

Raport z wyceny wartości przedsiębiorstwa

BulletProve sp. z o.o.

sporządzonej na dzień 30 września 2025 r.



EQUITY ADVISORS

Equity Advisors sp. z o.o. sp.k.

Kraków, 30 listopada 2025 r.

Spis treści

Podsumowanie.....	3
1. Wycena	4
1.1 Zakres prac i podstawa ich przeprowadzenia	4
1.2 Źródła danych.....	5
1.3 Wycena bieżącej działalności operacyjnej metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)	5
1.4 Wycena posiadanych praw własności intelektualnej metodą zwolnienia z opłat licencyjnych (Relief from Royalty Method - RfR)	14
2. Wycena potencjalnych projektów dofinansowanych ze środków unijnych.....	21
2.1 Wycena potencjalnych projektów podwykonawczych	21
2.2 Wycena potencjalnych projektów własnych planowanych do realizacji przez Spółkę	22
3. Spółka.....	27
4. Skróty	31
5. Zastrzeżenia.....	32
Załącznik 1 – IP spółki.....	33
Załącznik 2 – opis projektów, które Spółka planuje realizować przy wsparciu środków unijnych	34
Załącznik 3 – porównywalne IP	36

Podsumowanie

Wyniki przeprowadzonej wyceny wskazują, że wartość udziałów BulletProve sp. z o.o. („BulletProve”, „Spółka”) kształtuje się na poziomie **10 351 tys. zł**, na co składa się wartość bieżącej działalności operacyjnej wyceniona na **7 595 tys. zł** oraz wartość posiadanego IP – systemu wspierającego trening strzelców długodystansowych (opisanego szerzej w załączniku 1) – w wysokości **2 756 tys. zł**.

Na dzień wyceny kapitał zakładowy Spółki dzieli się na 100 udziałów. W konsekwencji, oszacowana wartość jednego udziału wynosi **103 507,08 zł**.

Szacunek wyceny bieżącej działalności operacyjnej przeprowadzony został z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która została szczegółowo scharakteryzowana w punkcie 1.3 poniżej.

Szacunek wyceny IP posiadanego przez Spółkę przeprowadzony został z wykorzystaniem metody zwolnienia z opłat licencyjnych (RfR), która została szczegółowo scharakteryzowana w punkcie 1.4 poniżej.

Tabela 1. Oszacowana wartość BulletProve (w tys. zł)

Metoda	DCF	RfR
Bieżąca działalność operacyjna	7 595	-
Posiadane IP	-	2 756
Wartość Spółki (w tys. zł)	10 351	

Źródło: opracowanie własne Equity Advisors.

Niezależnie od bieżącej działalności operacyjnej Spółka występuje jako podwykonawca w kilku projektach, dla których wykonawcy ubiegają się albo zamierzają ubiegać się o dofinansowanie ze środków unijnych. Ze względu na istotny poziom ryzyka — w szczególności dotyczący przyznania dofinansowania, realizacji projektów zgodnie z założeniami oraz osiągnięcia zakładanych marż — działalność ta została przeanalizowana i wyceniona niezależnie od podstawowej wyceny Spółki. Otrzymana wartość odzwierciedla jedynie potencjał tej części działalności przy założeniu, że wszystkie projekty uzyskają finansowanie i zostaną wykonane zgodnie z planem. Z tego względu wartość projektów podwykonawczych nie została włączona do wyceny bieżącej działalności operacyjnej, lecz stanowi dodatkową, warunkową korzyść mogącą przełożyć się na istotny wzrost wartości Spółki w przyszłości.

Szacunek wyceny projektów unijnych, w których Spółka występuje jako podwykonawca, przeprowadzony został z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która została szczegółowo scharakteryzowana w punkcie 1.3 poniżej. Założenia specyficzne dla tych projektów oraz ich wycena zostały przedstawione w punkcie 2.1 poniżej.

Ponadto Spółka ubiega się o dofinansowanie ze środków unijnych w 2 projektach (Snajper i BespokeSilence opisanych szerzej w załączniku 2), które planuje zrealizować samodzielnie, a następnie skomercjalizować. Działalność ta obarczona jest istotnie wyższym poziomem ryzyka niż projekty podwykonawcze opisane powyżej— oprócz ryzyka uzyskania finansowania obejmuje również ryzyka technologiczne, harmonogramowe i rynkowe związane z komercjalizacją nowych produktów oraz osiągnięciem zakładanych parametrów sprzedażowych. Z uwagi na te czynniki

projekty własne zostały wycenione oddzielnie od podstawowej działalności operacyjnej, a uzyskana wartość ma charakter wyłącznie potencjalnej korzyści, która nie została uwzględniona w głównej wycenie Spółki i może zmaterializować się jedynie w przypadku skutecznego pozyskania finansowania i pomyślnej komercjalizacji rozwiązań.

Szacunek wyceny projektów unijnych, które Spółka planuje realizować samodzielnie, przeprowadzony został z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która została szczegółowo scharakteryzowana w punkcie 1.3 poniżej. Założenia specyficzne dla tych projektów oraz ich wycena zostały przedstawione w punkcie 2.2 poniżej.

Tabela 2. Oszacowana wartość działalności związanej z projektami unijnymi (w tys. zł)

Metoda	DCF
Projekty podwykonawstwo	3 619
Projekty własne	27 873

1. Wycena

1.1 Zakres prac i podstawa ich przeprowadzenia

Niniejszy raport stanowi podsumowanie wyników wyceny przeprowadzonej na zlecenie Spółki. Celem wyceny było oszacowanie wartości przedsiębiorstwa BulletProve.

Wycena została wykonana na dzień **30 września 2025 r.**

Zakres prac obejmował:

- 1) przygotowanie wyceny bieżącej działalności operacyjnej Spółki w oparciu o:
 - historyczne dane finansowe Spółki za okres od 1 stycznia 2020 r. do 30 września 2025 r.,
 - prognozy wyników finansowych Spółki na okres IX-XII 2025 oraz na lata 2026-2030 przygotowane przez BulletProve,
 - inne założenia rynkowe przyjęte przez Equity Advisors.
- 2) przygotowanie wyceny wartości posiadanego IP – systemu wspierającego trening strzelców długodystansowych – w oparciu o:
 - prognozy przychodów z tytułu komercjalizacji IP przygotowane przez BulletProve,
 - inne założenia rynkowe przyjęte przez Equity Advisors.

Wycena bieżącej działalności operacyjnej została przeprowadzona metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, a wycena IP metodą zwolnienia z opłat licencyjnych.

1.2 Źródła danych

Equity Advisors przeprowadzając wycenę wartości Spółki wykorzystywał następujące dane:

- sprawozdania finansowe BulletProve za lata 2020 – 2024 oraz za okres od 1 stycznia 2025 r. do 30 września 2025 r.;
- prognozy wyników finansowych z bieżącej działalności operacyjnej BulletProve na 4 kwartał 2025 r. oraz na lata 2026 – 2030 przygotowane przez Spółkę;
- prognozy przychodów z tytułu komercjalizacji IP przygotowane przez BulletProve;
- wyjaśnienia ze Spółki w zakresie osiąganych przychodów, wybranych pozycji bilansowych oraz kosztów statych działalności;
- informacje o marżach osiąganych na pierwszym projekcie z zakresu kontroli jakości, który Spółka realizuje w 2025 r.;
- wnioski o dofinansowanie dla IP oraz projektów Snajper VR i BespokeSilence;
- materiały marketingowe Spółki, opis działalności dostępny na stronie internetowej <https://bulletprove.pl/>;
- literaturę z zakresu teorii finansów oraz wyceny przedsiębiorstw;
- informacje pozyskane z bazy danych S&P Capital IQ oraz Mergermarket;
- informacje pozyskane z bazy danych D&B Hoovers oraz Krajowego Rejestru Sądowego.

1.3 Wycena bieżącej działalności operacyjnej metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Do oszacowania wartości bieżącej działalności operacyjnej BulletProve wykorzystano metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Jest to metoda najbardziej popularna spośród metod dochodowych, zakładająca, że wartość przedsiębiorstwa równa się sumie zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową, generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych, które po skumulowaniu i zsumowaniu tworzą łączny strumień pieniężny pozostający do dyspozycji firmy lub właścicieli.

Wycena kapitałów własnych metodą DCF może zostać sporządzona na podstawie przepływów środków pieniężnych dla akcjonariuszy („FCFE”) lub przepływów wolnych środków pieniężnych dostępnych dla firmy („FCFF”). Przy niniejszej wycenie zastosowano metodę DCF opartą na FCFF.

Mocną stroną metody DCF jest:

- szczegółowa analiza oparta o fundamenty spółki,
- uwzględnienie zmian i korzyści wynikających z planów strategicznych,
- oszacowanie korzyści z planowanych / realizowanych inwestycji,
- mniejsze ryzyko manipulacji danymi niż w przypadku analizy jedynie wybranych pozycji wynikowych,
- uwzględnienie zmiany wartości pieniądza w czasie.

Ograniczeniem metody DCF jest fakt, iż:

- w niewielkim stopniu uwzględnienia otoczenie przedsiębiorstwa oraz zmiany zachodzące na rynku i wpływ konkurencji,
- wycena dokonywana jest w oparciu o przyszłe przepływy pieniężne co niesie za sobą ryzyko wynikające z analizowania danych prognozowanych.

Wartość kapitałów własnych w metodzie DCF spółki stanowi sumę:

- przepływów dla wszystkich dawców kapitału (FCFF) w analizowanym okresie prognozy, zdyskontowanych na dzień wyceny,
- zdyskontowanej wartości rezydualnej spółki po okresie prognozy oraz
- wartości gotówki pomniejszonej o wartość rynkową zadłużenia na dzień wyceny.

Wzór na kalkulację zdyskontowanych przepływów pieniężnych przedstawiono poniżej:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC - g) \times (1+WACC_n)^n}$$

gdzie:

FCFF – wolne przepływy pieniężne dla firmy liczone jako wartość EBIT po uwzględnieniu podatków powiększonej o amortyzację, zmianę kapitału pracującego i wydatki inwestycyjne (CAPEX)

WACC – średnioważony koszt kapitału

g – wskaźnik wzrostu w okresie rezydualnym

n – liczba okresów objętych dokładną prognozą

Przyjęty horyzont dokładnych prognoz wynika z sytuacji rynkowej i poziomu rozwoju Spółki.

FCFF dyskontowane są z wykorzystaniem średniego ważonego kosztu kapitału – WACC. W przypadku kalkulacji jest on wynikiem formuły:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{V} + k_d \times (1 - t) \times \frac{D}{V}$$

$$V = E + D$$

gdzie:

k_e – koszt kapitału własnego,

k_d – koszt kapitału obcego,

E – wartość rynkowa kapitału własnego,

D – wartość rynkowa kapitału obcego,

t – marginalna stopa podatkowa,

W literaturze spotyka się wiele rodzajów metod wykorzystywanych do kalkulacji kosztu kapitału własnego. Najbardziej popularne modele to:

- Model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), który zakłada liniową zależność pomiędzy ryzykiem a stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału.
- Model APT (*Arbitrage Pricing Theory*) – polega na określeniu możliwie pełnej listy czynników rynkowych wpływających na wartość danego rynku i wyliczeniu ich wpływu poprzez określenie współczynników.

- Model DDM (*Dividend Discount Model*) – polega na wyliczeniu kosztu kapitału w oparciu o przewidywane płatności dywidend oraz bieżącą wartość rynkową przedsiębiorstwa.
- Model BUM (*Build-Up Model*) polega na sumowaniu różnego rodzaju współczynników ryzyka w oparciu o rynkowe wartości oraz arbitralnie określone współczynniki w odniesieniu do rodzaju aktywa, jakie podlega wycenie.

Spśród wymienionych, najczęściej spotykanym sposobem szacowania kosztu kapitałowego w państwach posiadających rozwinięty rynek kapitałowy jest model CAPM. W niniejszej wycenie zastosowano zmodyfikowaną wersję modelu CAPM, która obejmuje również tzw. ryzyko specyficzne.

Koszt kapitału własnego został obliczony w oparciu o model MCAPM (*Modified Capital Asset Pricing Model*) zgodnie z poniższą formułą:

$$R = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

gdzie:

R_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka

β – wrażliwość na ryzyko rynkowe

$(R_m - R_f)$ – premia za ryzyko rynkowe

R_s – premia za ryzyko specyficzne

MCAPM jest modyfikacją podstawowego modelu CAPM, które pozwala ująć ryzyko niesystematyczne, specyficzne dla wycenianego podmiotu.

Przyjmuje się, że najlepszym parametrem określającym stopę wolną od ryzyka jest stopa zwrotu z dłużnych instrumentów emitowanych

przez Państwo¹. **Stopa zwrotu wolna od ryzyka** została przyjęta na poziomie rentowności 10 - letnich polskich obligacji skarbowych na 30 września 2025 r. – 5,496 proc².

Współczynnik β - skorygowany, lewarowany współczynnik beta, miernik ryzyka systematycznego ponoszonego przez właścicieli kapitału. Współczynnik ten uwzględnia ryzyko operacyjne oraz ryzyko finansowe podejmowane przez przedsiębiorstwo. Współczynnik beta jest pochodną trzech zmiennych: branży, w której działa przedsiębiorstwo, stopnia dźwigni operacyjnej oraz stopnia dźwigni finansowej. Współczynnik ten odzwierciedla zmienność cen akcji przedsiębiorstwa działającego na danym rynku na tle zmienności całego indeksu. Im większa zmienność kursu akcji w stosunku do indeksu rynkowego tym większe ryzyko, a tym samym wyższa wartość współczynnika beta. Dla potrzeb wyceny Spółki oszacowanie lewarowanego współczynnika beta oparto o niezadłużony wskaźnik beta skorygowany o poziom gotówki dla sektora Software System&Application publikowany przez Aswatha Damodarana dotyczącego notowanych europejskich spółek. Poziom bazowego wskaźnika (unlevered beta corrected for cash) wynosi 1,06. Poniższa tabela przedstawia wartości wskaźnika beta dla poszczególnych sektorów w Europie na 2025 r.

¹ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin "Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm", WIG Press, Warszawa 1997, s. 249

² www.investing.com, data dostępu: 26/11/2025.

Tabela 3. Wartości współczynnika β dla poszczególnych kategorii

Sektor	Liczba firm	Beta	Wskaźnik D/E	Beta odlewarowana	Śr. pieniężne / Wartość firmy	Beta odlewarowana skorygowana o poziom śr. pieniężnych
Software (Entertainment)	58	1,18	0,071	1,12	7,43%	1,21
Software (Internet)	24	1,17	0,453	0,87	3,24%	0,9
Software (System & Application)	311	1,06	0,06	1,01	4,60%	1,06
Steel	59	1,05	0,622	0,71	23,36%	0,93
Telecom (Wireless)	11	0,77	1,68	0,34	8,72%	0,37

Źródło:

<https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fpages.stern.ny.u.edu%2F~adamodar%2Fpc%2Fdatasets%2FbetaEurope.xls&wdOrigin=BROWSELINK>
 data dostępu: 26 listopada 2025.

Premia za ryzyko rynkowe została założona na poziomie **5,46%**.

Premia ta odzwierciedla medianę stóp zwrotu z aktywów kapitałowych powyżej stopy zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka, jaka wymagana jest przez inwestorów w długim horyzoncie czasowym. Tabela poniżej przedstawia statystyki dotyczące ryzyka rynkowego w 2025 r. przygotowane przez Aswatha Damodarana.

Wskaźnik D/E przyjęto na poziomie 0,06. Parametr ten odzwierciedla docelową strukturę kapitału właściwą dla spółek technologicznych z sektora oprogramowania oraz rozwiązań wizyjnych, które w początkowej fazie rozwoju finansowane są głównie kapitałem własnym. Wartość 0,06 odpowiada medianie relacji długu do kapitału własnego obserwowanej w europejskich spółkach z branży

Software (System & Application), publikowanej przez Aswatha Damodarana.

Tabela 4. Premie za ryzyko rynkowe w 2025 r.

Kraj	Rating agencji Moody	Spread oparty na ratingach	Całkowita premia za ryzyko kapitałowe	Premia za ryzyko krajowe
Peru	Baa1	1,58%	6,46%	2,13%
Filipiny	Baa2	1,89%	6,87%	2,54%
Polska	A2	0,84%	5,46%	1,13%
Portugalia	A3	1,19%	5,93%	1,60%
Katar	Aa3	0,49%	4,99%	0,66%

Źródło:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html;
data dostępu: 26 listopada 2025.

Premia za ryzyko specyficzne określona została na poziomie **5,0%** i uwzględnia wczesną fazę rozwoju działalności Spółki w segmencie wizyjnej kontroli jakości, brak stabilnej historii wyników oraz wysoki poziom koncentracji przychodów, wynikający z uzależnienia od jednego kontrahenta. Dodatkowo projekty integratorskie w obszarze automatyki i systemów wizyjnych charakteryzują się dużą zmiennością rentowności i ryzykiem technicznym, natomiast działalność w obszarze przygotowywania wniosków o dofinansowanie cechuje się cyklicznością i niepewnością wynikającą z warunków przyznawania grantów.

Koszt długu przedsiębiorstwa został przyjęty na poziomie **7,09%**³ na postawie kosztów kredytu obrotowego podmiotów działających w Polsce.

³ https://www.theglobaleconomy.com/Poland/business_credit_interest_rate/, data dostępu: 26/11/2025.

⁴ Fuzje i przejęcia, pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 2009, s. 321.

Wartość rezydualna

W praktyce gospodarczej szczegółowa wycena wolnych przepływów pieniężnych zazwyczaj jest kalkulowana na okres obejmujący od kilku do kilkunastu lat. Nie sporządza się dokładnych prognoz wolnych przepływów pieniężnych w perspektywie kilkudziesięciu lat, pomimo założenia, że spółka będzie nadal istniała i prowadziła działalność. Dlatego też, ich wartość nie może zostać pominięta przy wycenie danego podmiotu gospodarczego. Wartość dochodów generowanych w latach wykraczających poza okres dokładnej prognozy wyraża się poprzez wartość rezydualną⁴.

Jako że w wycenie posłużono się modelem FCFF, posłużono się modelem Gordona, który zakłada, że wolne przepływy pieniężne dla podmiotu w okresie po dokładnych prognozach będą rosły stale o dany współczynnik. Zgodnie z wykorzystywanym modelem wzór na wartość rezydualną wygląda następująco:

$$\text{wartość rezydualna} = \frac{FCFF_T(1 + g)}{(WACC_{T+1} - g)}$$

gdzie:

FCFF_T - wolne przepływy pieniężne przedsiębiorstwa w ostatnim roku prognozy

g - oczekiwana stopa wzrostu/spadku FCFF w nieskończonym okresie

WACC_{T+1} - średni ważony koszt kapitału w pierwszym roku po prognozie szczegółowej

Determinanty wartości końcowej właściwe dla powyższego wzoru⁵:

⁵ M. Panfil, Wartość końcowa a wartość przedsiębiorstwa w modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), Zeszyty Naukowe Uniwersytetu

- wartość wolnych przepływów pieniężnych FCFF – z ostatniego roku prognozy szczegółowej;
- stopa wzrostu lub spadku wartości g ; zakładany wzrost w okresie rezydualnym został przyjęty na poziomie 2,5%, tj. na poziomie celu inflacyjnego NBP;
- wartość WACC z ostatniego roku prognozy.

W praktyce gospodarczej model Gordona jest metodą najczęściej stosowaną do kalkulacji wartości końcowej (rezydualnej)⁶. Model Gordona jest użyteczny zwłaszcza dla inwestorów, którzy nie mają wpływu na politykę dywidendową firmy.

Przychody i zysk operacyjny

W zakresie kontroli bezpieczeństwa założono:

- przychody w 4 kwartale 2025 r. na poziomie wynikającym z faktur wystawionych pierwszemu klientowi we wrześniu oraz faktury końcowej planowanej do wystawienia w grudniu 2025 r.;
- marżę na poziomie 15%;
- w 2026 r. prawie dwukrotny wzrost przychodów w stosunku do 4 kwartału 2025 r. wynikający z dodatkowych zleceń od obecnego klienta oraz pozyskania nowych klientów w tej samej branży, przy jednoczesnym wzroście marży do 26,3% będącym konsekwencją zdobytego know-how w nowej działalności;
- od 2027 r. coroczny wzrost przychodów o 31,3% przy utrzymaniu marży na poziomie 26,4%.

W zakresie cyberbezpieczeństwa założono:

- brak przychodów w 4 kwartale 2025 r.;

- przychody na poziomie 300 tys. zł w 2026 r., 400 tys. zł w 2027 r. i 500 tys. zł od 2028 r.;

- realizację usług w oparciu o aktualnie posiadany zespół.

W zakresie wniosków o dofinansowanie założono:

- złożenie w imieniu klientów w 2026 r. 8 wniosków, w 2027 r. 10 wniosków, w 2028 r. 12 wniosków, w 2029 r. 15 wniosków i w 2030 r. 18 wniosków;
- średnią wartość wnioskowanego dofinansowania na poziomie 12 mln zł;
- stałą opłatę za przygotowanie wniosku w wysokości 20 tys. zł;
- success-fee w wysokości 4,5% uzyskanego dofinansowania;
- skuteczność w pozyskiwaniu dotacji na podstawie złożonych wniosków na ostrożnym poziomie 15%;
- realizację usług w oparciu o aktualnie posiadany zespół.

Koszty stałe działalności

Na koszty stałe działalności Spółki składają się: wynagrodzenie obecnego 5-osobowego zespołu, wynajem biura, obsługa prawna, rezerwa na pozostałe koszty, w tym ewentualne zwiększenie zespołu.

Tabela 5. Koszty stałe działalności Spółki (w tys. zł)

	2026	2027	2028	2029	2030
Wynagrodzenia obecnego zespołu	840	865	891	918	945
Biuro	120	120	120	120	120

⁶ *Szczecińskiego Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia* nr 639(37), Szczecin 2011, s. 604.

⁶ *Ibidem*, s. 601.

Obsługa prawna	65	65	65	65	65
Inne	250	250	250	250	250
Razem	1 275	1 300	1 326	1 353	1 380

Źródło: Spółka

Nakłady inwestycyjne

Założono, że działalność nie będzie wymagała dodatkowych nakładów inwestycyjnych, które nie byłyby ujęte w marży z realizacji projektów.

Kapitał pracujący

Założono, że w okresie prognozy kapitał pracujący będzie wynosił 15% rocznych przychodów osiągniętych przez Spółkę w segmencie kontroli jakości. Przyjęty poziom odzwierciedla charakter działalności Spółki, w której dominują projekty o profilu inżynieryjno-wdrożeniowym, obejmujące projektowanie, wykonanie oraz montaż stanowisk do automatycznej, wizyjnej kontroli jakości. Tego typu projekty charakteryzują się istotnym zaangażowaniem kapitału

w fazie realizacji – w szczególności w zakresie zakupu komponentów, materiałów, podwykonawstwa oraz prac montażowych – podczas gdy przychody są rozpoznawane i fakturowane zwykle po zakończeniu kluczowych etapów projektu. Ponadto standardem rynkowym są wydłużone terminy płatności po stronie klientów przemysłowych (30–60 dni), przy jednocześnie krótszych terminach regulowania zobowiązań wobec dostawców i podwykonawców. W efekcie generuje to potrzebę utrzymywania dodatniego kapitału pracującego na poziomie zbliżonym do przyjętego parametru. Założenie 15% mieści się w typowym zakresie obserwowanym dla przedsiębiorstw realizujących kompleksowe projekty integratorskie i wdrożeniowe w sektorach automatyki, robotyki i systemów wizyjnych.

Oszacowana wartość bieżącej działalności operacyjnej BulletProve metodą DCF na dzień 30 września 2025 roku wynosi 7 595 tys. zł.

Tabela 6. Model wyceny bieżącej działalności operacyjnej BulleŃProve metodą DCF

Dane w tys. zł	2022	2023	2024	I-IX 2025	X-XII 2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	P- wartość rezydualna
Przychody ze sprzedaży	275	1 429	185	930	956	2 782	3 480	4 353	5 915	7 238	-
- Kontrola jakości					956	1 782	2 340	3 073	4 035	5 298	
- Cyberbezpieczeństwo					-	300	400	500	500	500	
- Wnioski dotacyjne					-	700	740	780	1 380	1 440	
Zmiana rok-na-rok	-70%	420%	-87%	0%	1019%	48%	25%	25%	36%	22%	
Marża operacyjna	-476,1%	150,3%	-792,3%	-37,4%	0,0%	7,0%	13,2%	17,6%	26,9%	27,1%	
Zysk operacyjny	-1 309	2 148	-1 467	-348	143	194	458	765	1 593	1 959	-
Zmiana rok-na-rok	-	-264%	-168%	-76%	0%	-195%	136%	67%	108%	23%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	0%	0%	0%	0%	0%	19%	19%	19%	19%	19%	
Zysk operacyjny * (100%-T)	-1 309	2 148	-1 467	-348	143	157	371	620	1 290	1 587	-
Zmiana rok-na-rok	-	-264%	-168%	-76%	0%	-177%	136%	67%	108%	23%	
EBITDA	-1 269	2 526	-1 296	-297	143	194	458	765	1 593	1 959	-
Zmiana rok-na-rok	-	-	-	-	0%	-	136%	67%	108%	23%	
Marża EBITDA	-461,6%	176,8%	-700,0%	-31,9%	15,0%	7,0%	13,2%	17,6%	26,9%	27,1%	
Amortyzacja	40	378	171	51	-	-	-	-	-	-	-
Zysk operacyjny * (100%-T) + Amortyzacja	- 1 269	2 526	-1 296	-297	143	157	371	620	1 290	1 587	-
Zmiana rok-na-rok	-	-	-	-	0%	-	136%	67%	108%	23%	
Nakłady inwestycyjne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kapitał pracujący	-962	771	-542	291	283	267	351	461	605	795	-
Kapitał pracujący jako % przychodów	-350%	54%	-293%	31%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
Zmiana kapitału pracującego	-657	1 733	-1 313	832	-8	-16	84	110	144	190	-
Wpływy z emisji akcji	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wolne przepływy pieniężne	-612	793	17	-1 129	151	173	287	510	1 146	1 397	-
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Premia za ryzyko na rynku akcji w PL					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Beta oddłużona					1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	
Beta skorygowana o bieżący poziom zadłużenia					1,12	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	
Premia za ryzyko specyficzne					5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Szacowany koszt kapitału własnego					16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	



Koszt długu							
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	
Efektywna stopa podatkowa	0,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Koszt długu po opodatkowaniu	7,1%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
Średni ważony koszt kapitału (WACC)							
Udział długu	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Udział kapitału własnego	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Koszt długu po opodatkowaniu	7,1%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	16,1%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Składana stopa dyskontowa	1,04	1,20	1,40	1,62	1,88	2,18	2,18
Współczynnik dyskonta	0,96	0,83	0,72	0,62	0,53	0,46	0,46
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych narastająco	146	291	501	825	1 459	2 132	
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych	146	143	206	315	611	642	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów finansowych							2 064
Waga długu w okresie rezydualnym							0,06
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym							0,94
WACC w okresie dokładnych prognoz							16,0%
WACC w okresie rezydualnym							16,0%
Nominalny wzrost wolnych przepływów finansowych							2,5%
Wartość rezydualna							11 88
Wartość bieżąca wartości rezydualnej							5 463
Wartość bieżącej działalności operacyjnej spółki							7 527
Gotówka							68
Dług odsetkowy							0
Wartość spółki uwzględniająca bieżącą działalność operacyjną							7 595

Źródło: opracowanie Equity Advisors.



1.4 Wycena posiadanych praw własności intelektualnej metodą zwolnienia z opłat licencyjnych (Relief from Royalty Method - RfR)

Spółka posiada istotne prawa własności intelektualnej wypracowane w latach poprzednich w ramach projektu systemu wspierania strzelców długodystansowych. IP zostało opisane w załączniku 1.

Istnieją trzy podstawowe podejścia do wyceny własności intelektualnej (IP) uznawane w praktyce profesjonalnej oraz w standardach międzynarodowych (np. IVS 210):

Podejście porównawcze (Market Approach)

Podejście porównawcze szacuje wartość IP poprzez odniesienie do porównywalnych transakcji obejmujących podobne aktywa w zbliżonych okolicznościach. Metoda ta wymaga dostępu do odpowiednio szczegółowych danych rynkowych dotyczących umów licencyjnych, transakcji nabycia lub stawek tantiem. Choć jest bardzo użyteczna, gdy takie dane są dostępne, jej zastosowanie bywa ograniczone ze względu na brak przejrzystości transakcji związanych z własnością intelektualną.

Podejście dochodowe (Income Approach)

Podejście dochodowe opiera się na zasadzie, zgodnie z którą wartość IP równa jest bieżącej wartości przyszłych korzyści ekonomicznych, jakie aktywo to ma generować. W ramach tego podejścia można zastosować kilka konkretnych metod, w tym:

- metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF): bezpośrednio prognozuje dochody przypisane do IP, dyskontowane odpowiednią, skorygowaną o ryzyko stopą;
- metoda „zwolnienia z opłat licencyjnych” (Relief from Royalty, RFR): powszechnie akceptowany wariant podejścia dochodowego. Metoda ta szacuje wartość na podstawie hipotetycznych opłat licencyjnych, jakie firma musiałaby płacić za prawo do korzystania z IP, gdyby nie była jego właścicielem. Wymaga ona określenia odpowiedniej stawki tantiemy (na podstawie porównań rynkowych), prognoz przychodów przypisanych do IP oraz właściwej stopy dyskontowej, odzwierciedlającej ryzyko i wartość pieniądza w czasie.

Metoda RFR jest szczególnie odpowiednia dla IP o wyraźnych zastosowaniach komercyjnych, jasno zdefiniowanym obszarze wykorzystania i dostępnych rynkowych odpowiednikach, takich jak technologie patentowe, oprogramowanie własne czy platformy zastrzeżone.

Podejście kosztowe (Cost Approach)

Podejście kosztowe wycenia IP na podstawie kosztu odtworzenia lub zastąpienia aktywa innym o równoważnej użyteczności, skorygowanym o czynniki takie jak utrata wartości, przestarzałość technologiczna czy nieodtworzalne elementy. Najbardziej adekwatną metodą w kontekście IP jest:

- metoda kosztu odtworzenia (Replacement Cost Method, RCM): oblicza aktualny koszt zastąpienia IP, uwzględniając postęp technologiczny, usprawnienia procesu tworzenia oraz ekonomiczną żywotność aktywa. Dokonuje się w niej

korekt związanych z przestarzałością technologiczną, poprawą efektywności oraz występowaniem elementów niematerialnych, które nie mogą być łatwo odtworzone (np. know-how, wytrenowane modele AI, zestawy danych).

RCM jest szczególnie użyteczna na wczesnych etapach rozwoju lub przed komercjalizacją, gdy wiarygodne prognozy przychodów są trudne do ustalenia, a wartość IP najpełniej odzwierciedla zasób potrzebny do jego odtworzenia.

Kryteria wyboru metody

W praktyce wybór metody wyceny zależy od szeregu czynników, m.in.:

- etapu rozwoju i dojrzałości komercyjnej IP,
- dostępności i wiarygodności danych rynkowych oraz finansowych,
- celu wyceny (np. planowanie wewnętrzne, M&A, licencjonowanie),
- charakteru i unikalności IP,
- czynników prawnych, takich jak ochrona patentowa, warunki licencyjne i możliwość egzekwowania praw.

W przypadku IP Spółki zastosowano metodę **Relief from Royalty (RFR)**, w związku z tym, że system jest kompletny i gotowy do komercjalizacji, a Spółka opracowała wiarygodne, konserwatywne prognozy dotyczące możliwych do osiągnięcia przychodów.

Metoda zwolnienia z opłat licencyjnych (Relief from Royalty Method, RfR) jest szeroko uznanym podejściem do wyceny aktywów niematerialnych, w szczególności patentów, znaków towarowych oraz praw autorskich. Metoda polega na oszacowaniu wartości aktywa poprzez określenie hipotetycznych opłat licencyjnych, które właściciel musiałby ponosić, gdyby korzystał z danego prawa na podstawie licencji udzielonej przez podmiot trzeci. Wartość aktywa odzwierciedla zatem korzyści ekonomiczne wynikające z jego posiadania, w przeciwieństwie do sytuacji, w której konieczne byłoby ponoszenie opłat licencyjnych. Metoda RfR stanowi podejście dochodowe, zgodne ze standardami rynkowymi i powszechnie wykorzystywane w sprawozdawczości finansowej, transakcjach fuzji i przejęć oraz wycenach na potrzeby podatkowe.

Kluczowe elementy metody RfR

1. Identyfikacja porównywalnych stawek licencyjnych

W pierwszym etapie określono właściwą stawkę opłaty licencyjnej na podstawie analizy publicznie dostępnych umów licencyjnych, branżowych baz danych oraz benchmarków rynkowych. Analiza obejmowała między innymi ocenę warunków rynkowych i specyfikę branży, zakresu i ekskluzywności praw, okresu ochrony aktywa, modelu biznesowego właściciela IP oraz rentowności i pozycji konkurencyjnej związanej z aktywem.

2. Prognoza przychodów generowanych przez wyceniane aktywo niematerialne

We wniosku o dofinansowanie realizacji IP Spółka przygotowała prognozy finansowe na pierwsze 5 lat komercjalizacji, które zostały następnie rozbudowane o kolejne 5 lat i stanowią podstawę modelu wyceny. Okres 10-letni odzwierciedla oczekiwania Spółki co



do czasu przez jaki IP może być wykorzystywane bez dodatkowych nakładów inwestycyjnych na rozwój i odnowienie. Prognozy te odzwierciedlają strategiczne oczekiwania kadry zarządzającej dotyczące komercjalizacji IP wśród poszczególnych grup docelowych.

Prognoza zakłada, że Spółka w okresie 4 lata będzie dynamicznie zwiększać bazę klientów w Polsce, a następnie stopniowo zacznie wychodzić do państw ościennych przy stabilizacji wzrostu przychodów.

3. Zastosowanie stawki tantiemy

Zastosowaliśmy wybraną stawkę tantiemy do prognozowanych przychodów, aby oszacować hipotetyczne płatności licencyjne, które musiałyby zostać poniesione, gdyby IP były licencjonowane od podmiotu zewnętrznego. Ten krok pozwala na wstępne określenie korzyści finansowej wynikającej z posiadania aktywa.

4. Dyskontowanie do wartości bieżącej

Obliczyliśmy wartość bieżącą przyszłych oszczędności z tytułu opłat licencyjnych, dyskontując prognozowane płatności licencyjne przy użyciu odpowiedniej stopy dyskontowej. Stopa ta została określona na podstawie średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) Spółki.

Zalety metody zwolnienia z opłat licencyjnych (Relief from Royalty Method):

- uzasadnienie rynkowe – metoda opiera się na rzeczywistych umowach licencyjnych, zapewniając rynkowe podejście do wartości aktywów intelektualnych,

- zastosowanie do różnych typów aktywów – odpowiednia dla patentów, znaków towarowych, praw autorskich oraz innych aktywów możliwych do licencjonowania.

Ograniczeniami metody zwolnienia z opłat licencyjnych:

- dostępność danych porównawczych – dokładność wyceny zależy od dostępności wiarygodnych, branżowych danych dotyczących umów licencyjnych,
- ryzyko szacowania przychodów – prognozowanie przyszłych przychodów wiąże się z niepewnością, która może wpływać na precyzję wyceny,
- założenie licencjonowalności – metoda zakłada, że aktywo intelektualne mogłoby zostać wprowadzone do obrotu licencyjnego, co nie zawsze musi być prawdą.

Wzór na obliczenie stopy dyskontowej dla opłat licencyjnych przedstawiono poniżej:

$$\sum_{t=1}^n \frac{LF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{LF_n \times (1+g)}{(WACC-g) \times (1+WACC_n)^n}$$

gdzie:

LF – roczna opłata licencyjna, obliczana jako rekomendowany procent opłaty licencyjnej od przychodów po opodatkowaniu,
WACC – średni ważony koszt kapitału (Weighted Average Cost of Capital),
g – stopa wzrostu w okresie rezyduaryjnym,
n – liczba okresów prognozy.

W wycenie zastosowano 10-letni horyzont prognozy, ponieważ IP mogą być wykorzystywane w swojej obecnej formie przez taki okres, bez konieczności ponoszenia istotnych kosztów rozwojowych.

W związku z tym rzeczywisty wzór służący do obliczania stopy dyskontowej dla opłat licencyjnych przedstawiono poniżej:

$$\sum_{t=1}^{10} \frac{LF_t}{(1 + WACC_t)^t}$$

gdzie:

LF – roczna opłata licencyjna, obliczana jako rekomendowany procent opłaty licencyjnej od przychodów po opodatkowaniu,

WACC – średni ważony koszt kapitału (Weighted Average Cost of Capital).

Wartości opłat licencyjnych są dyskontowane przy użyciu średniego ważonego kosztu kapitału (WACC), obliczanego w następujący sposób:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{V} + k_d \times (1 - t) \times \frac{D}{V}$$

$$V = E + D$$

gdzie:

k_e – koszt kapitału własnego,

k_d – koszt kapitału obcego,

E – rynkowa wartość kapitału własnego,

D – rynkowa wartość kapitału obcego,

t – krańcowa stopa podatkowa.

W kalkulacji zastosowano premię za ryzyko specyficzne na poziomie 5%, która odzwierciedla m.in. ryzyko niepełnej lub opóźnionej komercjalizacji IP oraz niepewność co do tempa jego adopcji rynkowej.

Średnioważony koszt kapitału WACC wykorzystany w wycenie IP jest tożsamy z WACC opisanym w punkcie 1.3 powyżej.

Wartość rezydualna

W wycenie zastosowano 10-letni horyzont prognozy, odzwierciedlający szacowany ekonomiczny okres użyteczności analizowanych IP w ich obecnej formie. Okres ten odpowiada oczekiwanemu czasowi, w którym technologia może być komercyjnie wykorzystywana bez konieczności ponoszenia znaczących kosztów jej przekształcenia lub reinwestycji w celu utrzymania konkurencyjności lub funkcjonalności. W konsekwencji wybrany horyzont prognozy obejmuje pełną ekonomiczną wartość aktywa w świetle aktualnych warunków rynkowych, technologicznych i regulacyjnych.

Ponieważ koniec okresu prognozy pokrywa się z końcem oczekiwanego okresu użyteczności aktywa, nie oszacowano wartości rezydualnej w ramach metody Relief from Royalty. Uwzględnienie wartości rezydualnej sugerowałoby, że IP generowałoby istotne korzyści licencyjne poza swoim okresem ekonomicznej użyteczności, co nie stanowi realistycznego założenia przy obecnych perspektywach rynkowych i technologicznych.

Takie podejście jest zgodne z najlepszymi praktykami wyceny, które zalecają pominięcie wartości rezydualnej, gdy:

- IP ma określony, skończony okres użyteczności,
- istnieje wysokie prawdopodobieństwo przestarzałości lub wypierania rynkowego po okresie prognozy,
- horyzont wyceny już obejmuje pełny cykl monetyzacji aktywa.

W związku z tym brak wartości rezydualnej w niniejszym przypadku zwiększa konserwatyzm i wiarygodność wyniku wyceny.

Oплата licencyjna

Do oszacowania wartości aktywów IP zastosowano stawkę tantiemy w wysokości **10,1%**. Wybór tej stawki opiera się na analizie rynkowej, obejmującej porównywalne transakcje licencyjne – przegląd dostępnych danych dotyczących opłat licencyjnych w sektorze technologii.

Porównywalne transakcje licencyjne przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 7. Kalkulacja opłaty licencyjnej

Nazwa podmiotu	Rok transakcji	Średnia opłata licencyjna
Beijing OrionStar Technology Co., Ltd	2023	22,10%
GEO Semiconductor Inc.	2023	23,90%
Intelligent Systems Group (ISG) of Progeny Systems Corporation	2021	15,20%
JADAK, LLC	2014	4,40%
Visicon Technologies, Inc	2016	7%
Andor Technology plc	2013	11,80%
Alliance Wireless Technologies, Inc.	2016	1,60%
E+V Technology	2023	6,40%
FlightScope Services sp zoo	2021	8,30%
GRIDSMART Technologies Inc.	2019	15,80%
	mediana	10,05%

Źródło: <https://www.markables.net/> data dostępu: 28/11/2025.

Należy zauważyć, że stawki tantiem mogą się różnić w zależności od konkretnej technologii, etapu jej rozwoju oraz aktualnych warunków rynkowych. Dlatego przyjęta stawka 10,1% stanowi średni

benchmark branżowy, oparty na najlepszych dostępnych danych i analizach.

Nakłady inwestycyjne

IP posiadane przez Spółkę jest w pełni funkcjonalne i gotowe do wdrożenia, w związku z czym nie są potrzebne żadne dodatkowe nakłady inwestycyjne.

Oszacowana wartość systemu wspierającego trening strzelców długodystansowych na dzień 30 września 2025 roku wynosi 2 756 tys. zł.

Tabela 8. Wycena IP metodą RfR

w tys. zł	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	966	4 443	6 201	9 446	9 614	10 094	10 599	11 129	11 686	12 270
- strzelcy długodystansowi	219	1 599	2 448	3 331	3 398	3 568	3 747	3 934	4 131	4 337
- szkoleniowcy	183	299	438	591	633	665	698	733	770	808
- myśliwi	506	2 449	3 175	5 335	5 378	5 647	5 929	6 225	6 537	6 864
- kolekcjonerzy	58	96	140	189	204	215	225	237	248	261
Zmiana rok-na-rok	-	360%	40%	52%	2%	5%	5%	5%	5%	5%
Rekomendowana stawka opłaty licencyjnej	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Przychody z tytułu udzielenia licencji	97	447	623	949	966	1 014	1 065	1 118	1 174	1 233
Efektywna stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Nakłady inwestycyjne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wolne przepływy pieniężne	79	362	505	769	783	822	863	906	951	999
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji w PL	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta oddłużona	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Beta skorygowana o bieżący poziom zadłużenia	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Premia za ryzyko specyficzne	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Szacowany koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Udział długu	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Udział kapitału własnego	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Składana stopa dyskontowa	1,20	1,40	1,62	1,88	2,18	2,52	2,92	3,39	3,93	4,56
Współczynnik dyskonta	0,83	0,72	0,62	0,53	0,46	0,40	0,34	0,29	0,25	0,22



Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych narastająco	66	325	637	1 047	1 406	1 732	2 027	2 294	2 536	2 756
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych	66	259	312	410	360	326	295	267	242	219
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów finansowych										2 756

Źródło: opracowanie Equity Advisors.



2. Wycena potencjalnych projektów dofinansowanych ze środków unijnych

2.1 Wycena potencjalnych projektów podwykonawczych

Podmioty, z którymi współpracuje Spółka złożyły 5 wniosków o dofinansowanie realizacji projektów. W projektach tych Bulletprove będzie występowała jako podwykonawca. Są to następujące projekty:

- 1) Wniosek złożony przez Kinetic Cortex sp. z o.o. - rozpoznawanie mózgowego porażenia dziecięcego – Spółka odpowiada za opracowanie i wdrożenie algorytmów sztucznej inteligencji do analizy wideo i wykrywania wzorców ruchowych u niemowląt, zgodnych z metodą Prechtl'a;
- 2) Wniosek złożony przez EndoFind sp. z o.o. – Spółka odpowiada za rozwój narzędzi opartych na sztucznej inteligencji wspierających wczesne i nieinwazyjne wykrywanie endometriozy;
- 3) Anonimizacja;
- 4) Platforma odzyskiwania kluczy;
- 5) ASF (afrykański pomór świń) – kontrola rozprzestrzeniania się choroby.

Poniżej przedstawiono zakładany udział Spółki w realizacji projektów, harmonogram przychodów oraz oczekiwaną marżę.

Tabela 9. Prognozowane przychody z podwykonawstwa w projektach unijnych

Przychody (w tys. zł)	2026	2027	2028	łącznie
Kinetic Cortex	3 000	1 500		4 500
EndoFind	2 000	2 000	2 000	6 000
anonimizacja	200	200	200	600
platforma odzyskiwania kluczy	300	200		500
ASF	3 000	3 000	3 000	9 000
łącznie przychody	8 500	6 900	5 200	20 600

Źródło: Spółka

Tabela 10. Prognozowana marża z podwykonawstwa w projektach unijnych

Marża (w tys. zł)	2026	2027	2028	łącznie
Kinetic Cortex	1 080	540		1 620
EndoFind	800	800	800	2 400
Anonimizacja	67	67	67	200
Platforma odzyskiwania kluczy	60	40		100
ASF	567	567	567	1 700
łączna marża	2 573	2 013	1 433	6 020

Źródło: Spółka

Średnioważony koszt kapitału WACC wykorzystany w wycenie przepływów z podwykonawstwa jest tożsamy z WACC opisanym w punkcie 1.3 powyżej.

Oszacowana wartość potencjalnych projektów podwykonawczych na dzień 30 września 2025 roku wynosi 3 619 tys. zł.

Tabela 11. Model wyceny potencjalnych projektów podwykonawczych BulletProve metodą DCF

w tys. zł	2026P	2027P	2028P
Zysk operacyjny z podwykonawstwa	2 573	2 013	1 433
Efektywna stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%
Zysk operacyjny * (100%-T) + Amortyzacja	2 084	1 631	1 161
Wolne przepływy pieniężne	2 084	1 631	1 161
Koszt kapitału własnego			
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji w PL	5,5%	5,5%	5,5%
Beta oddłużona	1,06	1,06	1,06
Beta skorygowana o bieżący poziom zadłużenia	1,11	1,11	1,11
Premia za ryzyko specyficzne	5,0%	5,0%	5,0%
Szacowany koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%
Koszt długu			
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,1%	7,1%	7,1%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)			
Udział długu	0,06	0,06	0,06
Udział kapitału własnego	0,94	0,94	0,94
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	16,0%	16,0%	16,0%
Składana stopa dyskontowa	1,20	1,40	1,62
Współczynnik dyskonta	0,83	0,72	0,62
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych narastająco	1 732	2 901	3 619
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych	1 732	1 169	718
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów finansowych			3 619

Źródło: opracowanie Equity Advisors

2.2 Wycena potencjalnych projektów własnych planowanych do realizacji przez Spółkę

Spółka złożyła dwa wnioski o dofinansowanie ze środków unijnych dotyczące realizacji projektów Snajper VR oraz BespokeSilence, które szczegółowo opisano w załączniku 2. Projekty będą realizowane wyłącznie w przypadku uzyskania finansowania.

Podobnie jak w przypadku projektu Snajper VR, przyjęto założenie, że opracowane rozwiązanie będzie mogło być wykorzystywane bez konieczności ponoszenia istotnych nakładów na aktualizację lub modernizację przez okres 10 lat od rozpoczęcia komercjalizacji.

W odniesieniu do projektu BespokeSilence, obejmującego produkcję tłumików na podstawie autorskiego algorytmu projektowego, założono możliwość bezterminowego korzystania z wytworzonych technologii oraz zdobytego know-how.

Oba projekty wyceniono metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), ponieważ Spółka przygotowała szczegółowe plany komercjalizacji obejmujące 10-letni horyzont.

W wycenie zastosowano średnioważony koszt kapitału (WACC) zgodny z parametrami przyjętymi w punkcie 1.3.

W obu przypadkach przyjęto także zapotrzebowanie na kapitał pracujący na poziomie 10% przychodów.

Oszacowana wartość potencjalnych projektów własnych planowanych do realizacji przez Spółkę na dzień 30 września 2025 roku wynosi 27 873 tys. zł, w tym projekt Snajper VR 18 569 tys. zł oraz projekt BespokeSilence 9 304 tys. zł.

Tabela 12. Model wyceny projektu Snajper VR

Dane w tys. zł	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P
Przychody ze sprzedaży				2 208	4 664	9 803	20 497	28 865	31 751	34 926	38 419	42 261	46 487
- sprzedaż systemów				2 160	4 469	9 302	19 359	26 703	29 373	32 311	35 542	39 096	43 005
- przychody z subskrypcji				48	195	501	1 138	2 162	2 378	2 616	2 877	3 165	3 482
Zmiana rok-na-rok					111,2%	110,2%	109,1%	40,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Marża operacyjna				0,5%	5,5%	30,9%	43,0%	47,2%	45%	45%	45%	45%	45%
Koszty operacyjne				2 196	4 409	6 770	11 683	15 229	17 464	19 210	21 130	23 244	25 568
Zysk operacyjny				12	255	3 033	8 814	13 636	14 288	15 717	17 289	19 017	20 919
Zmiana rok-na-rok					2023,3%	1090,3%	190,6%	54,7%	4,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Efektywna stopa podatkowa (T)				0,00%	0,00%	0,00%	2,98%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Zysk operacyjny * (100%-T)				12	255	3 033	8 552	11 045	11 573	12 731	14 004	15 404	16 945
Zmiana rok-na-rok					2023,3%	1090,3%	182,0%	29,2%	4,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBITDA				839	1 220	3 997	9 774	14 551	14 288	15 717	17 289	19 017	20 919
Zmiana rok-na-rok					45,4%	227,7%	144,6%	48,9%	-1,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Marża EBITDA				38,0%	26,2%	40,8%	47,7%	50,4%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Amortyzacja				827	965	964	960	915	-	-	-	-	-
Zysk operacyjny * (100%-T) + Amortyzacja				839	1 220	3 997	9 512	11 960	11 573	12 731	14 004	15 404	16 945
Zmiana rok-na-rok					45,4%	227,7%	138,0%	25,7%	-3,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Nakłady inwestycyjne	1 600	1 030	2 050										
Kapitał pracujący	-	-	-	221	466	980	2 050	2 886	3 175	3 493	3 842	4 226	-
Kapitał pracujący jako % przychodów				10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	0,0%
Zmiana kapitału pracującego				221	246	514	1 069	837	289	318	349	384	- 4 226
Wolne przepływy pieniężne	- 1 600	- 1 030	- 2 050	618	974	3 483	8 442	11 123	11 285	12 413	13 654	15 020	21 171
Koszt kapitału własnego													
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji w PL	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta oddłużona	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Beta skorygowana o bieżący poziom zadłużenia	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Premia za ryzyko specyficzne	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Szacowany koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Koszt długu													
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Efektywna stopa podatkowa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)													
Udział długu	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Udział kapitału własnego	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Koszt długu po opodatkowaniu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Składana stopa dyskontowa	1,21	1,40	1,62	1,89	2,19	2,54	2,95	3,39	3,93	4,56	5,29	6,13	7,11
Współczynnik dyskonta	0,83	0,71	0,62	0,53	0,46	0,39	0,34	0,29	0,25	0,22	0,19	0,16	0,14
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych narastająco	-1 328	-2 064	-3 326	-2 998	-2 553	-1 182	1 683	4 964	7 834	10 557	13 140	15 590	18 569
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych	-1 328	-736	-1 262	328	445	1 371	2 866	3 280	2 870	2 723	2 583	2 450	2 979
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów finansowych													18 569

Źródło: opracowanie Equity Advisors



Tabela 13. Model wyceny projektu BespokeSilence

Dane w tys. zł	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	P - wartość rezydualna
Przychody ze sprzedaży					985	2 150	6 368	14 396	10 466	16 307	12 375	17 710	14 222	19 101	-
- Przychód na rynku cywilnym					48	224	464	720	837	1 014	1 192	1 370	1 547	1 725	
- Przychód - SZ RP					616	1 284	3 992	9 389	6 728	10 708	8 006	11 652	9 268	12 611	
- Przychód - WOT					290	582	1 739	3 916	2 659	4 208	2 927	4 318	3 152	4 399	
- Przychód - Policja					8	17	48	103	67	104	70	103	71	102	
- Przychód - SG					8	17	48	103	67	104	70	103	71	102	
- Przychód - pozostałe służby mundurowe					14	26	77	166	107	168	110	164	113	162	
Zmiana rok-na-rok					0%	118%	196%	126%	-27%	56%	-24%	43%	-20%	34%	
Marża operacyjna					-0,4%	24,2%	38,0%	41,9%	40,7%	42,3%	41,4%	42,5%	41,9%	42,7%	
Koszty operacyjne					989	1 629	3 949	8 365	6 203	9 416	7 253	10 187	8 269	10 952	
Zysk operacyjny					-3	521	2 419	6 032	4 263	6 891	5 122	7 523	5 953	8 149	-
Zmiana rok-na-rok							365%	149%	-29%	62%	-26%	47%	-21%	37%	
Efektywna stopa podatkowa (T)					0%	0%	8%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Zysk operacyjny * (100%-T)					-3	521	2 217	4 886	3 453	5 582	4 149	6 093	4 822	6 600	-
Zmiana rok-na-rok							326%	120%	-29%	62%	-26%	47%	-21%	37%	
EBITDA					-3	521	2 419	6 032	4 263	6 891	5 122	7 523	5 953	8 149	-
Zmiana rok-na-rok					0,0	-151,5	3,6	1,5	-0,3	0,6	-0,3	0,5	-0,2	0,4	
Marża EBITDA					0%	24%	38%	42%	41%	42%	41%	42%	42%	42,7%	
Amortyzacja					-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zysk operacyjny * (100%-T) + Amortyzacja					-3	521	2 217	4 886	3 453	5 582	4 149	6 093	4 822	6 600	-
Zmiana rok-na-rok							326%	120%	-29%	62%	-26%	47%	-21%	37%	
Nakłady inwestycyjne ze środków własnych	900	1 400	1 400	500	150	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kapitał pracujący					99	215	637	1 440	1 047	1 631	1 237	1 771	1 422	1 910	-
Kapitał pracujący jako % przychodów					10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Zmiana kapitału pracującego					99	116	422	803	-393	584	-393	534	-349	488	-
Wolne przepływy pieniężne	-900	- 1 400	-1 400	-500	-252	404	1 795	4 083	3 846	4 998	4 542	5 560	5 171	6 112	-
Koszt kapitału własnego															
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji w PL	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta oddłużona	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	106,0%



Beta skorygowana o bieżący poziom zadłużenia	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	111,2%
Premia za ryzyko specyficzne	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Szacowany koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Koszt długu															
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Efektywna stopa podatkowa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,5%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)															
Udział długu	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Udział kapitału własnego	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Koszt długu po opodatkowaniu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,5%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Składana stopa dyskontowa	1,21	1,40	1,62	1,89	2,19	2,54	2,94	3,39	3,93	4,56	5,29	6,13	7,11	8,24	8,24
Współczynnik dyskonta	0,83	0,71	0,62	0,53	0,46	0,39	0,34	0,29	0,25	0,22	0,19	0,16	0,14	0,12	0,12
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych narastająco	-747	-1 748	-2 610	-2 875	-2 990	-2 831	-2 220	-1 016	-38	1 059	1 918	2 825	3 552	4 294	
Wartość bieżąca wolnych przepływów finansowych	-747	-1 001	-862	-265	-115	159	611	1 204	978	1 096	859	907	728	742	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów finansowych															4 294
Waga długu w okresie rezydualnym															0,06
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym															0,94
WACC w okresie dokładnych prognoz															16,0%
WACC w okresie rezydualnym															16,0%
Nominalny wzrost wolnych przepływów finansowych															1,0%
Wartość rezydualna															41 288
Wartość bieżąca wartości rezydualnej															5 010
Wartość projektu BeSpokeSilence															9 304

Źródło: opracowanie Equity Advisors



3. Spółka

Tabela 14. Dane podstawowe BulletProve

Nazwa	BulletProve sp. z o.o.
forma prawna	spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
Siedziba	Puławy
kraj siedziby	Polska
KRS	0000782331
REGON	383121221
NIP	7162826171
Adres	Ignacego Mościckiego 1, 24-110 Puławy, Polska
e-mail	info@bulletprove.com
strona www	https://bulletprove.pl/

Źródło: www.krs-online.com.pl <https://bulletprove.pl/>

BulletProve sp. z o.o. jest polską spółką technologiczną specjalizującą się w projektowaniu i rozwoju zaawansowanych rozwiązań z zakresu sztucznej inteligencji (AI), przetwarzania obrazu (Computer Vision), cyberbezpieczeństwa oraz systemów dedykowanych sektorowi obronnemu, przemysłowemu i medycznemu.

Spółka prowadzi działalność badawczo-rozwojową, rozwijając autorskie technologie AI oraz rozwiązania integrujące dane telemetryczne, wideo i sensoryczne. Produkty BulletProve znajdują

zastosowanie m.in. w systemach wspierających szkolenie strzelców długodystansowych, narzędziach analitycznych dla sektora obronnego oraz w oprogramowaniu medycznym wykorzystującym głębokie sieci neuronowe do analizy obrazowej.

BulletProve realizuje projekty zarówno ze środków własnych, jak i w ramach konsorcjów międzynarodowych, aktywnie uczestnicząc w programach finansowania innowacji, takich jak European Defence Fund (EDF) oraz inicjatywy Europejskiej Agencji Obrony (EDA).

W 2025 r. Spółka rozpoczęła realizację pierwszego projektu w segmencie kontroli jakości, wykorzystując dotychczasowe kompetencje w obszarze uczenia maszynowego, AI oraz przetwarzania obrazu, a także przygotowała dla klientów pierwsze wnioski o dofinansowanie. W kolejnych latach obszary te stanowią będą podstawę jej bieżącej działalności operacyjnej.

Poniżej zaprezentowano podstawowe sprawozdania finansowe Spółki, obejmujące bilans oraz rachunek zysków i strat za lata 2020–2024 oraz za okres od 1 stycznia do 30 września 2025 r. Należy podkreślić, że stosowane przez Spółkę zasady rachunkowości nie przewidywały aktywowania tworzonych wartości niematerialnych i prawnych, a wszystkie koszty oraz otrzymane dotacje ujmowano bezpośrednio w rachunku zysków i strat. W konsekwencji wyniki finansowe cechowały się znaczną zmiennością, a posiadane IP nie zostało odzwierciedlone w aktywach bilansowych.

Tabela 15. Rachunek zysków i strat Spółki za lata 2020–2024 oraz za okres od 1 stycznia do 30 września 2025 r. (w tys. zł)

Pozycja	01.01.2020- 31.12.2020	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2023- 31.12.2023	01.01.2024- 31.12.2024	01.01.2025- 31.09.2025
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	1 250	905	275	1 429	185	930
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	1 250	905	275	1 429	185	930
B. Koszty działalności operacyjnej	856	944	4 815	6 286	1 633	1 193
I. Amortyzacja	1	1	40	378	171	51
II. Zużycie materiałów i energii	112	62	86	795	64	199
III. Usługi obce	574	438	499	817	317	484
IV. Podatki i opłaty	0	0	0	7	0	0
V. Wynagrodzenia	144	375	3 578	3 668	891	355
VI. Ubezpieczenia społ. i inne świadczenia	22	65	612	618	159	73
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	4	2	0	2	30	31
C. Zysk (strata) ze sprzedaży	394	-38	-4 540	-4 857	-1 448	-263
D. Pozostałe przychody operacyjne	0	0	3 232	7 005	0	18
II. Dotacje	0	0	3 232	7 005	0	0
IV. Inne przychody operacyjne	0	0	0	0	0	18
E. Pozostałe koszty operacyjne	0	0	1	0	19	104
III. Inne koszty operacyjne	0	0	1	0	19	104
F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej	394	-38	-1 309	2 148	-1 467	-348
H. Koszty finansowe	0	0	16	13	6	4
I. Odsetki	0	0	16	7	3	0
IV. Inne	0	0	1	6	3	4
I. Zysk (strata) brutto	403	-38	-1 325	2 134	-1 473	-352
J. Podatek dochodowy	31	0	0	0	0	0
L. Zysk (strata) netto	372	-38	-1 325	2 134	-1 473	-352

Tabela 16. Bilans Spółki za lata 2020–2024 oraz za okres od 1 stycznia do 30 września 2025 r. (w tys. zł)

Pozycja	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
AKTYWA	400	1 034	2 711	2 266	967	2 515
A. Aktywa trwałe	13	508	622	244	73	22
I. Wartości niematerialne i prawne	0	0	44	3	0	0
II. Rzeczowe aktywa trwałe	13	508	578	241	73	22
1. Środki trwałe	13	11	23	232	65	14
c) urządzenia techniczne i maszyny	13	11	23	232	65	14
2. Środki trwałe w budowie	0	496	555	8	8	8
B. Aktywa obrotowe	388	527	2 089	2 022	893	2 493
I. Zapasy	0	0	0	9	0	0
II. Należności krótkoterminowe	202	509	626	1 998	837	2 424
3. Należności od pozostałych jednostek	202	509	626	1 998	837	2 424
a) z tytułu dostaw i usług	117	345	400	1 756	466	722
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	11	145	227	235	124	145
c) inne	75	19	0	7	248	1 557
III. Inwestycje krótkoterminowe	184	18	1 462	15	56	68
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	184	18	1 462	15	56	68
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1	0	0	0	0	0
Aktywa razem	400	1 034	2 711	2 266	967	2 515

Pozycja	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
PASYWA	400	1 034	2 711	2 266	967	2 515
A. Kapitał (fundusz) własny	260	221	-1 104	1 030	-413	1 938
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	5	5	5	5	5	12
II. Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym:	0	0	0	0	0	2 696
V. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-118	255	216	-1 109	1 055	-418

VI. Zysk (strata) netto	372	-38	-1 325	2 134	-1 473	-352
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	141	813	3 815	1 236	1 379	577
III. Zobowiązania krótkoterminowe	141	813	1 588	1 236	1 379	577
3. Zobowiązania wobec pozostałych jednostek	141	813	1 588	1 236	1 379	577
d) z tytułu dostaw i usług	78	288	129	1 039	845	121
g) z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	44	153	187	165	425	293
h) z tytułu wynagrodzeń	11	102	225	32	110	162
i) inne	8	270	1 047	0	0	0
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0	0	2 227	0	0	0
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	0	0	2 227	0	0	0
Pasywa razem	400	1 034	2 711	2 266	967	2 515

4. Skróty

BulletProve, Spółka – BulletProve sp. z o.o.

BespokeSilence – projekt R&D Spółki polegający na opracowaniu nowatorskiego, modułowego tłumika broni palnej scharakteryzowany w załączniku nr 2

CF – (ang. cash flow) – przepływ pieniężny

CFD – (ang. Computational Fluid Dynamics) – obszar obliczeniowej mechaniki płynów wykorzystujący numeryczne metody symulacyjne do modelowania przepływów gazów i cieczy oraz zjawisk im towarzyszących, takich jak turbulencje, ciśnienie czy wymiana ciepła. Techniki CFD są powszechnie stosowane m.in. w inżynierii, aerodynamice, balistyce oraz projektowaniu systemów tłumienia dźwięku.

CF – (ang. cash flow) – przepływ pieniężny

Country Default Spread – premia za ryzyko inwestowania w instrumenty dłużne w danym kraju

DCF – (ang. discounted cash flow) – zdyskontowane przepływy pieniężne

EA, Equity Advisors, Wyceniający – Equity Advisors sp. z o.o. sp.k.

EBIT – (ang. earnings before interest and taxes) – wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – (ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

EV (ang. enterprise value) – wartość rynkowa kapitału własnego + wartość rynkowa zadłużenia netto

FCF – (ang. free cash flow) – wolne przepływy pieniężne

IP – kluczowe prawa własności intelektualnej wypracowane przez Spółkę, opisane szczegółowo w Załączniku 1, obejmujące autorskie oprogramowanie, algorytmy detekcji i analizy przestrzelin, technologie

sprzętowe oraz know-how techniczne związane z systemem wspierającym trening strzelców długodystansowych.

KW – kapitał własny

P – prognoza

PINN – (ang. Physics-Informed Neural Networks) – sieci neuronowe, które w procesie uczenia uwzględniają znane prawa fizyki (np. równania różniczkowe opisujące ruch, przepływ lub zjawiska balistyczne). Dzięki temu pozwalają uzyskiwać szybkie i dokładne rozwiązania problemów fizycznych, znacząco redukując czas obliczeń w porównaniu z klasycznymi metodami symulacyjnymi.

Rentowność netto – stosunek zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

ROE (ang. return on equity) – rentowność kapitałów własnych

Snajper VR – projekt R&D Spółki polegający na opracowaniu nowoczesnego, bezstrzałowego trenażera strzelectwa długodystansowego opartego na rzeczywistości wirtualnej oraz zaawansowanych modelach fizycznych i algorytmach uczenia maszynowego w załączniku nr 2

WACC (ang. weighted average cost of capital) – średni ważony koszt kapitału



5. Zastrzeżenia

Wycena została przeprowadzona w oparciu o prognozy przepływów finansowych związanych z planowaną działalnością operacyjną Spółki w najbliższych latach, a także gospodarczym wykorzystaniem posiadanych aktywów niematerialnych, które zostały przygotowane przez Spółkę odpowiednio na lata 2026-2030 oraz do 2035 r. Prognozy obejmują również nakłady inwestycyjne konieczne w kolejnych latach do realizacji własnych projektów unijnych. Zwracamy w związku z tym uwagę, że rzeczywiste wyniki i nakłady inwestycyjne mogą różnić się od wyników i nakładów prognozowanych, podobnie jak harmonogram realizacji projektów, co może istotnie wpłynąć na przyszłą wycenę wartości zarówno Spółki jak i jej aktywów niematerialnych.

Wyceniający nie dokonywał szczegółowej weryfikacji prognoz Spółki i nie ponosi odpowiedzialności za ich realizację.

Wyceniający nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej udziałów wycenianej Spółki. Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z wycenianą Spółką, po stronie osoby przygotowującej wycenę lub osoby bliskiej w myśl przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Ponadto:

Dokument nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, o której mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Dokument nie jest ofertą lub zaproszeniem do nabycia udziałów ani jakichkolwiek innych instrumentów finansowych związanych ze Spółką, jej aktywami lub jakimkolwiek innym podmiotem.

Dokument nie jest przeznaczony do swobodnej dystrybucji. Niniejszy raport może być wykorzystany jedynie w związku z wewnętrznymi potrzebami BulletProve sp. z o.o. i jej udziałowców, w tym ewentualnymi transakcjami na rynku kapitałowym. Dokument zawiera informacje nie będące publicznie dostępne, poufne i prywatne co do zasady. Odbiorca przyjmując do wiadomości niepubliczny, poufny i prywatny status informacji zawartych w dokumencie i akceptuje jednocześnie, że informacje te będą przez niego traktowane w sposób poufny i że nie będą ujawniane osobom trzecim ani nie będą reprodukowane, rozpowszechniane, cytowane w jakikolwiek sposób i w jakimkolwiek celu, chyba że po uzyskaniu pisemnej zgody EA, za wyjątkiem sytuacji, w których ujawnienie informacji poufnych (i) jest wymagane przez prawo (ii) następuje w odniesieniu do członków organów, pracowników, współpracowników, wspólników oraz doradców i biegłych rewidentów BulletProve sp. z o.o., którzy zostali poinformowani o poufnym charakterze informacji i zobowiązali się do przestrzegania ich poufności.

Załącznik 1 – IP spółki

System wspierający trening strzelców długodystansowych (Target Camera System) to mobilny, zintegrowany zestaw sprzętowo-programowy, którego celem jest usprawnienie treningu strzelców długodystansowych poprzez automatyczną detekcję przestrzelin i analizę wyników. Urządzenie eliminuje konieczność podchodzenia do tarczy, zapewniając natychmiastową informację o miejscu trafienia, co znacząco skraca czas treningu. System wykorzystuje autorskie algorytmy detekcji oraz algorytm diagnostyczno-rekomendacyjny, które analizują przestrzeliny i udzielają wskazówek dotyczących ustawienia broni oraz techniki strzelania. Kluczowym elementem jest specjalna kamera z modułem akwizycji obrazu, zdolna do pracy na bardzo dużych dystansach, nawet do 3 km. Kamera oraz pozostałe elementy systemu są wyposażone w stalowe osłony kuloodporne, chroniące je przed uszkodzeniem pociskami kalibru do .308, co wyróżnia system na tle konkurencji. System umożliwia budowanie automatycznej bazy danych użytkownika, zawierającej statystyki strzałów i historię treningów, bez konieczności ręcznego wpisywania wyników. Dzięki automatyzacji procesu detekcji przestrzelin, możliwe jest prowadzenie wielostanowiskowego treningu bez angażowania szkoleniowca przy każdym strzelcu. System integruje dane z urządzeń zewnętrznych, takich jak komputery balistyczne czy stacje pogodowe, co umożliwia dokładniejszą analizę wpływu warunków atmosferycznych na celność. Dzięki eliminacji przerw technicznych system pozwala zwiększyć efektywny czas treningu z ok. 30–50% do ponad 90% na godzinę treningową. Cała technologia ma charakter autorskiego rozwiązania B+R, które osiągnęło poziom TRL IX, co oznacza pełną gotowość do komercjalizacji.

System BulletProve obejmuje kilka kategorii własności intelektualnej:

1) Autorskie oprogramowanie:

- algorytm detekcji przestrzelin (machine learning);
- algorytm diagnostyczno-rekomendacyjny;
- moduły analityczne i integracyjne;

2) Autorskie technologie hardware:

- konstrukcja kamery odpornej na przestrzelenie;
- system zasilania, moduł akwizycji obrazu, moduł meteorologiczny, układy bezprzewodowej komunikacji;

3) Know-how techniczne:

- projektowanie lekkich osłon kuloodpornych;
- integracja sprzętu z algorytmami ML;
- techniki stabilizacji i analizy obrazu przy dużych dystansach;

4) Bazy danych:

- baza zdjęć przestrzelin;
- dane meteorologiczne i telemetryczne;
- statystyki użytkowników.

Załącznik 2 – opis projektów, które Spółka planuje realizować przy wsparciu środków unijnych

Projekt Snajper VR

Projekt polega na opracowaniu nowoczesnego, bezstrzałowego тренаżera strzelectwa długodystansowego opartego na rzeczywistości wirtualnej oraz zaawansowanych modelach fizycznych i algorytmach uczenia maszynowego. System umożliwia prowadzenie w pełni realistycznego treningu strzeleckiego bez użycia amunicji i bez konieczności korzystania ze strzelnicy, co znacząco redukuje koszty i zwiększa dostępność szkolenia. Jego kluczową cechą jest wykorzystanie prawdziwej broni strzelca, na której montowane są innowacyjne sensory śledzące orientację i pozycję broni w przestrzeni 3D z dokładnością poniżej 1 mrad (miliradian – ok. $0,0573^\circ$). Zebrane dane z sensorów zasilają zaawansowany model balistyczny, który symuluje tor lotu pocisku z uwzględnieniem balistyki wewnętrznej, zewnętrznej i końcowej, warunków pogodowych oraz specyfiki amunicji.

W projekcie zastosowana zostanie sieć neuronowa typu PINN przyspieszająca symulacje balistyczne, pozwalając na obliczenia w czasie rzeczywistym (~300 ms), co jest dużym przełomem wobec dotychczasowych rozwiązań, które wymagają nawet kilku sekund obliczeń.

Użytkownik obserwuje wirtualne środowisko poprzez nakładkę projekcyjną montowaną na celowniku optycznym, co zapewnia maksymalny realizm treningu — identyczny sposób obserwacji celu jak podczas realnego strzelania. System tworzy cyfrowego bliźniaka

broni, co pozwala odwzorować zachowanie strzelca, jego ruchy oraz sposób trzymania karabinu.

W projekcie opracowane zostaną także sensory mierzące siłę nacisku ramienia strzelca na kolbę z rozdzielczością 0,1 N, co umożliwi analizę techniki strzeleckiej niedostępną w obecnych komercyjnych тренаżerach. Cały system obejmuje zarówno rozwiązania sprzętowe, jak i oprogramowanie, a jego innowacyjność polega na połączeniu realnej broni, zaawansowanych sensorów, VR oraz AI w jednej platformie szkoleniowej. Produkt umożliwi strzelcom cywilnym i mundurowym trening w dowolnym miejscu, przy minimalnym koszcie jednostkowego treningu (ok. 10 zł zamiast ok. 400 zł) i bez konieczności dojazdu na odległe strzelnice.

System Snajper VR jest rozwiązaniem przełomowym w skali globalnej — według analizy konkurencji nie istnieje żadna technologia oferująca połączenie prawdziwej broni, VR i precyzyjnej balistyki w czasie rzeczywistym. Projekt otwiera nowy segment rynku i ma potencjał stać się standardem w szkoleniu strzelców długodystansowych.

Projekt BespokeSilence

Projekt polega na opracowaniu nowatorskiego, modułowego tłumika broni palnej, który będzie projektowany automatycznie przez oprogramowanie oparte na algorytmach uczenia maszynowego i sztucznej inteligencji. Zamiast produkować uniwersalne tłumiki, system ma tworzyć indywidualnie zoptymalizowane konstrukcje, dostosowane do konkretnej jednostki broni i konkretnego typu amunicji. Rozwiązanie będzie uwzględniało parametry, takie jak kaliber, długość lufy, prędkość wylotowa pocisku, ciśnienie gazów, a

nawet harmonika drgań lufy, co dotychczas nie jest stosowane w projektowaniu komercyjnych tłumików. Oprogramowanie ma wykorzystywać środowisko CFD oraz sieci neuronowe świadome fizyki (PINN), aby generować geometrię tłumika maksymalizującą tłumienie dźwięku, zmniejszającą falę ciśnienia lub redukującą temperaturę podczas strzelania.

Innowacyjność projektu polega m.in. na tym, że dotychczas nie istnieje na rynku system umożliwiający pełne, automatyczne projektowanie tłumików dźwięku na podstawie rzeczywistych danych balistycznych i preferencji użytkownika. Projekt rozwija także modułową strukturę tłumika, co pozwoli na tworzenie konfiguracji zależnych od priorytetu użytkownika (masa, tłumienie, precyzja strzału). AI będzie optymalizować wiele parametrów jednocześnie, czego nie robi żaden z obecnych producentów tłumików, jak SilencerCo czy B&T.

System umożliwi także generowanie setek wariantów tłumika i automatyczne porównanie ich skuteczności — co skróci proces projektowania, zwykle oparty na drogich prototypach.

Projekt jest również innowacyjny społecznie: pozwoli znacząco zmniejszyć problem hałasu na strzelnicach cywilnych i wojskowych, co jest stając się coraz większym problemem skutkującym ograniczaniem czasu pracy strzelnic. Zastosowanie indywidualnie projektowanych tłumików może podnieść bezpieczeństwo treningów oraz zapewnić zgodność z normami środowiskowymi, które obecnie są często przekraczane.

Przewidziano również możliwość przygotowywania „budżetowych” tłumików dla Sił Zbrojnych RP, zoptymalizowanych pod dużą intensywność ognia. W rezultacie BepokeSilence może stworzyć nowy segment rynku — tłumiki personalizowane i generowane przez

AI, będący obecnie niszą nieobsługiwaną przez światowych producentów.

Załącznik 3 – porównywalne IP

Poniżej przedstawiono listę porównywalnych transakcji licencyjnych oraz profili spółek, wybranych w celu odzwierciedlenia działalności firm posiadających technologie, produkty lub własność intelektualną o zakresie i zastosowaniu zbliżonym do IP BulletProve

Beijing OrionStar Technology Co., Ltd	Roboty usługowe wyposażone w automatyczne rozpoznawanie mowy, widzenie komputerowe oraz nawigację wewnętrzną.
GEO Semiconductor Inc.	Procesory wizyjne do kamer samochodowych.
Intelligent Systems Group (ISG) of Progeny Systems Corporation	Oprogramowanie do komputerowego widzenia wykorzystującego sztuczną inteligencję, uczenie maszynowe oraz percepcyjną autonomię.
JADAK, LLC	Optyczne systemy identyfikacji dla urządzeń medycznych; skanery kodów kreskowych, kamery wizyjne, technologia RFID, czytniki kart magnetycznych.
Visicon Technologies, Inc	Systemy wizyjne; systemy pomiarowe i detekcji wad dla stentów i implantów medycznych.
Andor Technology plc	Naukowe kamery cyfrowe do zastosowań akademickich, przemysłowych i rządowych.
Alliance Wireless Technologies, Inc.	Kamery 3D; kamery pokładowe dla ciężarówek i flot pojazdów.
E+V Technology	Systemy wizyjne do klasyfikacji i oceny jakości w branży mięsnej i drobiarskiej.
FlightScope Services sp zoo	Technologia zbierania danych, produkcji audio-wideo i śledzenia ruchu dla golfa i tenisa.
GRIDSMART Technologies Inc.	Rozwiązania detekcji wideo dla inteligentnych systemów transportowych; systemy przetwarzania obrazu i modelowania wideo; kamera jednoobiektywowa.



EQUITY ADVISORS

Equity Advisors sp. z o.o. sp.k.

ul. Bociana 22a, 31-231 Kraków

tel. +48 12 312 80 42

e-mail: info@equityadvisors.pl

NIP: 9542715881

REGON: 241817912

KRS: 0000622020

