

## **Uzupełnienie Załącznika nr 4 - Ustalenie wartości majątku Spółki Przejmującej**

Wartość księgowa netto Spółki – 722 857,6 tys. zł

Wynik wyceny metodą DCF - 1 427 945,9 tys. zł

Wynik wyceny metodą SAN / 1 053 849,9 tys. zł

Rekomendowana wartość akcji Spółki Zakłady Mechaniczne „BUMAR-ŁABĘDY” S.A. na dzień 1 kwietnia 2026 r.

Wartość właścicielska (EqV) 1 akcji – 4,89 zł

Wartość właścicielska (EqV) Spółki (100% akcji) – 1 302 047 962,53 zł

Uzasadnienie rekomendowanej wartości:

Wycena wartości BUMAR ŁABĘDY, przeprowadzona według stanu na dzień 1 kwietnia 2026 roku przy wykorzystaniu dwóch różnych metod szacunkowych dała następujące wyniki:

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) – 1 427 945,9 tys. zł

Metoda skorygowanych aktywów netto (SAN) – 1 053 849,9 tys. zł

Sytuacja, w której występuje różnica wyników wyceny wartości otrzymanych przy zastosowaniu różnych metod jest bardzo często spotykana w praktyce wyceny nie tylko podmiotów gospodarczych (ich akcji / udziałów), zorganizowanych i zintegrowanych części, ale także nawet odrębnych składników majątkowych. Po przeprowadzeniu procedury wyceniającej staje w związku z tym przed problemem wskazania, najbardziej prawdopodobnej wartości godziwej.

Wycena metodą skorygowanych aktywów netto (SAN) odzwierciedla wartość aktywów netto Spółki (aktywów pomniejszonych o zobowiązania), po uwzględnieniu korekt prowadzących do ustalenia wartości godziwych /rynkowych i/lub rzeczywistej treści ekonomicznej poszczególnych składników bilansu. Wartość Spółki określona tą metodą koncentruje się przede wszystkim w aktywach obrotowych – w szczególności w środkach pieniężnych, zapasach, rozliczeniach wynikających głównie z realizacji kontraktu długoterminowego oraz należnościach. Mniejszą, ale nadal istotną część majątku stanowią aktywa trwałe, w tym przede wszystkim nieruchomości i ruchomości tworzące infrastrukturę produkcyjną, administracyjną oraz nieruchomości inwestycyjne, a także pakiet akcji BUMAR-MIKULCZYCE. Po stronie pasywów na poziom wartości wpływają przede wszystkim zobowiązania krótkoterminowe, a w znacznie mniejszym zakresie również zobowiązania długoterminowe.

W kontekście wyceny majątkowej należy podkreślić, że przy określaniu wartości podmiotu jako funkcjonującej jednostki gospodarczej (*going concern*) nie można ograniczać się wyłącznie do analizy zasobów majątkowych. Kluczowe znaczenie ma zdolność do efektywnego wykorzystania posiadanego potencjału – zarówno materialnego, jak

i niematerialnego. Jednocześnie część składników majątkowych, w szczególności elementy kapitału obrotowego netto oraz środki pieniężne, pozostaje bezpośrednio powiązana z wynikami uzyskiwanymi w podejściu dochodowym.

Wycena majątkowa stanowi jednak istotny punkt odniesienia i zabezpieczenie przed ewentualnym przeszacowaniem wynikającym z założeń modelu DCF, zwłaszcza w warunkach podwyższonej niepewności makroekonomicznej i geopolitycznej. Ma to szczególne znaczenie w sektorze zbrojeniowym, w którym istotną część wartości przedsiębiorstwa stanowią zasoby takie jak technologie, nieruchomości czy specjalistyczne zaplecze produkcyjne. W takim przypadku podejście majątkowe pełni rolę konserwatywnego oszacowania, stanowiąc solidny fundament wartości wynikający z posiadanych aktywów i odpowiadających im zobowiązań.

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) jest powszechnie stosowana i uznawana za jedno z podstawowych narzędzi wyceny przedsiębiorstw funkcjonujących w warunkach kontynuacji działalności. Pozwala ona oszacować wartość podmiotu w oparciu o jego zdolność do generowania wolnych przepływów pieniężnych w przyszłości.

W przypadku podmiotów z branży zbrojeniowej, charakteryzujących się długoterminowymi kontraktami oraz specyficznym cyklem realizacji zamówień, metoda DCF umożliwia uwzględnienie potencjału operacyjnego oraz przyszłych korzyści ekonomicznych wynikających z realizacji przyjętej strategii działalności.

Wartość dochodowa BUMAR-ŁABĘDY wynika z prognozy opracowanej przez Spółkę, która odzwierciedla zakładane strategiczne kierunki jej działalności operacyjnej, obejmujące w szczególności:

- działalność realizowaną w oparciu o posiadany potencjał produkcyjny, organizacyjny i technologiczny, w obszarze modernizacji, remontów oraz wsparcia eksploatacyjnego ciężkich platform pancernych użytkowanych przez Siły Zbrojne RP,
- rozwój działalności planowany w związku z realizacją przedsięwzięcia inwestycyjnego, którego celem jest zwiększenie potencjału Spółki oraz pozyskanie kompetencji w obszarze nowych platform pancernych, obejmujących czołgi K2/K2PL i komponenty do tych czołgów, pojazdy towarzyszące oraz ciężkie bojowe wozy piechoty.

W szacunkach, obok wyników operacyjnych, uwzględniono również zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto oraz nakłady inwestycyjne związane zarówno z bieżącą działalnością, jak i planowanym rozwojem Spółki.

Biorąc powyższe pod uwagę, zdaniem Wykonawcy dla określenia wartości godziwej BUMAR-ŁABĘDY uzasadnione jest zastosowanie średniej ważonej wyników uzyskanych metodą dochodową i majątkową, przy czym większą wagę – 2/3 – przypisano wynikowi wyceny metodą DCF, a mniejszą – 1/3 – wynikowi wyceny metodą SAN.

$$\text{EqV} = 2/3 \times \text{DCF} + 1/3 \times \text{SAN} \quad \text{EqV wartość właścicielska Spółki}$$

DCF wynik wyceny metodą DCF

SAN wynik wyceny metodą SAN

Wartość jednej akcji Spółki, ustalona jako średnia ważona wyników uzyskanych metodami DCF i SAN, z uwzględnieniem struktury kapitałowej na dzień 1 kwietnia 2026 r. (w zaokrągleniu do 1 grosza): **4,89 zł/** akcja ( $2/3 \times 1\,427\,945,9$  tys. zł +  $1/3 \times 1\,053\,849,9$  tys. zł) /  $266\,267\,477$  akcji x 1 000

Wartość 100% akcji Spółki, ustalona jako iloczyn liczby akcji w kapitale zakładowym na dzień 1 kwietnia 2026 roku oraz oszacowanej wartości jednej akcji, kształtuje się na poziomie: **1 302 047 962,53** zł ( $4,89$  zł/akcja x  $266\,267\,477$  akcji)

W imieniu ZMBŁ:

---

*Monika Kruczek*

Prezes Zarządu

---

*Anna Szymańska-Teliczek*

Członek Zarządu

---

*Sławomir Jagosz*

Członek Zarządu

---

*Leszek Rózdzeński*

Członek Zarządu

W imieniu ZMM

---

*Tomasz Polus*

Prezes Zarządu