na dzień 01.12.2024 r.
- d) Analityczne i syntetyczne zestawienia obrotów i sald za lata 2021-2023 i na dzień 01.12.2024 r.;
- e) Szczegółowe informacje i wyjaśnienia dot. aktywów i pasywów Spółki 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.;
- g) Prognozy finansowe na lata 2024-2029 obejmujące planowane przychody, koszty, wyniki finansowe, przewidywane nakłady inwestycyjne, a także podstawowe pozycje bilansowe.
- h) Inne dokumenty i informacje przekazane przez WZŁ-2 w formie pisemnej, elektronicznej i ustnej, w tym m.in.: odnośnie 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.

Zgodnie z Umową, w Wycenie wykorzystano aktualne na dzień 01.12.2024 r. operaty szacunkowe nieruchomości Spółki sporządzone przez rzeczoznawcę majątkowego.



Dane i informacje otrzymane od WZŁ-2, 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 WZŁ-2 dotyczące 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 WZŁ-2.

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 i Spółką, które mogłyby wpłynąć na bezstronność rekomendacji w sprawie określenia wartości akcji WZŁ-2.

**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 WZŁ-2 S.A.
Data wyceny:	1 grudnia 2024 r.
Cel wyceny:	Oszacowanie wartości Spółki dla potrzeb procesu połączenia PIT-RADWAR z WZŁ-2
Wartość księgowa netto Spółki*:	15 622 329,94 zł

### WYNIKI WYCEN AKCJI SPÓŁKI POSZCZEGÓLNYMI METODAMI

Wartość z wyceny metodą DCF:	37 046,0 tys. zł
Wartość z wyceny metodą SAN*:	42 147,9 tys. zł

### REKOMENDOWANA WARTOŚĆ AKCJI SPÓŁKI\*

Wartość 1 akcji Spółki **14,78 zł**

Wartość właścicielska 100% akcji Spółki **38 758 377,34 zł**

\* bez uwzględnienia 377 647 akcji własnych Spółki

Źródło: Opracowanie własne

## I.3 Uzasadnienie rekomendowanej wartości

Wyniki oszacowania wartości WZŁ-2 mieszczą się w przedziale:

**37 046,0 tys. zł – 42 147,9 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 WZŁ-2 na podstawie prawa własności lub innych rodzących podobne skutki umów, pomniejszoną o realne zobowiązania. Wynik tej metody ulokowany jest przede wszystkim w majątku trwałym, w tym głównie w nieruchomościach, którymi dysponuje Spółka oraz w posiadanych zasobach środków pieniężnych na datę wyceny.
- 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 Zarząd prognozy na lata 2024-2029, opartej w pierwszej kolejności na już podpisanych i realizowanych kontraktach, a także kontraktach planowanych do realizacji w przyszłości, w tym głównie wieloletnich kontraktach długoterminowych uruchamianych w latach 2024-2027 zgodnie z harmonogramami przedstawionymi przez MON i podmioty z Grupy PGZ. Wątpliwości może budzić jednak kwestia wykonalności tych prognoz, biorąc pod uwagę niewykonywanie przez WZŁ-2 planów rzeczowo-finansowych w minionych latach oraz bardzo znaczący wzrost skali obrotów handlowych w okresie projekcji. Prognozy finansowe Spółki uwiarygadnia tylko częściowo fakt, iż plany rzeczowo-finansowe na lata 2022-2023 nie zostały wykonane z dużo mniejszym odchyleniem niż w latach poprzednich (szerzej kwestię tę przedstawiono w pkt III.5.4). Należy zwrócić uwagę, iż ryzyka związane z wykonalnością prognoz zostały uwzględnione przez Wykonawcę w wycenie metodą DCF w ramach kalkulacji stopy dyskonta (kosztu kapitału).

Uwzględniając powyższe uwarunkowania, a także cel Wyceny, wartości godziwej WZŁ-2 należałoby poszukiwać **biorąc przede wszystkim pod uwagę zdolności dochodotwórcze Spółki obrazujące efektywność wykorzystywanego przez nią majątku**, a zatem bliżej wyniku określonego metodą dochodową, aniżeli metodą skorygowanej wartości aktywów netto. Stąd w kalkulacjach wyniku końcowego wyceny WZŁ-2 zastosowano średnią ważoną, w której większą wagę (2/3) przypisano wycenie metodą DCF:

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

gdzie:

- $W_M$  - wartość uzyskana metodą SAN,
- $W_D$  - wartość uzyskana metodą DCF,
- $L_u$  - łączna liczba akcji w kapitale podstawowym Spółki



Określając wartość godziwą 1 akcji WZŁ-2 należy ponadto zwrócić uwagę, iż WZŁ-2 posiada na dzień 01.12.2024 r. 377 647 szt. akcji własnych. Akcje te przeznaczone są do umorzenia, w związku z czym – ze względu na cel wyceny, tj. planowane połączenie Spółki z PIT-RADWAR – **akcje własne nie powinny być brane pod uwagę w kalkulacjach dotyczących rekomendowanej wartości godziwej Spółki i jej 1 akcji.**

Bazę (odniesienie) dla tych kalkulacji powinna zatem stanowić struktura kapitałowa WZŁ-2 na dzień 01.12.2024 r. po wyłączeniu 377 647 akcji własnych przeznaczonych do umorzenia, tj.:  
 $3\,000\,000 - 377\,647 = 2\,622\,353$  **akcje Spółki.**

Wartość godziwa 1 akcji WZŁ-2, określona na dzień 1 grudnia 2024 r., po wyłączeniu akcji własnych Spółki, (w zaokrągleniu do 1 grosza) wynosi zatem:

**14,78 zł/ akcję**

[ (42 147,9 tys. zł + (2 x 37 046,0 tys. zł)) / 3 / 2 622 353 akcje x 1 000 ]

a wartość 100% akcji WZŁ-2, oszacowana jako iloczyn łącznej liczby akcji, po wyłączeniu akcji własnych Spółki, i jednostkowej wartości akcji Spółki, kształtuje się na poziomie:

**38 758 377,34 zł**

(2 622 353 akcje x 14,78 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 doboru metod wyceny

Dla potrzeb oszacowania wartości WZŁ-2, 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 aktualnej wartości godziwej akcji Spółki biorąc pod uwagę planowane połączenie WZŁ-2 z PIT-RADWAR,
- Standingu Spółki oraz jej bieżącej sytuacji ekonomiczno-finansowej,
- Uwarunkowań działania WZŁ-2,
- Planów i perspektyw dalszego rozwoju Spółki,
- Specyfiki posiadanych przez WZŁ-2 zasobów i sposobu wykorzystywania ich w prowadzonej działalności gospodarczej.

W doborze metod wyceny uwzględniono przede wszystkim następujące fakty:

- Mimo, iż WZŁ-2 ponosiła w latach 2021-2023 straty wynikające z jednej strony z braku realizacji zakładanej w planach wartości kontraktów (por. pkt III.5.4.), a z drugiej – ze zbyt małej skali działalności w relacji do potencjału Spółki oraz jej stałych i quasi stałych kosztów funkcjonowania, to jej stan ekonomiczno-finansowy pozostawał stabilny. WZŁ-2 dysponowała bowiem dużej wartości zasobami gotówkowymi, które pozwalały pokrywać ponoszone przez nią straty. Długoterminowa strategia WZŁ-2 zakłada znaczący wzrost wartości sprzedaży i przywrócenie wyników finansowych do poziomu dodatniego. Należy jednak zwrócić uwagę, iż wykonalność prognoz przedstawionych przez WZŁ-2 zależy będzie w dużym stopniu od faktycznej realizacji dużych wieloletnich kontraktów dla MON i Grupy PGZ, które uruchamiane mają być w latach 2024-2027.
- WZŁ-2 posiada istotnej wartości majątek ulokowany głównie w nieruchomościach, ale także dysponuje znaczącymi aktywami obrotowymi, w tym zasobami środków pieniężnych pochodzących z otrzymanych zaliczek na poczet realizacji kontraktów. Płynność i zadłużenie Spółki utrzymywane były do niedawna na bezpiecznym poziomie.
- Pomimo poniesionych w latach poprzednich strat, na datę wyceny nie wystąpiły przesłanki, które zagrażałyby ciągłości funkcjonowania WZŁ-2, jako samodzielnego podmiotu gospodarczego. Nie ma 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” WZŁ-2 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 WZŁ-2 składników majątku o istotnej wartości rynkowej, w tym aktywów trwałych, wymagających korekty w stosunku do zapisów księgowych.