

**Opinia niezależnego biegłego rewidenta
z badania wartości godziwej akcji spółki Grupa Niewiadów Spółka Akcyjna,
ustalonej w związku z zamiarem wniesienia wkładu niepieniężnego
do Spółki Polska Grupa Militarna Spółka Akcyjna**

Adresaci Opinii

Niniejsza Opinia została sporządzona dla:

- Zarządu spółki Grupa Niewiadów Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Stawki 2, 00-193 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejestrowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0001019485 (dalej również „GN S.A.”, „Spółka”),
- Zarządu spółki Polska Grupa Militarna Spółka Akcyjna, z siedzibą w Warszawie, ul. Jana Styki 23, 03-928 Warszawa wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejestrowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000353979 (dalej również „PGM S.A.”).

Podstawa, przedmiot oraz cel opinii

Opinia została sporządzona w związku z umową o badanie wyceny wartości godziwej akcji Spółki Grupa Niewiadów Spółka Akcyjna zawartą pomiędzy:

- Błażem Stodułkiewicz prowadzącym działalność gospodarczą firmy audytorskiej Błażej Stodułkiewicz Charling Capital o numerze ewidencyjnym 4372, reprezentowaną przez Błażeja Stodułkiewicz, biegłego rewidenta o numerze 13030 w rejestrze biegłych rewidentów,
a
- Spółką Grupa Niewiadów Spółka Akcyjna,

oraz
- Spółką Polska Grupa Militarna Spółka Akcyjna,

w związku z planowanym wniesieniem akcji Spółki GN S.A. w formie wkładu niepieniężnego (aportu) do spółki PGM S.A., stosownie do wymogów art. 312¹ §1 pkt 2 ustawy z dnia 15 września 2000 roku – Kodeks Spółek Handlowych (dalej „KSH”).

Celem przeprowadzonego badania jest wypełnienie przesłanek wynikających z art. 312¹ §1 pkt. 2 w związku z art. 431 §7 KSH, poprzez wydanie opinii na temat wartości godziwej akcji Spółki Grupa Niewiadów S.A. (dalej „Opinia”).

Podstawą naszej Opinii jest „Opracowanie określające wartość godziwą akcji Grupa Niewiadów Spółka Akcyjna” (dalej „Wycena”) przygotowane przez prowadzącego działalność gospodarczą, w zakresie profesjonalnego świadczenia usług wyceny przedsiębiorstw Rzeczoznawcę Majątkowego Marcina Korfanty, metodą majątkową, według stanu na 21 kwietnia 2025 roku.

Z uwagi na fakt, że głównym aktywem majątkowym GN S.A. są posiadane przez nią udziały w Spółce Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o., Wycena odnosi się w swoim zakresie w zasadniczej części do osobnego opracowania określającego wartość godziwą przedsiębiorstwa Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. z siedzibą w Osiedle Niewiadów – „Opracowanie określające wartość przedsiębiorstwa Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z ograniczoną odpowiedzialnością” (dalej „Opracowanie ZSP Niewiadów”), przygotowanego metodą dochodową, przez Rzeczoznawcę Majątkowego Marcina Korfanty, według stanu na 21 kwietnia 2025 r.

Źródła informacji

Prace związane z badaniem Wyceny zostały przeprowadzone w oparciu o informacje uzyskane od Zarządu GN S.A., w tym:

- Sprawozdanie finansowe GN S.A. za rok obrotowy kończący się 31 grudnia 2023 r., zbadane przez biegłego rewidenta (4Audyt Sp. z o.o.), który wydał o nim opinię bez zastrzeżeń;
- Wstępne Sprawozdanie finansowe GN S.A. za rok obrotowy kończący się 31 grudnia 2024 r., sporządzone przez Zarząd Spółki. Na dzień niniejszej Opinii sprawozdanie nie zostało zbadane przez biegłego rewidenta ani zatwierdzone przez Walne Zgromadzenie Spółki;
- Przygotowane na potrzeby badania bilans oraz rachunek zysków i strat GN S.A. na dzień 31 marca 2025 r. (obejmujący okres od 1 stycznia do 31 marca 2025 r.);
- Sprawozdania finansowe Spółki Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. za lata 2020 – 2023, sporządzone przez Zarząd Spółki, zatwierdzone przez Zgromadzenie Wspólników, nie podlegające obowiązkowi badania i w związku z tym niezbadane;

- Przygotowane na potrzeby badania bilans oraz rachunek zysków i strat Spółki Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. na dzień 31 marca 2025 r. (obejmujący okres od 1 stycznia do 31 marca 2025 r.);
- Prognozę finansową Spółki Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. obejmującą lata 2025–2034, bazującą na założeniach zarządczych i właścicielskich GN S.A.;
- Informacje, dokumenty księgowe i operacyjne udostępnione przez Spółkę oraz jej Zarząd i pracowników w formie ustnej lub pisemnej w toku prowadzonego badania, w szczególności informacje na temat historycznej sytuacji finansowej oraz wyników finansowych Spółek GN S.A. oraz Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Sp. z o.o. oraz założeń przyjętych na potrzeby Wyceny;
- Pisemne oświadczenie Zarządu spółki GN S.A. oraz Zarządu Spółki Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o., w szczególności dotyczące rzetelności i wiarygodności przyjętych prognoz, stanowiących podstawę Wyceny oraz Opracowania ZSP Niewiadów.

Biegły rewident założył, że wszystkie dokumenty i informacje udostępnione biegłemu przez Zarząd GN S.A. są autentyczne, rzetelne i kompletne, natomiast dane finansowe przedłożone ekspertowi przygotowującemu Raport z wyceny zostały opracowane z należytą starannością i na podstawie najlepszych możliwych założeń wynikających z wiedzy o Spółce i jej otoczeniu, z uwzględnieniem aktualnej i prognozowanej sytuacji rynkowej.

Ponadto biegły rewident założył, że informacje przekazane w formie ustnej lub pisemnej przez Zarząd GN S.A. oraz/lub osoby upoważnione, są zgodne z prawdą oraz że Zarząd GN S.A. przekazał wszystkie istotne informacje, które mogły mieć wpływ na Wycenę.

Dla potrzeb wydania niniejszej opinii biegły rewident nie badał autentyczności tych dokumentów oraz rzetelności danych finansowych w nich przedstawianych. W związku z powyższym, biegły rewident nie ponosi odpowiedzialności za rzetelność i prawidłowość udostępnionych dokumentów oraz przekazanych danych finansowych, i nie przyjmuje odpowiedzialności za ewentualną niezależną weryfikację tych dokumentów lub danych, w szczególności realizowaną na inne potrzeby.

Odpowiedzialność za sporządzenie Wyceny

Za rzetelność, prawidłowość i kompletność danych i informacjach zawartych w Wycenie przygotowanej przez Rzeczoznawcę Majątkowego Marcina Korfanty oraz w dokumentach księgowych i innych informacjach udostępnionych przez Spółkę oraz jej pracowników w toku realizacji niniejszego badania odpowiada Zarząd spółki GN S.A. Biegły rewident wydający niniejszą Opinię nie był zaangażowany w żadnym zakresie w prace nad sporządzeniem Wyceny.

Odpowiedzialność biegłego rewidenta i metodyka pracy

Przeprowadzone przez nas badanie Wyceny wartości godziwej akcji GN S.A., obejmowało w szczególności sprawdzenie poprawności metodologicznej oraz zgodności przyjętej metody wyceny z określonymi przez Zarząd GN S.A. założeniami.

Badanie przeprowadzono stosownie do postanowień:

- przepisów ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości z późn. zm (dalej ‘ustawa o rachunkowości’) oraz ustawy z dnia 11 maja 2017 roku o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym („Ustawa o biegłych rewidentach”– Dz. U. z 2024 r. poz. 1035 z późn. zm.).
- Krajowego Standardu Usług Atestacyjnych Innych niż badanie i przegląd 3000 (Z) w brzmieniu Międzynarodowego Standardu Usług Atestacyjnych (MSUA) 3000 (zmienionego) „Usługi atestacyjne inne niż badania lub przeglądy historycznych informacji finansowych”, przyjętego przez Krajową Radę Biegłych Rewidentów w Polsce na podstawie uchwały nr 2731/50a/2023 z dnia 5 maja 2023 roku.

Biegły rewident wykonujący niniejszą usługę atestacyjną oraz firma audytorska stosują Międzynarodowy Standard Zarządzania Jakością 1, który wymaga, aby firma zaprojektowała, wdrożyła i stosowała system zarządzania jakością, w tym polityki lub procedury odnośnie zgodności z wymogami etycznymi, standardami zawodowymi oraz mającymi zastosowanie wymogami prawnymi i regulacyjnymi.

W ramach badania Wyceny nie przeprowadziliśmy badania lub przeglądu w odniesieniu do sprawozdania finansowego Spółki, w rozumieniu Międzynarodowych Standardów Badania zatwierdzonych przez Krajową Radę Biegłych Rewidentów a także w rozumieniu art. 64 i 65 ustawy o rachunkowości, ani innych procedur weryfikacyjnych w odniesieniu do sprawozdań i informacji finansowych, w rozumieniu Krajowych Standardów Badania. Wobec powyższego opinia biegłego rewidenta na temat wyceny wartości godziwej akcji GN S.A. nie stanowi opinii biegłego rewidenta w rozumieniu ustawy o rachunkowości.

Wybór procedur badania zależy od osądu biegłego rewidenta, w tym jego oceny ryzyka wystąpienia istotnych nieprawidłowości w Wycenie.

Badanie Wyceny zaplanowaliśmy i przeprowadziliśmy w taki sposób, aby uzyskać wystarczającą pewność, że Wycena została ustalona w sposób rzetelny i poprawny, tj. zgodnie z metodologią i w oparciu o założenia podane w Wycenie. Nasze procedury obejmowały również uzyskanie zrozumienia metody sporządzonej Wyceny poprzez skierowanie zapytań do Zarządu Spółki oraz Rzeczoznawcy Majątkowego – Marcina Korfanty oraz uzyskanie od nich oświadczeń i informacji, które zostały przez nas uznane za niezbędne, aby uzyskać racjonalną pewność, że na bazie zastosowanej metodologii oraz przyjętych założeń Wycena została ustalona w sposób poprawny i rzetelny.

Deklaracja niezależności

Jesteśmy niezależni od spółek GN S.A. oraz PGM S.A., zgodnie z zasadami etyki określonymi w „Podręczniku Międzynarodowego kodeksu etyki zawodowych księgowych (w tym Międzynarodowych standardów niezależności)” przyjętym uchwałą Krajowej Rady Biegłych Rewidentów z dnia 17 grudnia 2023 r. w sprawie ustanowienia zasad etyki zawodowej biegłych rewidentów („Kodeks etyki”), oraz z innymi wymogami etycznymi, które mają zastosowanie, w tym z wymogami niezależności określonymi w Ustawie o biegłych rewidentach.

Metoda wyceny oraz wynik wyceny

Należy zwrócić uwagę, że w KSH nie został zdefiniowany termin „wartość godziwa”. W Polsce powszechnie wykorzystuje się definicję „wartości godziwej” w oparciu o art. 28 ust. 6 ustawy o rachunkowości, która wskazuje, że za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.

Spółka GN S.A. prowadzi działalność holdingową, jej głównym przedmiotem działalności jest zarządzanie innymi podmiotami, w związku z powyższym zgodnie z przedłożoną nam Wyceną, sporządzoną przez Rzeczoznawcę Majątkowego Marcina Korfanty, do wyceny wartości godziwej akcji spółki GN S.A. zastosowano podejście majątkowe i metodę wartości skorygowanych aktywów netto. Metoda skorygowanych aktywów netto polega na skorygowaniu wartości księgowych (bilansowych) poszczególnych składników majątku do ich aktualnych na datę wyceny wartości godziwych, a następnie pomniejszenie tak uzyskanej wartości o kwotę wycenionych do wartości godziwej zobowiązań.

Kluczowym majątkiem Spółki GN S.A. są posiadane przez nią udziały w Spółce Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. Spółka ta prowadzi działalność operacyjną w branży przemysłu obronnego. Wartość godziwa jej przedsiębiorstwa wyceniona została na dzień 21 kwietnia 2025 r. przez Rzeczoznawcę Majątkowego Marcina Korfanty przy użyciu podejścia dochodowego, metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF i zaprezentowana w Opracowaniu ZSP Niewiadów. Zastąpienie wartości bilansowej posiadanych przez GN S.A. udziałów w Spółce Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. jej oszacowaną w Opracowaniu ZSP Niewiadów wartością godziwą, stanowiło najbardziej wartościową korektę aktywów netto zastosowaną w Wycenie.

W ramach zastosowanego podejścia dochodowego, wartość przedsiębiorstwa Spółki Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. została ustalona na podstawie oczekiwanych, przyszłych korzyści ekonomicznych wynikających z posiadania przedmiotu wyceny. Korzyści te wyrażone są jako strumień dochodów dla akcjonariuszy lub wszystkich dawców kapitału (FCFF – and. Free cash flow to firm). Podstawą zastosowania metody dochodowej jest przypisanie przedmiotowi wyceny określonego strumienia dochodów.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych zakłada, że wartość kapitałów własnych wycenianego podmiotu na dzień sporządzenia wyceny jest równa bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych i stanowi sumę:

- zdyskontowanych na datę wyceny wolnych strumieni pieniężnych dla wszystkich dawców kapitału w okresie projekcji;
- zdyskontowanej na datę wyceny wartości rezydualnej przedsiębiorstwa po okresie projekcji;

korygowaną o wartość godziwą zadłużenia odsetkowego netto oraz wartość aktywów nieoperacyjnych.

Zgodnie z przedłożoną nam Wyceną, wartość godziwa 100% akcji Spółki Grupa Niewiadów S.A. na dzień 21 kwietnia 2025 r. wynosi 130.000.000,00 zł (sto trzydzieści milionów złotych), a wynikająca z tej wyceny wartość godziwa w przeliczeniu na jedną wyemitowaną akcję wynosi 23,21 złotych.

Zgodnie z przedłożoną nam Wyceną oraz Opracowaniem ZSP Niewiadów, wartość godziwa kluczowego majątku Spółki tj. 100% udziałów w Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. na dzień 21 kwietnia 2025 r. wynosi 133.000.000,00 zł (sto trzydzieści trzy miliony złotych).

Nasza Opinia

Uważamy, że wykonane przez nas procedury atestacyjne, w szczególności wyniki badania przekazanych dokumentów, przeprowadzone obliczenia oraz analizy własne, konsultację z niezależnym zewnętrznym ekspertem ds. wycen, rozmowy i uzgodnienia z Zarządem Spółki oraz rzeczoznawcą majątkowym Marcinem Korfanty, stanowią łącznie wystarczającą podstawę do wyrażenia opinii o wycenie wartości godziwej akcji Spółki Grupa Niewiadów Spółka Akcyjna.

W naszej opinii:

- zastosowane metody oraz sposób wyceny wartości godziwej akcji Spółki Grupa Niewiadów S.A. są zasadne,
- wartość godziwa została ustalona, we wszystkich istotnych aspektach, rzetelnie i poprawnie tj. zgodnie z metodologią i założeniami przedstawionymi w Wycenie.

Objaśnienia ze zwróceniem uwagi

Nie zgłaszając zastrzeżeń do prawidłowości zbadanej Wyceny, zwracamy uwagę na kwestie, które należy wziąć pod uwagę analizując wynik Wyceny i niniejszą Opinię.

Wyniki Wyceny są zależne od przyjętej przez Zarząd metody wyceny oraz prognoz rozwoju działalności Spółki i jej jednostek zależnych w latach 2025-2035 oraz w okresie rezydualnym.

Wyniki Wyceny bazują w zasadniczej części na wycenie wartości godziwej przedsiębiorstwa Zakłady Sprzętu Precyzyjnego Niewiadów Sp. z o.o. sporządzonej metodą przyszłych zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Kalkulacje metodami dochodowymi są silnie wrażliwe na kluczowe założenia, w tym m.in. dotyczącymi przyszłej marżowości i zdolności Spółki do generowania gotówki, kształtowania się zmian kapitału obrotowego netto w przyszłości, wysokości średnioważonego kosztu kapitału stanowiącego podstawę wyliczenia stopy dyskonta oraz stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych poza okresem prognozy.

W Opracowaniu ZSP Niewiadów przyjęto poniższe założenia:

- średnioroczna marża zysku EBITDA (zysk przed odsetkami, podatkami i amortyzacją) w okresie prognozy i okresie rezydualnym na poziomie ok. 12%,
- średnioroczną stopę wzrostu wartości generowanych przychodów ze sprzedaży w okresie prognozy na poziomie ok. 3,7%
- średnioważony koszt kapitału w okresie pierwszych 3 lat prognozy w wysokości 13,11%, następnie 11,87% w okresie długoterminowym i rezydualnym,
- rezydualną stopę wzrostu w wysokości 1%,
- brak innych istotnych zmian w przedmiocie i zakresie działalności Spółki.

Wyniki Wyceny przedstawiają konkretny scenariusz działalności Spółki i jej jednostek zależnych, odnoszący się do przyszłych zdarzeń, mogą na nie wpływać nieprzewidziane wydarzenia i okoliczności, nasza Opinia nie stanowi poświadczenia, że faktyczne wartości będą odpowiadać wartościom planowanym. Różnice pomiędzy wartościami rzeczywistymi a wartościami planowanymi mogą być istotne.

Ograniczenia wykorzystania

Opinia została sporządzona przy założeniu, że jej treść przeznaczona jest wyłącznie dla Adresatów niniejszej Opinii tj. dla Zarządu Grupy Niewiadów S.A. oraz Zarządu Polskiej Grupy Militarnej S.A. dla celów związanych z planowanym wniesieniem 100% akcji Spółki Grupa Niewiadów S.A. jako wkładu niepieniężnego do Spółki Polska Grupa Militarna S.A. i nie może być użyta w innym celu. Nie ponosimy odpowiedzialności za efekty wykorzystania opinii przez osoby trzecie, nie będące jej adresatem oraz za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym dokumencie.

Kluczowym biegłym rewidentem, odpowiedzialnym za badanie, którego rezultatem jest niniejsze sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta jest Błażej Stodułkiewicz. Kluczowy biegły rewident działa w imieniu Błażej Stodułkiewicz Charling Capital, z siedzibą w Katowicach, wpisanej na listę firm audytorskich pod numerem 4372.

Podpisano kwalifikowanym podpisem elektronicznym

Błażej Stodułkiewicz
Nr w rejestrze 13030
Katowice