

## **POROZUMIENIE O PRZYJĘCIU PLANU POŁĄCZENIA**

**zawarte w dniu 24 września 2008 roku pomiędzy:**

Spółką Przejmującą: VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie, ul. Starowiślna 48, 31 – 035 Kraków, wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000047082

**a**

Spółką Przejmowaną: W. KRUK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu, ul Pułaskiego 11-17, 60-607 Poznań wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000076902,

dalej łącznie określanymi jako: **Spółki uczestniczące w połączeniu lub Łączące się Spółki.**

**I.** Połączenie jest dokonywane w celu:

- a) realizacji strategii rozwoju grupy kapitałowej VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna, w skład której wchodzi Spółka Przejmująca i Spółka Przejmowana, przewidującej stworzenie grupy konsolidującej renomowane marki detaliczne działające w segmencie „Premium” ,
- b) osiągnięcia efektów synergii przychodowych i kosztowych, oraz
- c) uproszczenia struktury grupy kapitałowej VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna.

**II.** Zgodnie z brzmieniem art. 498 Kodeksu spółek handlowych Zarządy Łączących się Spółek w dniu 24 września 2008 roku uzgodniły poniższy plan połączenia, a na potrzeby planu połączenia uzgodniły, że połączenie będzie dokonane poprzez przejęcie przez VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna („Spółka Przejmująca”) całości majątku spółki W. KRUK Spółka Akcyjna („Spółka Przejmowana”).

**III.** Połączenie Łączących się Spółek odbędzie się w ramach grupy kapitałowej Spółki Przejmującej. W związku z powyższym stosownie do art. 14 pkt. 5) ustawy z dnia 16 lutego 2007 roku o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz.U. 07.50.331 z późn. zm.) połączenie nie podlega obowiązkowi zgłoszenia do Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów koncentracji przedsiębiorców.

**IV.** Spółka Przejmująca posiada 12.180.828 (dwanaście milionów sto osiemdziesiąt tysięcy osiemset dwadzieścia osiem) akcji Spółki Przejmowanej, reprezentujących 66% jej kapitału zakładowego. Z uwagi na to, zgodnie z art. 514 Kodeksu spółek handlowych, Spółka Przejmująca nie może objąć wyemitowanych w toku połączenia akcji własnych za akcje, które posiada w Spółce Przejmowanej. Nowoemitowane przez Spółkę Przejmującą w toku połączenia akcje kolejnej serii (tj. serii H) obejmowane będą tylko przez pozostałych akcjonariuszy W. KRUK Spółka Akcyjna w zamian za akcje Spółki Przejmowanej, tj. z wyłączeniem Spółki Przejmującej.

**V.** W związku z faktem, iż:

- a) Walne Zgromadzenie Spółki Przejmującej w dniu 4 września 2008 roku podjęło uchwałę zmieniającą uchwałę z dnia 30 czerwca 2007 roku w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji akcji serii G,
- b) przewidziane w ww. uchwale z dnia 4 września 2008 roku podwyższenie kapitału zakładowego w drodze emisji akcji serii G jest przewidziane jako tzw. „widełkowe podwyższenie” do kwoty nie wyższej niż 19.879.740 zł (dziewiętnaście milionów osiemset siedemdziesiąt dziewięć tysięcy siedemset czterdzieści złotych), tj. o kwotę nie wyższą niż 1.604.362 złote (jeden milion sześćset cztery tysiące trzysta sześćdziesiąt dwa złote) i poprzez emisję nie więcej niż 8.021.810 (osiem milionów dwadzieścia jeden tysięcy osiemset dziesięć) akcji zwykłych na okaziciela Serii G o wartości nominalnej 0,20 zł (dwadzieścia groszy) każda,
- c) w dniu 22 września 2008 roku po zakończeniu subskrypcji prywatnej akcji serii G Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A. złożył oświadczenie w trybie art. 310 §2-4 w zw. z art. 441§2 pkt 7 k.s.h. o określeniu wysokości objętego kapitału zakładowego, w którym wskazał wysokość objętego kapitału zakładowego na kwotę 19.879.740 zł (dziewiętnaście milionów osiemset siedemdziesiąt dziewięć tysięcy siedemset czterdzieści złotych), który to kapitał zakładowy dzieli się na 88.244.000 (osiemdziesiąt osiem milionów dwieście czterdzieści cztery tysiące) akcji o wartości nominalnej 0,20 zł (dwadzieścia groszy) każda,

załączony do poniższego planu połączenia projekt zmian Statutu Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna uwzględniać będzie jako wartość kapitału zakładowego Spółki Przejmującej zarówno:

- a) wartość maksymalną, o jaką zgodnie z ww. uchwałą z dnia 4 września 2008 roku w ramach emisji akcji serii G zostanie on podwyższony,
- b) jak i wartość podwyższenia kapitału zakładowego Spółki Przejmującej wynikającą z emisji akcji serii H w ramach połączenia w ilości zgodnej z ustalonym w planie połączenia parytetem wymiany akcji Spółki Przejmującej w zamian za akcje Spółki Przejmowanej.

**VI.** Zarówno Spółka Przejmująca jak i Spółka Przejmowana są spółkami publicznymi w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539, ze zm.).

**VII.** Mając na uwadze powyższe Zarządy Łączących się Spółek, zgodnie wyrażają zamiar połączenia tych spółek i oświadczają, że zgodnie z art. 498 w związku z art. 499 Kodeksu spółek handlowych uzgadniają na piśmie poniższy plan połączenia tych spółek:

---

**PLAN POŁĄCZENIA SPÓŁEK**

---

**UZGODNIONY DNIA 24 WRZEŚNIA 2008 ROKU**

POMIĘDZY:

**VISTULA & WÓLCZANKA SPÓŁKA AKCYJNA Z SIEDZIBĄ W KRAKOWIE**

*- JAKO SPÓŁKĄ PRZEJMUJĄCĄ -*

- A -

**W. KRUK SPÓŁKA AKCYJNA Z SIEDZIBĄ W POZNANIU**

-

*-JAKO SPÓŁKĄ PRZEJMOWANĄ-*

Stosownie do treści art. 498 i nast. Kodeksu spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r. (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.), niżej wymienione Łączące się Spółki uzgadniają plan połączenia (zwany dalej „Planem Połączenia”) o następującej treści:

## **1. DANE OGÓLNE SPÓŁEK UCZESTNICZĄCYCH W POŁĄCZENIU**

### **1.1 SPÓŁKA PRZEJMUJĄCA:**

- **FIRMA:**  
VISTULA & WÓLCZANKA SPÓŁKA AKCYJNA
- **SIEDZIBA i ADRES:**  
Kraków, ul. Starowiślna 48, 31 – 035 Kraków
- **TYP:**  
spółka akcyjna wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla Krakowa – Śródmieścia w Krakowie Wydział XI Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000047082, będąca spółką publiczną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539, ze zm.), notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

### **1.2 SPÓŁKA PRZEJMOWANA:**

- **FIRMA:**  
W. KRUK SPÓŁKA AKCYJNA
- **SIEDZIBA i ADRES:**  
ul Pułaskiego 11-17, 60-607 Poznań
- **TYP:**  
spółka akcyjna wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy Poznań - Nowe Miasto i Wilda w Poznaniu Wydział VIII Gospodarczy Krajowego Rejestru

Sądowego pod numerem KRS 0000076902, będąca spółką publiczną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539, ze zm.), notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

## **2. SPOSÓB POŁĄCZENIA:**

- 2.1 Połączenie będzie dokonane zgodnie z art. 492 § 1 pkt. 1 Kodeksu Spółek Handlowych poprzez przeniesienie całego majątku Spółki Przejmowanej tj. W. KRUK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu, na Spółkę Przejmującą tj. VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie, w zamian za akcje Spółki Przejmującej wydane akcjonariuszom Spółki Przejmowanej, z zastrzeżeniem pkt. 2.2 niniejszego planu.
- 2.2 Stosownie do art. 514 Kodeksu spółek handlowych, ze względu na fakt, iż Spółka Przejmująca jest właścicielem 12.180.828 (dwanaście milionów sto osiemdziesiąt tysięcy osiemset dwadzieścia osiem) akcji stanowiących 66% kapitału zakładowego Spółki Przejmowanej, emitowane w ramach połączenia akcje kolejnej serii (tj. H) Spółki Przejmującej nie będą przez nią obejmowane jako akcjonariusza Spółki Przejmowanej. Wszystkie wyemitowane w ramach tego połączenia akcje zostaną objęte przez pozostałych akcjonariuszy Spółki Przejmowanej.

## **3. STOSUNEK WYMIANY AKCJI SPÓŁKI PRZEJMOWANEJ NA AKCJE SPÓŁKI PRZEJMUJĄCEJ**

W ramach połączenia akcje Spółki Przejmowanej będą wymieniane na nowo emitowane akcje Spółki Przejmującej serii H według stosunku: **1:2,4**.

Stosunek ten został ustalony przez Zarządy Łączących się Spółek w oparciu o wyceny zawarte w „Raporcie z oszacowania stosunku wymiany akcji na potrzeby sporządzenia planu połączenia w oparciu o wyceny Vistula & Wólczanka S.A. i W.Kruk S.A. na dzień 1 sierpnia 2008 roku” sporządzonym przez KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k., który w formie skróconego raportu stanowi część Załącznika nr 4 do planu połączenia.

W efekcie 15.059.932 (piętnaście milionów pięćdziesiąt dziewięć tysięcy dziewięćset trzydzieści dwie) akcje serii H Spółki Przejmującej, o wartości nominalnej 0,20 zł (dwadzieścia groszy) każda, zostanie wydanych w zamian za 6.274.972 (sześć milionów dwieście siedemdziesiąt cztery tysiące dziewięćset siedemdziesiąt dwie) akcje Spółki Przejmowanej o wartości nominalnej 1,- zł (jeden złoty) każda.

## **4. ZASADY DOTYCZĄCE PRYZNANIA AKCJI W SPÓŁCE PRZEJMUJĄCEJ**

Biorąc pod uwagę:

- a) iż Spółka Przejmująca jest właścicielem 12.180.828 (dwanaście milionów sto osiemdziesiąt tysięcy osiemset dwadzieścia osiem) akcji stanowiących 66% kapitału zakładowego Spółki Przejmowanej,
- b) iż zgodnie z art. 514 Kodeksu spółek handlowych emitowane w ramach połączenia akcje kolejnej serii (tj. H) Spółki Przejmującej nie będą przez nią obejmowane jako akcjonariusza Spółki Przejmowanej,

uprawnionymi do przyznania akcji Spółki Przejmującej są pozostali akcjonariusze Spółki Przejmowanej posiadający łącznie pozostałe 6.274.972 (sześć milionów dwieście siedemdziesiąt cztery tysiące dziewięćset siedemdziesiąt dwie) akcje Spółki Przejmowanej, w ilości proporcjonalnej do wynikającej z parytetu 1:2,4 wymiany akcji Spółki Przejmowanej na akcje Spółki Przejmującej.

Przy przydzielaniu akcji Spółki Przejmującej akcjonariuszom Spółki Przejmowanej znajdą zastosowanie poniższe szczegółowe zasady:

- 1) Nowo wyemitowane akcje zostaną przydzielone akcjonariuszom Spółki Przejmowanej za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. według stanu posiadania akcji Spółki Przejmowanej w dniu, który zgodnie z obowiązującymi przepisami stanowić będzie dzień referencyjny. Osobami uprawnionymi do nowo wyemitowanych akcji Spółki Przejmującej są osoby, na których rachunkach papierów wartościowych lub dla których w odpowiednich rejestrach, prowadzonych przez domy maklerskie lub banki prowadzące działalność maklerską, zapisane będą akcje Spółki Przejmowanej w dniu referencyjnym, z zastrzeżeniem pkt. 2) poniżej. Zarząd Spółki Przejmującej będzie upoważniony do wskazania Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. dnia referencyjnego, przy czym dzień ten nie będzie mógł przypadać później niż siódmego dnia roboczego po dniu zarejestrowania połączenia spółek i podwyższenia kapitału zakładowego Spółki Przejmującej związanego z tym połączeniem, chyba że ustalenie innego terminu będzie wymagane zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa lub regulacjami Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.

Liczba nowo wyemitowanych akcji, jaką otrzyma każdy z akcjonariuszy Spółki Przejmowanej zostanie ustalona przez pomnożenie posiadanych przez danego akcjonariusza akcji Spółki Przejmowanej w dniu referencyjnym przez „2,4”, i następnie zaokrąglenie otrzymanego w ten sposób iloczynu - jeżeli iloczyn taki nie będzie stanowił liczby całkowitej – w dół do najbliższej liczby całkowitej.

- 2) Zarząd Spółki Przejmującej będzie upoważniony do zaoferowania akcji Spółki Przejmującej nowej emisji serii H, które nie zostały przydzielone akcjonariuszom Spółki Przejmowanej przy zastosowaniu wskazanych wyżej zasad przyznania akcji, wybranym podmiotom w drodze subskrypcji prywatnej (art. 431 § 2 pkt. 1 Kodeksu spółek handlowych) i po cenie emisyjnej ustalonej przez Zarząd i zaakceptowanej przez Radę Nadzorczą. Objęcie tych akcji powinno nastąpić w terminie 21 dni po dniu, w którym ustalono dzień referencyjny zgodnie z zasadami wskazanymi w pkt. 1).
- 3) W celu zniwelowania różnic wynikających z zastosowania ww. parytetu wymiany akcji Spółka Przejmująca wypłaci dopłatę każdemu akcjonariuszowi Spółki Przejmowanej, który w dniu referencyjnym będzie posiadał taką ilość akcji Spółki Przejmowanej, jaka w wyniku działania opisanego powyżej będzie dawała liczbę niecałkowitą akcji Spółki Przejmującej, co z kolei

spowoduje, że otrzymany iloczyn będzie musiał zostać zaokrąglony w dół do najbliższej liczby całkowitej zgodnie z zasadami wskazanymi w pkt. 1).

Wysokość kwoty dopłaty dla każdego akcjonariusza, który w dniu referencyjnym będzie posiadał taką ilość akcji Spółki Przejmowanej, jaka w wyniku działania opisanego w pkt. 1) będzie dawała liczbę niecałkowitą, zostanie ustalona jako iloczyn wartości jednej akcji Spółki Przejmującej oraz ułamek, o który został zaokrąglony w dół wynik iloczynu wskazanego w pkt. 1) powyżej i przyjętego dla potrzeb niniejszego połączenia parytetu wymiany. Jako wartość jednej akcji Spółki Przejmującej dla ustalenia dopłat, przyjmować się będzie kurs zamknięcia z ostatniego dnia notowań akcji Spółki Przejmującej na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., poprzedzającego dzień referencyjny.

Łączna kwota dopłat dla wszystkich akcjonariuszy nie może przekroczyć 10% wartości bilansowej przyznanych akcji Spółki Przejmującej, określonej według oświadczenia o stanie księgowym Spółki Przejmującej, załączonego do niniejszego planu połączenia jako Załącznik nr 6.

Wypłata dopłat nastąpi z kapitału zapasowego Spółki Przejmującej. Dopłaty zostaną wypłacone uprawnionym osobom za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.

#### **5. DZIEN, OD KTÓREGO AKCJE PRYZNANE W SPÓŁCE PRZEJMUJĄCEJ W ZAMIAN ZA AKCJE SPÓŁKI PRZEJMOWANEJ UPRAWNIAJĄ DO UCZESTNICTWA W ZYSKU**

Akcje Serii H będą uczestniczyć w dywidendzie począwszy od wypłat z zysku Spółki Przejmującej, jaki zostanie przeznaczony do podziału między Akcjonariuszy Spółki Przejmującej za rok obrotowy kończący się 31 grudnia 2008 r.

#### **6. PRAWA PRYZNANE PRZEZ SPÓŁKĘ PRZEJMUJĄCĄ AKCJONARIUSZOM ORAZ OSOBOM SZCZEGÓLNIE UPRAWNIONYM W SPÓŁKCE PRZEJMOWANEJ**

Nie przewiduje się w związku z połączeniem przyznania akcjonariuszom Spółki Przejmowanej czy jakimkolwiek innym osobom szczególnych praw w Spółce Przejmującej.

#### **7. SZCZEGÓLNE KORZYŚCI DLA CZŁONKÓW ORGANÓW SPÓŁKI PRZEJMOWANEJ I PRZEJMUJĄCEJ ORAZ INNYCH OSÓB UCZESTNICZĄCYCH W POŁĄCZENIU**

Nie przewiduje się w związku z połączeniem przyznania szczególnych korzyści dla członków organów ani Spółki Przejmowanej, ani Spółki Przejmującej, jak również korzyści dla innych osób uczestniczących w połączeniu.

**Do niniejszego Planu Połączenia załączono:**

1. Projekt uchwały Walnego Zgromadzenia Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna o połączeniu – **Załącznik nr 1**
2. Projekt uchwały Walnego Zgromadzenia Spółki W. KRUK Spółka Akcyjna o połączeniu – **Załącznik nr 2**
3. Projekt zmian Statutu Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna – **Załącznik nr 3**
4. Oświadczenie w przedmiocie ustalenia wartości majątku Spółki Przejmowanej na dzień 1 sierpnia 2008 r. – **Załącznik nr 4.**
5. Oświadczenie Spółki Przejmowanej o stanie księgowym sporządzone dla celów połączenia na dzień 1 sierpnia 2008 r. przy wykorzystaniu tych samych metod i w takim samym układzie jak ostatni bilans roczny - **Załącznik nr 5,**
6. Oświadczenie Spółki Przejmującej o stanie księgowym sporządzone dla celów połączenia na dzień 1 sierpnia 2008 r. przy wykorzystaniu tych samych metod i w takim samym układzie jak ostatni bilans roczny - **Załącznik nr 6.**

**VIII.** Łączące się spółki wyrażają wolę jak najszybszego zakończenia procesu łączenia się spółek. Łączące się spółki podejmują się zgodnie współdziałać w realizacji procedury połączeniowej, w szczególności poprzez bezzwłoczne przygotowywanie dokumentów i wykonywanie czynności wymaganych przepisami prawa tak, aby osiągnąć cel w zakładanym terminie.

**IX.** Porozumienie niniejsze sporządzono w czterech egzemplarzach: po jednym dla każdej ze stron i dwa celem złożenia we właściwym sądzie rejestrowym.

**Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A. :**

**Zarząd W. KRUK S.A. :**



## Załącznik nr 1

**do planu połączenia Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie ze spółką W. KRUK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu przyjętego i uzgodnionego w dniu 24 września 2008 roku:**

### **Projekt uchwały Walnego Zgromadzenia Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna o połączeniu**

*„Uchwała nr [...] z dnia [...]2008 roku*

*Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia S.A. VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie w sprawie połączenia ze spółką W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu*

#### **§1**

1. *Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie działając na podstawie art. 492 § 1 pkt. 1 w zw. z art. 506 k.s.h, wyraża zgodę na przyjęty w dniu 24 września 2008 roku przez Zarządy łączących się spółek i opublikowany w „Monitorze Sądowym i Gospodarczym” z dnia [...] 2008 roku plan połączenia spółek VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie, W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu poprzez przeniesienie całego majątku spółki W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu jako spółki przejmowanej na spółkę VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie jako spółkę przejmującą.*
2. *Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie działając na podstawie art. 492 § 1 pkt. 1 kodeksu spółek handlowych oraz art. 506 kodeksu spółek handlowych uchwała połączenie spółek:*
  - a) *VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie*
  - b) *W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu*

*poprzez przeniesienie całego majątku spółki W. KRUK S.A. jako spółki przejmowanej na VISTULA & WÓLCZANKA S.A. jako spółkę przejmującą.*
3. *Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie upoważnia i zobowiązuje Zarząd do dokonania wszelkich czynności niezbędnych do przeprowadzenia procedury połączenia spółek, zgodnie z niniejszą uchwałą i obowiązującymi przepisami.*

#### **§ 2**

1. *W celu realizacji połączenia podwyższa się niniejszym kapitał zakładowy spółek VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie o kwotę 3.011.986,40 zł (trzy miliony jedenaście tysięcy dziewięćset osiemdziesiąt sześć złotych czterdzieści groszy), mającą wystarczające pokrycie w ustalonej dla potrzeb połączenia wartości majątku W. KRUK S.A., tj. do kwoty 22.891.726,40 zł (dwadzieścia dwa miliony osiemset dziewięćdziesiąt jeden tysięcy siedemset dwadzieścia sześć złotych 40 groszy), w drodze emisji 15.059.932 (piętnaście milionów pięćdziesiąt dziewięć tysięcy dziewięćset trzydzieści dwie) nowych akcji na okaziciela serii H o numerach od 1 do 15.059.932, o wartości nominalnej 0,2 zł (dwadzieścia groszy) każda.*
2. *Nowo wyemitowane akcje VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie zostają przyznane akcjonariuszom W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu przy zastosowaniu stosunku wymiany akcji W. KRUK S.A. na akcje VISTULA & WÓLCZANKA S.A. ustalonego w planie połączenia: 1 do 2,4.*

3. *Nowo wyemitowane akcje zostaną przydzielone akcjonariuszom W. KRUK S.A. za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. według stanu posiadania akcji spółki przejmowanej w dniu, który zgodnie z obowiązującymi przepisami stanowić będzie dzień referencyjny. Osobami uprawnionymi do nowo wyemitowanych akcji VISTULA & WÓLCZANKA S.A. są osoby, na których rachunkach papierów wartościowych lub dla których w odpowiednich rejestrach, prowadzonych przez domy maklerskie lub banki prowadzące działalność maklerską, zapisane będą akcje Spółki Przejmowanej w dniu referencyjnym, z zastrzeżeniem pkt 4 poniżej. Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A. zostaje upoważniony do wskazania Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. dnia referencyjnego, przy czym dzień ten nie może przypadać później niż siódmego dnia roboczego po dniu zarejestrowania połączenia spółek i podwyższenia kapitału zakładowego VISTULA & WÓLCZANKA S.A. związanego z tym połączeniem, chyba że ustalenie innego terminu będzie wymagane zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa lub regulacjami Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.*

*Liczba nowo wyemitowanych akcji, jaką otrzyma każdy z akcjonariuszy W. KRUK S.A. zostanie ustalona przez pomnożenie posiadanych przez danego akcjonariusza akcji W. KRUK S.A. w dniu referencyjnym przez „2,4”, i następnie zaokrąglenie otrzymanego w ten sposób iloczynu - jeżeli iloczyn taki nie będzie stanowił liczby całkowitej – w dół do najbliższej liczby całkowitej.*

4. *Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A. zostaje upoważniony do zaoferowania akcji VISTULA & WÓLCZANKA S.A. nowej emisji serii H, które nie zostały przydzielone akcjonariuszom W. KRUK S.A. przy zastosowaniu wskazanych wyżej zasad przyznania akcji, wybranym podmiotom w drodze subskrypcji prywatnej (art. 431 § 2 pkt. 1 Kodeksu spółek handlowych) i po cenie emisyjnej ustalonej przez Zarząd i zaakceptowanej przez Radę Nadzorczą. Objęcie tych akcji powinno nastąpić w terminie 21 dni po dniu, w którym ustalono dzień referencyjny zgodnie z zasadami wskazanymi w pkt. 3.*
5. *W celu zniwelowania różnic wynikających z zastosowania parytetu wymiany akcji VISTULA & WÓLCZANKA S.A. wypłaci dopłatę każdemu akcjonariuszowi W. KRUK S.A., który w dniu referencyjnym będzie posiadał taką ilość akcji W. KRUK S.A., która w wyniku działania opisanego powyżej będzie dawała liczbę niecałkowitą, co z kolei spowoduje, że otrzymany iloczyn będzie musiał zostać zaokrąglony w dół do najbliższej liczby całkowitej zgodnie z zasadami wskazanymi w pkt. 3 powyżej.*

*Wysokość kwoty dopłaty dla każdego akcjonariusza, który w dniu referencyjnym będzie posiadał taką ilość akcji W. KRUK S.A., jaka w wyniku działania opisanego w pkt. 3 będzie dawała liczbę niecałkowitą, zostanie ustalona jako iloczyn wartości jednej akcji VISTULA & WÓLCZANKA S.A. oraz ułamek, o który został zaokrąglony w dół wynik iloczynu wskazanego w pkt. 3 powyżej i przyjętego dla potrzeb niniejszego połączenia parytetu wymiany. Jako wartość jednej akcji VISTULA & WÓLCZANKA S.A. dla ustalenia dopłat, przyjmować się będzie kurs zamknięcia z ostatniego dnia notowań akcji VISTULA & WÓLCZANKA S.A. na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., poprzedzającego dzień referencyjny.*

*Łączna kwota dopłat dla wszystkich akcjonariuszy nie może przekroczyć 10 % wartości bilansowej przyznanych akcji VISTULA & WÓLCZANKA S.A., określonej według oświadczenia o stanie księgowym VISTULA & WÓLCZANKA S.A., załączonego do planu połączenia.*

*Wypłata dopłat nastąpi z kapitału zapasowego VISTULA & WÓLCZANKA S.A. Dopłaty zostaną wypłacone uprawnionym osobom za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.*

6. *Różnica pomiędzy ustaloną wartością majątku W. KRUK S.A. a łączną wartością nominalną wydawanych w zamian akcji na okaziciela serii H VISTULA & WÓLCZANKA S.A. zostaje przeznaczona na kapitał zapasowy VISTULA & WÓLCZANKA S.A..*
7. *Nowo wyemitowane akcje na okaziciela serii H VISTULA & WÓLCZANKA S.A. uprawniają do uczestnictwa w zysku VISTULA & WÓLCZANKA S.A. począwszy od wypłat z zysku Spółki, jaki zostanie przeznaczony do podziału między Akcjonariuszy za rok obrotowy kończący się 31 grudnia 2008 r.*

### **§ 3**

1. *Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie działając na podstawie art. 492 § 1 pkt. 1 w zw. z art. 506 k.s.h, wyraża zgodę na proponowane, wymienione poniżej zmiany Statutu Spółki i zmienia ten Statut w następujący sposób:*
  - 1) *Zmienia się §1 ust.1 Statutu Spółki w ten sposób, że w zamian dotychczasowego otrzymuje on następujące brzmienie:  
„ Firma Spółki brzmi: VISTULA GROUP Spółka Akcyjna. ”*
  - 2) *Zmienia się §1 ust.2 Statutu Spółki w ten sposób, że w zamian dotychczasowego otrzymuje on następujące brzmienie:  
„Spółka może używać w obrocie skrót: VISTULA GROUP S.A. ”*
  - 3) *Zmienia się §6 Statutu Spółki w ten sposób, że w zamian dotychczasowego otrzymuje on następujące brzmienie:*

*Na przedmiot działalności Spółki składa się:*

1. *Produkcja opakowań drewnianych (PKD 16.24.Z),*
2. *Produkcja pozostałych wyrobów z drewna; produkcja wyrobów z korka, słomy i materiałów używanych do wyplatania (PKD 16.29.Z),*
3. *Produkcja pozostałych artykułów z papieru i tektury (PKD 17.29.Z)*
4. *Wydawanie książek (PKD 58.11.Z),*
5. *Pozostała działalność wydawnicza (PKD 58.19.Z),*
6. *Introligatorstwo i podobne usługi (PKD 18.14.Z),*
7. *Produkcja opakowań z tworzyw sztucznych (PKD 22.22.Z),*
8. *Produkcja metali szlachetnych (PKD 24.41.Z),*
9. *Produkcja pozostałych maszyn specjalnego przeznaczenia, gdzie indziej niesklasyfikowana (PKD 28.99.Z),*
10. *Produkcja zegarków i zegarów (PKD 26.52.Z),*
11. *Produkcja wyrobów jubilerskich, biżuterii i podobnych wyrobów (PKD 32.1),*
12. *Produkcja wyrobów jubilerskich i podobnych (PKD 32.12.Z),*
13. *Produkcja sztucznej biżuterii i wyrobów podobnych (PKD 32.13.Z),*
14. *Produkcja pozostałych wyrobów, gdzie indziej niesklasyfikowana (PKD 32.99.Z),*
15. *Naprawa i konserwacja maszyn (PKD 33.12.Z),*
16. *Sprzedaż hurtowa realizowana na zlecenie (PKD 46.1),*
17. *Działalność agentów zajmujących się sprzedażą mebli, artykułów gospodarstwa domowego i drobnych wyrobów metalowych (PKD 46.15.Z),*
18. *Działalność agentów zajmujących się sprzedażą wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów futrzarskich, obuwia i artykułów skórzanych (PKD 46.16.Z),*
19. *Działalność agentów specjalizujących się w sprzedaży pozostałych określonych towarów (PKD 46.18.Z),*
20. *Działalność agentów zajmujących się sprzedażą towarów różnego rodzaju*

- (PKD 46.19.Z),
21. Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności, napojów i wyrobów tytoniowych (PKD 47.11.Z),
  22. Sprzedaż detaliczna wyrobów tytoniowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.26.Z),
  23. Sprzedaż detaliczna wyrobów farmaceutycznych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.73.Z),
  24. Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.1),
  25. Sprzedaż detaliczna kosmetyków i artykułów toaletowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.75.Z),
  26. Sprzedaż detaliczna odzieży prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.71.Z),
  27. Sprzedaż detaliczna obuwia i wyrobów skórzanych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.72.Z),
  28. Sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.59.Z),
  29. Sprzedaż detaliczna gazet i artykułów piśmiennych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.62.Z),
  30. Sprzedaż detaliczna książek prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.61.Z),
  31. Sprzedaż detaliczna zegarków, zegarów i biżuterii prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.77.Z),
  32. Sprzedaż detaliczna artykułów używanych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.79.Z),
  33. Naprawa zegarów, zegarków oraz biżuterii (PKD 95.25.Z),
  34. Sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub Internet (PKD 47.91.Z),
  35. Magazynowanie i przechowywanie towarów (PKD 52.10),
  36. Magazynowanie i przechowywanie pozostałych towarów (PKD 52.10.B),
  37. Pozostałe pośrednictwo pieniężne (PKD 64.19.Z),
  38. Wynajem i zarządzanie nieruchomościami własnymi lub dzierżawionymi (PKD 68.20.Z),
  39. Kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek (PKD 68.10.Z),
  40. Badanie rynku i opinii publicznej (PKD 73.20.Z),
  41. Działalność firm centralnych (head offices); doradztwo związane z zarządzaniem (PKD 70)
  42. Pozostałe doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania (PKD 70.22.Z),
  43. Działalność firm centralnych (head offices) i holdingów, z wyłączeniem holdingów finansowych (PKD 70.10.Z),
  44. Reklama (PKD 73.1),
  45. Działalność związana z organizacją targów, wystaw i kongresów (PKD 82.30.Z),
  46. Działalność komercyjna, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 82.9),
  47. Przygotowanie i przędzenie włókien tekstylnych (PKD 13.1),
  48. Wykończanie wyrobów włókienniczych (PKD 13.3),
  49. Produkcja pozostałych wyrobów tekstylnych (PKD 13.9),
  50. Produkcja wyrobów pończosznich (PKD 14.31.Z),
  51. Produkcja pozostałej odzieży dzianej (PKD 14.39.Z),
  52. Produkcja odzieży skórzanej (PKD 14.11.Z),

53. *Produkcja odzieży roboczej (PKD 14.12.Z),*
54. *Produkcja pozostałej odzieży wierzchniej (PKD 14.13.Z),*
55. *Produkcja bielizny (PKD 14.14.Z),*
56. *Produkcja pozostałej odzieży i dodatków do odzieży (PKD 14.19.Z),*
57. *Produkcja toreb bagażowych, toreb ręcznych i podobnych wyrobów kaletniczych; produkcja wyrobów rymarskich (PKD 15.12.Z),*
58. *Produkcja obuwia (PKD 15.20.Z),*
59. *Sprzedaż hurtowa wyrobów tekstylnych (PKD 46.41.Z),*
60. *Sprzedaż hurtowa odzieży i obuwia (PKD 46.42.Z),*
61. *Sprzedaż detaliczna wyrobów tekstylnych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.51.Z),*
62. *Naprawa pozostałych artykułów użytku osobistego i domowego (PKD 95.29.Z),*
63. *Pranie i czyszczenie wyrobów włókienniczych i futrzarskich (PKD 96.01.Z),*
64. *Produkcja wyrobów kosmetycznych i toaletowych (PKD 20.42.Z),*
65. *Sprzedaż hurtowa perfum i kosmetyków (PKD 46.45.Z),*
66. *Sprzedaż hurtowa pozostałych artykułów użytku domowego (PKD 46.49.Z),*
67. *Sprzedaż detaliczna sprzętu sportowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.64.Z),*
68. *Przeładunek towarów w pozostałych punktach przeładunkowych (PKD 52.24.C)*
69. *Działalność holdingów finansowych (PKD 64.20.Z),*
70. *Produkcja tkanin (PKD 13.20)”.*

4) *Zmienia się §8 Statutu Spółki w ten sposób, że w zamian dotychczasowego otrzymuje on następujące brzmienie:*

- „1. *Kapitał zakładowy dzieli się na 103.303.932 (sto trzy miliony trzysta trzy tysiące dziewięćset trzydzieści dwie) akcje o wartości nominalnej 20 gr (dwadzieścia groszy) każda.*
2. *Kapitał zakładowy wynosi 22.891.726,40 zł (dwadzieścia dwa miliony osiemset dziewięćdziesiąt jeden tysięcy siedemset dwadzieścia sześć złotych czterdzieści groszy).”*

5) *Pozostałe postanowienia Statutu Spółki pozostają bez zmian.*

#### **§ 4**

*Uchwała wchodzi w życie z chwilą jej podjęcia.”*

**Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A. :**

**Zarząd W. KRUK S.A. :**

## Załącznik nr 2

**do planu połączenia Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie ze spółką W. KRUK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu**

**przyjętego i uzgodnionego w dniu 24 września 2008 roku:**

### **„Projekt uchwały Walnego Zgromadzenia Spółki W. KRUK Spółka Akcyjna o połączeniu”**

*„Uchwała nr [...] z dnia [...]2008 roku*

*Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu w sprawie połączenia ze spółką S.A. VISTULA & WÓLCZANKA S.A z siedzibą w Krakowie*

#### **„§1**

#### **Zgoda na plan połączenia**

1. *Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie działając na podstawie art. 492 § 1 pkt. 1 w zw. z art. 506 k.s.h, wyraża zgodę na przyjęty w dniu 24 września 2008 roku przez Zarządy łączących się spółek i opublikowany w „Monitorze Sądowym i Gospodarczym” z dnia [...] 2008 roku plan połączenia spółek VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie, W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu poprzez przeniesienie całego majątku spółki W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu jako spółki przejmowanej na VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie jako spółkę przejmującą.*
2. *Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie działając na podstawie art. 492 § 1 pkt. 1 kodeksu spółek handlowych oraz art. 506 kodeksu spółek handlowych uchwała połączenie spółek:*
  - a) *VISTULA & WÓLCZANKA S.A z siedzibą w Krakowie*
  - b) *W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu**poprzez przeniesienie całego majątku spółki W. KRUK S.A. jako spółki przejmowanej na Spółkę VISTULA & WÓLCZANKA S.A. jako spółkę przejmującą.*
3. *Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie upoważnia i zobowiązuje Zarząd do dokonania wszelkich czynności niezbędnych do przeprowadzenia procedury połączenia Spółek, zgodnie z niniejszą uchwałą i obowiązującymi przepisami.*

#### **§2**

#### **Zgoda na proponowane zmiany Statutu Spółki Przejmującej**

1. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie działając na podstawie art. 492 § 1 pkt. 1 w zw. z art. 506 k.s.h, wyraża zgodę na proponowane, wymienione poniżej zmiany Statutu Spółki Przejmującej tj. VISTULA & WÓLCZANKA S.A.:

1) Zmienia się §1 ust.1 Statutu Spółki Przejmującej w ten sposób, że w zamian dotychczasowego otrzymuje on następujące brzmienie:

„ Firma Spółki brzmi: VISTULA GROUP Spółka Akcyjna. ”

2) Zmienia się §1 ust.2 Statutu Spółki Przejmującej w ten sposób, że w zamian dotychczasowego otrzymuje on następujące brzmienie:

„Spółka może używać w obrocie skrótu: VISTULA GROUP S.A. ”

3) Zmienia się §6 Statutu Spółki Przejmującej w ten sposób, że w zamian dotychczasowego otrzymuje on następujące brzmienie:

Na przedmiot działalności Spółki składa się:

1. Produkcja opakowań drewnianych (PKD 16.24.Z),
2. Produkcja pozostałych wyrobów z drewna; produkcja wyrobów z korka, słomy i materiałów używanych do wyplatania (PKD 16.29.Z),
3. Produkcja pozostałych artykułów z papieru i tektury (PKD 17.29.Z)
4. Wydawanie książek (PKD 58.11.Z),
5. Pozostała działalność wydawnicza (PKD 58.19.Z),
6. Introligatorstwo i podobne usługi (PKD 18.14.Z),
7. Produkcja opakowań z tworzyw sztucznych (PKD 22.22.Z),
8. Produkcja metali szlachetnych (PKD 24.41.Z),
9. Produkcja pozostałych maszyn specjalnego przeznaczenia, gdzie indziej niesklasyfikowana (PKD 28.99.Z),
10. Produkcja zegarków i zegarów (PKD 26.52.Z),
11. Produkcja wyrobów jubilerskich, biżuterii i podobnych wyrobów (PKD 32.1),
12. Produkcja wyrobów jubilerskich i podobnych (PKD 32.12.Z),
13. Produkcja sztucznej biżuterii i wyrobów podobnych (PKD 32.13.Z),
14. Produkcja pozostałych wyrobów, gdzie indziej niesklasyfikowana (PKD 32.99.Z),
15. Naprawa i konserwacja maszyn (PKD 33.12.Z),
16. Sprzedaż hurtowa realizowana na zlecenie (PKD 46.1),
17. Działalność agentów zajmujących się sprzedażą mebli, artykułów gospodarstwa domowego i drobnych wyrobów metalowych (PKD 46.15.Z),
18. Działalność agentów zajmujących się sprzedażą wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów futrzarskich, obuwia i artykułów skórzanych (PKD 46.16.Z),
19. Działalność agentów specjalizujących się w sprzedaży pozostałych określonych towarów (PKD 46.18.Z),
20. Działalność agentów zajmujących się sprzedażą towarów różnego rodzaju (PKD 46.19.Z),
21. Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności, napojów i wyrobów tytoniowych (PKD 47.11.Z),
22. Sprzedaż detaliczna wyrobów tytoniowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.26.Z),
23. Sprzedaż detaliczna wyrobów farmaceutycznych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.73.Z),
24. Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.1),
25. Sprzedaż detaliczna kosmetyków i artykułów toaletowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.75.Z),

26. Sprzedaż detaliczna odzieży prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.71.Z),
27. Sprzedaż detaliczna obuwia i wyrobów skórzanych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.72.Z),
28. Sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.59.Z),
29. Sprzedaż detaliczna gazet i artykułów piśmiennych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.62.Z),
30. Sprzedaż detaliczna książek prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.61.Z),
31. Sprzedaż detaliczna zegarków, zegarów i biżuterii prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.77.Z),
32. Sprzedaż detaliczna artykułów używanych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.79.Z),
33. Naprawa zegarów, zegarków oraz biżuterii (PKD 95.25.Z),
34. Sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub Internet (PKD 47.91.Z),
35. Magazynowanie i przechowywanie towarów (PKD 52.10),
36. Magazynowanie i przechowywanie pozostałych towarów (PKD 52.10.B),
37. Pozostałe pośrednictwo pieniężne (PKD 64.19.Z),
38. Wynajem i zarządzanie nieruchomościami własnymi lub dzierżawionymi (PKD 68.20.Z),
39. Kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek (PKD 68.10.Z),
40. Badanie rynku i opinii publicznej (PKD 73.20.Z),
41. Działalność firm centralnych (head offices); doradztwo związane z zarządzaniem (PKD 70)
42. Pozostałe doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania (PKD 70.22.Z),
43. Działalność firm centralnych (head offices) i holdingów, z wyłączeniem holdingów finansowych (PKD 70.10.Z),
44. Reklama (PKD 73.1),
45. Działalność związana z organizacją targów, wystaw i kongresów (PKD 82.30.Z),
46. Działalność komercyjna, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 82.9),
47. Przygotowanie i przędzenie włókien tekstylnych (PKD 13.1),
48. Wykończanie wyrobów włókienniczych (PKD 13.3),
49. Produkcja pozostałych wyrobów tekstylnych (PKD 13.9),
50. Produkcja wyrobów pończosznich (PKD 14.31.Z),
51. Produkcja pozostałej odzieży dzianej (PKD 14.39.Z),
52. Produkcja odzieży skórzanej (PKD 14.11.Z),
53. Produkcja odzieży roboczej (PKD 14.12.Z),
54. Produkcja pozostałej odzieży wierzchniej (PKD 14.13.Z),
55. Produkcja bielizny (PKD 14.14.Z),
56. Produkcja pozostałej odzieży i dodatków do odzieży (PKD 14.19.Z),
57. Produkcja toreb bagażowych, toreb ręcznych i podobnych wyrobów kaletniczych; produkcja wyrobów rymarskich (PKD 15.12.Z),
58. Produkcja obuwia (PKD 15.20.Z),
59. Sprzedaż hurtowa wyrobów tekstylnych (PKD 46.41.Z),
60. Sprzedaż hurtowa odzieży i obuwia (PKD 46.42.Z),
61. Sprzedaż detaliczna wyrobów tekstylnych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.51.Z),



62. Naprawa pozostałych artykułów użytku osobistego i domowego (PKD 95.29.Z),
63. Pranie i czyszczenie wyrobów włókienniczych i futrzarskich (PKD 96.01.Z),
64. Produkcja wyrobów kosmetycznych i toaletowych (PKD 20.42.Z),
65. Sprzedaż hurtowa perfum i kosmetyków (PKD 46.45.Z),
66. Sprzedaż hurtowa pozostałych artykułów użytku domowego (PKD 46.49.Z),
67. Sprzedaż detaliczna sprzętu sportowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.64.Z),
68. Przeladunek towarów w pozostałych punktach przeladunkowych (PKD 52.24.C)
69. Działalność holdingów finansowych (PKD 64.20.Z),
70. Produkcja tkanin (PKD 13.20)”.  
70. Produkcja tkanin (PKD 13.20)”.

4) Zmienia się §8 Statutu Spółki Przejmującej w ten sposób, że w zamian dotychczasowego otrzymuje on następujące brzmienie:

- „1. Kapitał zakładowy dzieli się na 103.303.932 (sto trzy miliony trzysta trzy tysiące dziewięćset trzydzieści dwie) akcje o wartości nominalnej 20 gr (dwadzieścia groszy) każda.
2. Kapitał zakładowy wynosi 22.891.726,40 zł (dwadzieścia dwa miliony osiemset dziewięćdziesiąt jeden tysięcy siedemset dwadzieścia sześć złotych czterdzieści groszy).”

5) Pozostałe postanowienia Statutu Spółki pozostają bez zmian.

2. Statut Spółki Przejmującej tj. VISTULA & WÓLCZANKA S.A w treści uwzględniającej wymienione wyżej zmiany stanowi załącznik do niniejszej uchwały.

### §3

#### **Wejście w życie**

*Uchwała wchodzi w życie z chwilą jej podjęcia”*

**Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A. :**

**Zarząd W. KRUK S.A. :**

### Załącznik nr 3

**do planu połączenia Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie ze spółką W. KRUK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu  
przyjętego i uzgodnionego w dniu 24 września 2008 roku:**

#### **„Projekt zmian Statutu Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna”**

Proponowane zmiany Statutu Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna:

- 1) §1 ust.1 Statutu Spółki w dotychczasowym brzmieniu:

*„Firma Spółki brzmi: Vistula & Wólczanka Spółka Akcyjna.”*

otrzymuje następujące brzmienie:

*„ Firma Spółki brzmi: VISTULA GROUP Spółka Akcyjna.”*

- 2) §1 ust.2 Statutu Spółki w dotychczasowym brzmieniu:

*„Spółka może używać w obrocie skrótu: Vistula & Wólczanka S.A.”*

otrzymuje następujące brzmienie:

*„Spółka może używać w obrocie skrótu: VISTULA GROUP S.A.”*

- 3) §6 Statutu Spółki w dotychczasowym brzmieniu:

*„ Na przedmiot działalności Spółki składa się:*

- 1. Produkcja wyrobów włókienniczych pozostałych, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 17.54.Z)*
- 2. Produkcja dzianin ( PKD 17.60.Z)*
- 3. Produkcja wyrobów pończosznicych ( PKD 17.71.Z)*
- 4. Produkcja odzieży dzianej ( PKD 17.72.Z)*
- 5. Produkcja odzieży skórzanej ( PKD 18.10.Z)*
- 6. Produkcja ubrań roboczych ( PKD 18.21.Z)*
- 7. Produkcja ubrań wierzchnich dla mężczyzn i chłopców pozostała (PKD 18.22.A)*
- 8. Produkcja ubrań wierzchnich dla kobiet i dziewcząt pozostała ( PKD 18.22.B)*
- 9. Produkcja bielizny ( PKD 18.23.Z)*

10. *Produkcja pozostałej odzieży i dodatków do odzieży, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 18.24.Z)*
11. *Produkcja wyrobów kaletniczych i rymarskich (PKD 19.20.Z)*
12. *Produkcja obuwia, z wyjątkiem sportowego (PKD 19.30.A)*
13. *Produkcja obuwia sportowego (PKD 19.30.B)*
14. *Sprzedaż hurtowa wyrobów włókienniczych (PKD 51.41.Z)*
15. *Sprzedaż hurtowa odzieży i obuwia (PKD 51.42.Z)*
16. *Sprzedaż detaliczna wyrobów włókienniczych (PKD 52.41.Z)*
17. *Sprzedaż detaliczna odzieży (PKD 52.42.Z)*
18. *Sprzedaż detaliczna obuwia i wyrobów skórzanych (PKD 52.43.Z)*
19. *Działalność agentów zajmujących się sprzedażą wyrobów włókienniczych, odzieży, obuwia i artykułów skórzanych (PKD 51.16.Z);*
20. *Naprawa artykułów użytku osobistego i domowego, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 52.74.Z);*
21. *Pranie i czyszczenie wyrobów włókienniczych i futrzarskich (PKD 93.01.Z);*
22. *Produkcja wyrobów kosmetycznych i toaletowych (PKD 24.52.Z);*
23. *Produkcja artykułów jubilerskich i podobnych, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 36.22.Z)*
24. *Produkcja wyrobów pozostała, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 36.63.Z)*
25. *Sprzedaż hurtowa perfum i kosmetyków (PKD 51.45.Z);*
26. *Sprzedaż hurtowa pozostałych artykułów użytku domowego i osobistego (PKD 51.47.Z);*
27. *Sprzedaż detaliczna kosmetyków i artykułów toaletowych (PKD 52.33.Z);*
28. *Sprzedaż detaliczna zegarów, zegarków oraz biżuterii (PKD 52.48.C);*
29. *Sprzedaż detaliczna artykułów sportowych (PKD 52.48.D);*
30. *Przeładunek towarów w pozostałych punktach przeładunkowych (PKD 63.11.C);*
31. *Magazynowanie i przechowywanie towarów w pozostałych składowiskach (PKD 63.12.C);*
32. *Zarządzanie nieruchomościami niemieszkalnymi (PKD 70.32. B);*
33. *Wynajem nieruchomości na własny rachunek (PKD 70.20.Z);*
34. *Doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania (PKD 74.14.A);*
35. *Pozostała działalność komercyjna, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 74.84.B);*
36. *Działalność związana z zarządzaniem holdingami (PKD 74.15.Z);*
37. *Pozostałe pośrednictwo finansowe, gdzie indziej nie sklasyfikowane (PKD 65.23.Z).”*

otrzymuje następujące brzmienie:

„Na przedmiot działalności Spółki składa się:

1. *Produkcja opakowań drewnianych (PKD 16.24.Z),*
2. *Produkcja pozostałych wyrobów z drewna; produkcja wyrobów z korka, słomy i materiałów używanych do wyplatania (PKD 16.29.Z),*
3. *Produkcja pozostałych artykułów z papieru i tektury (PKD 17.29.Z)*
4. *Wydawanie książek (PKD 58.11.Z),*
5. *Pozostała działalność wydawnicza (PKD 58.19.Z),*
6. *Introligatorstwo i podobne usługi (PKD 18.14.Z),*
7. *Produkcja opakowań z tworzyw sztucznych (PKD 22.22.Z),*
8. *Produkcja metali szlachetnych (PKD 24.41.Z),*

9. *Produkcja pozostałych maszyn specjalnego przeznaczenia, gdzie indziej niesklasyfikowana (PKD 28.99.Z),*
10. *Produkcja zegarków i zegarów (PKD 26.52.Z),*
11. *Produkcja wyrobów jubilerskich, biżuterii i podobnych wyrobów (PKD 32.1),*
12. *Produkcja wyrobów jubilerskich i podobnych (PKD 32.12.Z),*
13. *Produkcja sztucznej biżuterii i wyrobów podobnych (PKD 32.13.Z),*
14. *Produkcja pozostałych wyrobów, gdzie indziej niesklasyfikowana (PKD 32.99.Z),*
15. *Naprawa i konserwacja maszyn (PKD 33.12.Z),*
16. *Sprzedaż hurtowa realizowana na zlecenie (PKD 46.1),*
17. *Działalność agentów zajmujących się sprzedażą mebli, artykułów gospodarstwa domowego i drobnych wyrobów metalowych (PKD 46.15.Z),*
18. *Działalność agentów zajmujących się sprzedażą wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów futrzarskich, obuwia i artykułów skórzanych (PKD 46.16.Z),*
19. *Działalność agentów specjalizujących się w sprzedaży pozostałych określonych towarów (PKD 46.18.Z),*
20. *Działalność agentów zajmujących się sprzedażą towarów różnego rodzaju (PKD 46.19.Z),*
21. *Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności, napojów i wyrobów tytoniowych (PKD 47.11.Z),*
22. *Sprzedaż detaliczna wyrobów tytoniowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.26.Z),*
23. *Sprzedaż detaliczna wyrobów farmaceutycznych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.73.Z),*
24. *Sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.1),*
25. *Sprzedaż detaliczna kosmetyków i artykułów toaletowych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.75.Z),*
26. *Sprzedaż detaliczna odzieży prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.71.Z),*
27. *Sprzedaż detaliczna obuwia i wyrobów skórzanych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.72.Z),*
28. *Sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.59.Z),*
29. *Sprzedaż detaliczna gazet i artykułów piśmiennych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.62.Z),*
30. *Sprzedaż detaliczna książek prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.61.Z),*
31. *Sprzedaż detaliczna zegarków, zegarów i biżuterii prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.77.Z),*
32. *Sprzedaż detaliczna artykułów używanych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.79.Z),*
33. *Naprawa zegarów, zegarków oraz biżuterii (PKD 95.25.Z),*
34. *Sprzedaż detaliczna prowadzona przez domy sprzedaży wysyłkowej lub Internet (PKD 47.91.Z),*
35. *Magazynowanie i przechowywanie towarów (PKD 52.10),*
36. *Magazynowanie i przechowywanie pozostałych towarów (PKD 52.10.B),*
37. *Pozostałe pośrednictwo pieniężne (PKD 64.19.Z),*
38. *Wynajem i zarządzanie nieruchomościami własnymi lub dzierżawionymi (PKD 68.20.Z),*
39. *Kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek (PKD 68.10.Z),*

40. *Badanie rynku i opinii publicznej ( PKD 73.20.Z),*
41. *Działalność firm centralnych (head offices); doradztwo związane z zarządzaniem (PKD 70)*
42. *Pozostałe doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania(PKD 70.22.Z),*
43. *Działalność firm centralnych (head offices) i holdingów, z wyłączeniem holdingów finansowych (PKD 70.10.Z),*
44. *Reklama (PKD 73.1),*
45. *Działalność związana z organizacją targów, wystaw i kongresów (PKD 82.30.Z),*
46. *Działalność komercyjna, gdzie indziej nie sklasyfikowana (PKD 82.9),*
47. *Przygotowanie i przędzenie włókien tekstylnych (PKD 13.1),*
48. *Wykończanie wyrobów włókienniczych (PKD 13.3),*
49. *Produkcja pozostałych wyrobów tekstylnych (PKD 13.9),*
50. *Produkcja wyrobów pończosznicych (PKD 14.31.Z),*
51. *Produkcja pozostałej odzieży dzianej (PKD 14.39.Z),*
52. *Produkcja odzieży skórzanej (PKD 14.11.Z),*
53. *Produkcja odzieży roboczej (PKD 14.12.Z),*
54. *Produkcja pozostałej odzieży wierzchniej (PKD 14.13.Z),*
55. *Produkcja bielizny (PKD 14.14.Z),*
56. *Produkcja pozostałej odzieży i dodatków do odzieży (PKD 14.19.Z),*
57. *Produkcja toreb bagażowych, toreb ręcznych i podobnych wyrobów kaletniczych; produkcja wyrobów rymarskich (PKD 15.12.Z),*
58. *Produkcja obuwia (PKD 15.20.Z),*
59. *Sprzedaż hurtowa wyrobów tekstylnych (PKD 46.41.Z),*
60. *Sprzedaż hurtowa odzieży i obuwia (PKD 46.42.Z),*
61. *Sprzedaż detaliczna wyrobów tekstylnych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.51.Z),*
62. *Naprawa pozostałych artykułów użytku osobistego i domowego (PKD 95.29.Z),*
63. *Pranie i czyszczenie wyrobów włókienniczych i futrzarskich (PKD 96.01.Z),*
64. *Produkcja wyrobów kosmetycznych i toaletowych (PKD 20.42.Z),*
65. *Sprzedaż hurtowa perfum i kosmetyków (PKD 46.45.Z),*
66. *Sprzedaż hurtowa pozostałych artykułów użytku domowego (PKD 46.49.Z),*
67. *Sprzedaż detaliczna sprzętu sportowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach (PKD 47.64.Z),*
68. *Przeładunek towarów w pozostałych punktach przeładunkowych (PKD 52.24.C)*
69. *Działalność holdingów finansowych (PKD 64.20.Z),*
70. *Produkcja tkanin (PKD 13.20)”*.

4) §8 Statutu Spółki w dotychczasowym brzmieniu:

- „ 1. *Kapitał zakładowy dzieli się na 88.244.000 (osiemdziesiąt osiem milionów dwieście czterdzieści cztery tysiące) akcji o wartości nominalnej 20 gr (dwadzieścia groszy) każda.*
2. *Kapitał zakładowy wynosi 19.879.740 zł (dziewiętnaście milionów osiemset siedemdziesiąt dziewięć tysięcy siedemset czterdzieści złotych).”*

otrzymuje następujące brzmienie:

- „1. *Kapitał zakładowy dzieli się na 103.303.932 (sto trzy miliony trzysta trzy tysiące dziewięćset trzydzieści dwie) akcje o wartości nominalnej 20 gr (dwadzieścia groszy) każda.*

2. *Kapitał zakładowy wynosi 22.891.726,40 zł (dwadzieścia dwa miliony osiemset dziewięćdziesiąt jeden tysięcy siedemset dwadzieścia sześć złotych czterdzieści groszy)."*

**Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A. :**

**Zarząd W. KRUK S.A. :**

## Załącznik nr 4

do planu połączenia Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie ze spółką W. KRUK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu

przyjętego i uzgodnionego w dniu 24 września 2008 roku:

### Oświadczenie

w przedmiocie ustalenia wartości majątku

**W. KRUK Spółka Akcyjna na dzień 1 sierpnia 2008 r.**

Stosownie do przepisu art. 499 § 2 pkt 3) Kodeksu spółek handlowych Zarządy łączących się spółek, tj. VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie oraz W. KRUK S.A. z siedzibą w Poznaniu, („W. KRUK” lub „Spółka Przejmowana”) oświadczają, że:

- przy ustaleniu wartości całości majątku W. KRUK wykorzystano metodę dochodową opartą na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (ang. *Discounted Cash Flow*);
- co do zasady, wartość całego majątku przedsiębiorstwa to wartość wszystkich przyszłych korzyści przysługujących akcjonariuszom z tytułu partycypowania w danej inwestycji, stąd metoda dochodowa może najlepiej ocenić te korzyści i z tego względu jest powszechnie stosowaną metodą ustalenia wartości majątku;
- technika oparta na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych, która została zastosowana na potrzeby ustalenia wartości całości majątku W. KRUK, polega na oszacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych dla poszczególnych okresów projekcji i ich zdyskontowaniu przy użyciu odpowiedniej stopy dyskonta w celu otrzymania ich wartości bieżącej;
- metoda dochodowa jest najwłaściwsza do oszacowania wartości W. KRUK biorąc pod uwagę długookresowy charakter inwestycji oraz wieloletni okres prognozy finansowej. Metoda dochodowa jest także powszechnie stosowana przez inwestorów przy ocenie projektów inwestycyjnych i wycenie akcji na potrzeby transakcji kapitałowych, w tym transakcji połączeń podmiotów gospodarczych.;
- ustalenie wartości majątku W. KRUK zostało sporządzone w oparciu o założenie, iż spółka W. KRUK będzie kontynuowała swoją działalność na niezmienionych zasadach bez uwzględnienia ewentualnych efektów synergii lub restrukturyzacji wynikających z realizacji połączenia z VISTULA & WÓLCZANKA S.A.

Biorąc powyższe pod uwagę, wartość całości majątku W. KRUK na dzień 1 sierpnia 2008 roku została ustalona na kwotę będącą iloczynem 13,87 zł (słownie: trzynaście złotych i osiemdziesiąt siedem groszy) na jedną akcję W. KRUK i ilości tych akcji. Ustalenia dokonano na podstawie wyceny metodą dochodową zaprezentowanej w „*Raporcie z oszacowania stosunku wymiany akcji na potrzeby sporządzenia planu połączenia w oparciu o wyceny Vistula & Wólczanka S.A. i W.Kruk S.A. na dzień 1 sierpnia 2008 roku*” sporządzonym przez KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k. w Warszawie (dalej „Raport”), który w formie skróconego raportu stanowi załącznik do niniejszego Oświadczenia.

W związku z faktem, że łączna ilość akcji W. KRUK wynosi 18.455.800 (słownie: osiemnaście milionów czterysta pięćdziesiąt pięć tysięcy osiemset), całkowita wartość majątku W. KRUK na dzień 1 sierpnia 2008 roku wynosi zgodnie z powyższym ustaleniem 255.981.946 zł (słownie: dwieście pięćdziesiąt pięć milionów dziewięćset osiemdziesiąt jeden tysięcy dziewięćset czterdzieści sześć złotych).

Jednocześnie Zarządy łączących się spółek informują, że wyżej wymieniona kwota zostaje ustalona z uwagi na wymogi art. 499 § 2 pkt 3) Kodeksu spółek handlowych i odnosi się tylko do wartości majątku W. KRUK wynikającej z wyceny zastosowaną metodą dochodową. Nie przekłada się więc ona automatycznie na wartość przyjmowaną do połączenia i wyceny akcji W. KRUK w celu ustalenia parytetu wymiany tych akcji na akcje VISTULA & WÓLCZANKA S.A., albowiem w tym zakresie należy brać pod uwagę także inne czynniki wskazane w Raporcie, a w szczególności rynkową wartość akcji obu spółek wynikającą z wycen metodami rynkowymi i porównawczymi.

**Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A. :**

**Zarząd W. KRUK S.A. :**



## Załącznik nr 5

do planu połączenia Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie ze spółką W. KRUK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu

przyjętego i uzgodnionego w dniu 24 września 2008 roku:

### Oświadczenie

o stanie księgowym W. KRUK Spółka Akcyjna

na dzień 1 sierpnia 2008 r.

w zł

<b>BILANS</b>	<b>01.08.2008</b>	<b>31.12.2007</b>
<b>Aktywa</b>		
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>37 172 281,94</b>	<b>33 544 754,64</b>
Wartość firmy	83 021,16	83 021,16
Inne wartości niematerialne	1 172 782,86	1 024 755,87
Rzeczowe aktywa trwałe	34 296 021,39	31 016 477,22
Nieruchomości inwestycyjne		
Udziały i akcje	7 600,00	7 600,00
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych		
Inwestycje dostępne do sprzedaży		
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 181 811,75	824 597,46
Pozostałe aktywa trwałe	431 044,78	588 302,93
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>103 120 860,86</b>	<b>95 317 896,77</b>
Zapasy	95 594 844,94	80 798 514,46
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	2 526 681,13	1 942 522,10
Udzielone pożyczki		
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 614 776,06	11 503 383,73
Pozostałe aktywa obrotowe	1 384 558,73	1 073 476,48
<b>Aktywa razem</b>	<b>140 293 142,80</b>	<b>128 862 651,41</b>

<b>BILANS</b>		<i>w zł</i>	
	<b>01.08.2008</b>	<b>31.12.2007</b>	
<b>Pasywa</b>			
Kapitał własny przypisany do podmiotu dominującego	<b>69 878 850,83</b>	<b>64 696 278,99</b>	
Kapitał podstawowy	18 455 800,00	18 455 800,00	
Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	14 752 714,92	14 752 714,92	
Kapitał z aktualizacji wyceny	968 956,99	968 956,99	
Pozostałe kapitały	35 392 061,98	16 266 195,00	
Niepodzielony wynik finansowy z lat ubiegłych	133 813,88	944 451,12	
Wynik finansowy	4 008 832,47	18 741 370,92	
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>73 712 180,24</b>	<b>70 129 488,95</b>	
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2 479 917,02</b>	<b>273 843,67</b>	
Zobowiązania z tytułu zakupu środków trwałych	0,00	0,00	
Zobowiązania z tytułu leasingu	148 819,52	192 746,17	
Zaliczka na sprzedaż nieruchomości			
Kredyty i pożyczki długoterminowe	2 250 000,00		
Inne	81 097,50	81 097,50	
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	556 029,38	131 967,04	
Rezerwy długoterminowe	532 979,87	392 979,87	
<b>Zobowiązania i rezerwy długoterminowe razem</b>	<b>3 568 926,27</b>	<b>798 790,58</b>	
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>62 218 148,43</b>	<b>57 431 873,68</b>	
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	18 930 099,45	19 200 524,07	
Zobowiązania z tytułu leasingu	89 019,13	104 459,18	
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	42 649 029,85	38 126 890,43	
Krótkoterminowa część Kredytów i pożyczek długoterminowych	550 000,00		
Rozliczenia międzyokresowe	793 887,86	502 498,20	
Rezerwy krótkoterminowe			
<b>Zobowiązania i rezerwy krótkoterminowe razem</b>	<b>63 012 036,29</b>	<b>57 934 371,88</b>	
<b>Zobowiązania i rezerwy razem</b>	<b>66 580 962,56</b>	<b>58 733 162,46</b>	
<b>Pasywa razem</b>	<b>140 293 142,80</b>	<b>128 862 651,41</b>	
Wartość księgowa	73 712 180,24	70 129 488,95	
Liczba akcji	18 455 800,00	18 455 800,00	
Wartość księgowa na jedną akcję	3,99	3,80	

**w zł**

<b>RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT</b>	<b>okres od 08-01-01 do 08-08-01</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>93 852 314,71</b>
Koszt własny sprzedaży	41 983 660,71
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	51 868 654,00
Pozostałe przychody operacyjne	179 947,39
w tym zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	49 765,11
Koszty sprzedaży	36 910 566,14
Koszty ogólnego zarządu	5 800 747,76
Pozostałe koszty operacyjne	2 795 641,84
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	6 541 645,65
Przychody finansowe	94 804,65
Koszty finansowe	1 426 655,36
Zysk (strata) brutto	5 209 794,94
Podatek dochodowy	1 200 962,47
<b>Zysk (strata) roku obrotowego</b>	<b>4 008 832,47</b>
Średnia ważona liczba akcji zwykłych	18 455 800,00
Zysk (strata) na jedną akcję zwykłą	0,22

- podstawowy

<b>RACHUNEK PRZEPIYWÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>okres od 08-01-01 do 08-08-01</b>
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>	
Zysk (strata) netto	4 008 832,47
Korekty:	-11 279 125,30
Udział w zyskach (stratach) netto jednostek stowarzyszonych	
Amortyzacja	2 668 886,01
Utrata wartości środków trwałych	
Utrata wartości firmy	
Zyski (straty) z wyceny nieruchomości inwestycyjnych według wartości godziwej	
Odpis ujemnej wartości firmy w rachunek zysków i strat za rok bieżący	
Zyski (straty) z wyceny instrumentów pochodnych	
Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych	271 987,49
Zysk (strata) na inwestycjach	40 826,97
Koszty z tytułu odsetek	1 460 765,92
Zmiana stanu rezerw	564 062,34
Zmiana stanu zapasów	-14 796 330,48
Zmiana stanu należności	-1 095 197,42
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	3 617 730,05
Inne korekty (korekta wyniku lat ubiegłych, odpis środków trwałych, otrzymane dywidendy i odsetki )	-426 141,18
Środki pieniężne wygenerowane w działalności operacyjnej	
Podatek dochodowy zapłacony	-3 585 715,00
Odsetki zapłacone	
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>-7 270 292,83</b>
Otrzymane odsetki	1 685,09
Dywidendy otrzymane od jednostek zależnych	
Dywidendy otrzymane z tytułu inwestycji dostępnych do sprzedaży	
Wpływy ze sprzedaży inwestycji przeznaczonych do obrotu	
Wpływy ze sprzedaży inwestycji dostępnych do sprzedaży	
Wpływy ze sprzedaży jednostek zależnych	
Wpływy ze sprzedaży wartości niematerialnych	0,00
Wpływy ze sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych	141 781,53
Wpływy ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych	
Wpływy z aktywów finansowych	73 340,00
Nabycie inwestycji przeznaczonych do obrotu	
Nabycie inwestycji dostępnych do sprzedaży	
Nabycie jednostki zależnej	
Nabycie wartości niematerialnych	-417 029,65
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-5 862 036,02
Nabycie nieruchomości inwestycyjnych	
Nabycie aktywów finansowych w jednostkach zależnych	
Nabycie aktywów finansowych	-322 400,00

Wydatki z tytułu udzielonej pożyczki pozostałym jednostkom	
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-6 384 659,05</b>
Wpływy netto z emisji akcji (wydania udziałów) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału	
Wpływy z tytułu zaciągnięcia kredytów i pożyczek	19 803 101,72
Emisja dłużnych papierów wartościowych oraz papierów wartościowych z możliwością zamiany na akcje	
Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli	
Inne wpływy finansowe	26 843,22
Spłaty kredytów i pożyczek	-12 480 962,30
Wykup dłużnych papierów wartościowych	
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	-70 416,71
Odsetki	-1 489 294,23
Inne wydatki finansowe	-12 787,49
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>5 776 484,21</b>
<b>Zwiększenie (zmniejszenie) netto stanu środków pieniężnych i ekwiwalentów środków pieniężnych</b>	<b>-7 878 467,67</b>
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu</b>	<b>11 493 243,73</b>
Zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych	-12 787,49
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu</b>	<b>3 614 776,06</b>

<b>RACHUNEK ZMIAN W KAPITALE WŁASNYM</b>	<b>Kapitał podstawowy</b>	<b>Kapitał Zapasowy</b>	<b>Kapitał z aktualizacji wyceny</b>	<b>Kapitały pozostałe</b>
<b>Saldo na 31.12.2007</b>	<b>18 455 800,00</b>	<b>31 018 909,92</b>	<b>968 956,99</b>	<b>0,</b>
<b>Saldo na 01.01.2008</b>	<b>18 455 800,00</b>	<b>31 018 909,92</b>	<b>968 956,99</b>	<b>0,</b>
<b>Zmiany w kapitale własnym w okresie od 01.01.2008 do 01.08.2008 roku</b>				
Korekta błędu podstawowego		<b>-422 771,58</b>		
Akcje nie przekazane		<b>-3 369,60</b>		
Sprzedaż środków trwałych				
Podział zysku netto		19 552 008,16		
Zysk (strata) netto za rok obrotowy				
Wycena programu opcyjnego				
Dywidendy				
Emisja akcji				
Wyemitowane opcje na akcje				
<b>Saldo na 01.08.2008</b>	<b>18 455 800,00</b>	<b>50 144 776,90</b>	<b>968 956,99</b>	<b>0,</b>

## Załącznik nr 6

do planu połączenia Spółki VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie ze spółką W. KRUK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu  
przyjętego i uzgodnionego w dniu 24 września 2008 roku:

Oświadczenie  
o stanie księgowym VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna  
na dzień 1 sierpnia 2008 r.

w zł.

<b>BILANS</b>	<b>stan na 01 sierpnia 2008</b>	<b>stan na 31 grudnia 2007</b>
<b>Aktywa</b>		
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>492 050 340,70</b>	<b>186 657 844,53</b>
Wartość firmy	60 697 309,87	60 697 309,87
Inne wartości niematerialne	36 560 750,87	34 635 902,61
Rzeczowe aktywa trwałe	41 400 212,85	44 732 780,97
Nieruchomości inwestycyjne	12 602 092,91	12 022 460,90
Udziały i akcje	332 167 679,95	24 073 899,08
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	3 945,00	3 945,00
Inwestycje dostępne do sprzedaży		1 800 000,00
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8 379 670,01	8 198 835,18
Pozostałe aktywa trwałe	238 679,24	492 710,92
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>156 570 886,76</b>	<b>188 100 793,09</b>
Zapasy	84 187 544,34	92 733 698,96
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	42 403 333,61	41 131 551,89
Udzielone pożyczki	312 282,02	449 639,07
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	28 138 018,99	53 060 452,07
Pozostałe aktywa obrotowe	1 529 707,80	725 451,10
<b>Aktywa razem</b>	<b>648 621 227,46</b>	<b>374 758 637,62</b>

*w zł.*

<b>BILANS</b>	<b>stan na 01 sierpnia 2008</b>	<b>stan na 31 grudnia 2007</b>
<b><i>Pasywa</i></b>		
Kapitał własny przypisany do podmiotu dominującego	<b>285 258 456,05</b>	<b>294 964 917,47</b>
Kapitał podstawowy	18 275 378,00	18 275 378,00
Nadwyżka ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	270 703 262,24	249 161 986,38
Kapitał z aktualizacji wyceny	4 014 405,63	4 014 405,63
Pozostałe kapitały	2 957 807,40	1 971 871,60
Niepodzielony wynik finansowy z lat ubiegłych		- 5 279 587,39
Wynik finansowy	- 10 692 397,22	26 820 863,25
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>285 258 456,05</b>	<b>294 964 917,47</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>20 379 093,07</b>	<b>18 674 533,89</b>
Zobowiązania z tytułu zakupu środków trwałych	25 925,00	36 600,00
Zobowiązania z tytułu leasingu	5 823 248,07	2 911 433,89
Zaliczka na sprzedaż nieruchomości		
Kredyty i pożyczki długoterminowe	14 529 920,00	15 726 500,00
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	832 799,67	925 586,25
Rezerwy długoterminowe	48 838,86	48 838,86
<b>Zobowiązania i rezerwy długoterminowe razem</b>	<b>21 260 731,60</b>	<b>19 648 959,00</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>338 205 579,38</b>	<b>53 808 847,41</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	34 494 975,69	50 015 502,06
Zobowiązania z tytułu leasingu	3 229 037,69	1 742 065,35
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	298 430 286,00	
Krótkoterminowa część Kredytów i pożyczek długoterminowych	2 051 280,00	2 051 280,00
Rezerwy krótkoterminowe	3 896 460,43	6 335 913,74
<b>Zobowiązania i rezerwy krótkoterminowe razem</b>	<b>342 102 039,81</b>	<b>60 144 761,15</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy razem</b>	<b>363 362 771,41</b>	<b>79 793 720,15</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>648 621 227,46</b>	<b>374 758 637,62</b>
Wartość księgowa	285 258 456,05	294 964 917,47
Liczba akcji	80 222 190,00	80 222 190,00
Wartość księgowa na jedną akcję	3,56	3,68



*w zł.*

<b>RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT</b>	<b>Stan na 01 sierpnia / 2008 okres od 08- 01-01 do 08-08-01</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>136 278 639,24</b>
Koszt własny sprzedaży	66 689 161,82
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	69 589 477,42
Pozostałe przychody operacyjne	382 725,56
Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	916 104,71
Koszty sprzedaży	52 149 535,15
Koszty ogólnego zarządu	20 230 222,53
Pozostałe koszty operacyjne	3 627 643,25
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	- 5 119 093,24
Przychody finansowe	754 635,29
Koszty finansowe	5 927 231,68
Zysk (strata) brutto	- 10 291 689,63
Podatek dochodowy	400 707,59
<b>Zysk (strata) roku obrotowego</b>	<b>- 10 692 397,22</b>
Średnia ważona liczba akcji zwykłych	80 222 190
Zysk (strata) na jedną akcję zwykłą	- 0,13
- podstawowy	- 0,13

w zł.

<b>RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>Stan na 01 sierpnia / 2008 okres od 08- 01-01 do 08-08-01</b>
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>	
Zysk (strata) netto	- 10 692 397,22
Korekty:	
Udział w zyskach (stratach) netto jednostek stowarzyszonych	
Amortyzacja	5 747 585,24
Utrata wartości środków trwałych	
Utrata wartości firmy	
Zyski (straty) z wyceny nieruchomości inwestycyjnych według wartości godziwej	
Odpis ujemnej wartości firmy w rachunek zysków i strat za rok bieżący	
Zyski (straty) z wyceny instrumentów pochodnych	
Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych	
Zysk (strata) na inwestycjach	- 1 260 174,12
Koszty z tytułu odsetek	3 938 768,52
Zmiana stanu rezerw	- 2 532 239,89
Zmiana stanu zapasów	8 546 154,62
Zmiana stanu należności	6 872 288,52
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	- 8 373 875,12
Inne korekty (korekta wyniku lat ubiegłych, odpis środków trwałych, otrzymane dywidendy i odsetki )	1 461 561,03
Środki pieniężne wygenerowane w działalności operacyjnej	3 707 671,58
Podatek dochodowy zapłacony	- 8 625 138,00
Odsetki zapłacone	- 3 938 768,52
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>- 8 856 234,94</b>
Otrzymane odsetki	623 148,43
Dywidendy otrzymane od jednostek zależnych	
Dywidendy otrzymane z tytułu inwestycji dostępnych do sprzedaży	
Wpływy ze sprzedaży inwestycji przeznaczonych do obrotu	10 200,00
Wpływy ze sprzedaży inwestycji dostępnych do sprzedaży	
Wpływy ze sprzedaży jednostek zależnych	50 000,00
Wpływy ze sprzedaży wartości niematerialnych	
Wpływy ze sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych	2 966 154,95
Wpływy ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych	- 2 188 987,92
Nabycie inwestycji przeznaczonych do obrotu	- 5 272 055,90
Nabycie inwestycji dostępnych do sprzedaży	
Nabycie jednostki zależnej	
Nabycie wartości niematerialnych	
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	
Nabycie nieruchomości inwestycyjnych	

Nabycie aktywów finansowych w jednostkach zależnych	- 308 260 245,37
Wydatki z tytułu udzielonej pożyczki pozostałym jednostkom	
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>- 311 901 985,81</b>
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>	
Wpływy netto z emisji akcji (wydania udziałów) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału	
Wpływy z tytułu zaciągnięcia kredytów i pożyczek	298 430 286,00
Emisja dłużnych papierów wartościowych oraz papierów wartościowych z możliwością zamiany na akcje	
Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli	
Spląty kredytów i pożyczek	- 1 196 580,00
Wykup dłużnych papierów wartościowych	
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	- 1 397 918,33
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>295 835 787,67</b>
<b>Zwiększenie (zmniejszenie) netto stanu środków pieniężnych i ekwiwalentów środków pieniężnych</b>	<b>- 24 922 433,08</b>
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu</b>	<b>53 060 452,07</b>
Zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych	- 90 845,40
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu</b>	<b>28 138 018,99</b>

Na wartość wykazana w pozycji „Inne korekty” w kwocie 1 461 561 ,03 zł. składają się:

- wycena opcji	985 935,80 zł.
- odpis aktualizujący wartość środków trwałych	1 098 773,66 zł.
- otrzymane odsetki	- 623 148,43 zł.

<b>RACHUNEK ZMIAN W KAPITALE WŁASNYM</b>	<b>Kapitał podstawowy</b>	<b>Kapitał Zapasowy</b>	<b>Kapitał z ak- tualizacji wy- ceny</b>	<b>Kapitały po- zostałe</b>	<b>Z n</b>
<b>Saldo na 31.12.2007</b>	<b>18 275 378,00</b>	<b>249 161 986,38</b>	<b>4 014 405,63</b>	<b>1 971 871,60</b>	
<b>Saldo na 01.01.2008</b>	<b>18 275 378,00</b>	<b>249 161 986,38</b>	<b>4 014 405,63</b>	<b>1 971 871,60</b>	
<b>Zmiany w kapitale własnym w okresie od 01.01.2008 do 01.08.2008 roku</b>					
Korekta konsolidacyjna					
Sprzedaż środków trwałych					
Podział zysku netto		21 541 275,86			
Zysk (strata) netto za rok obrotowy					
Wycena programu opcyjnego				985 935,80	
Dywidendy					
Emisja akcji					
Wyemitowane opcje na akcje					
<b>Saldo na 01.08.2008</b>	<b>18 275 378,00</b>	<b>270 703 262,24</b>	<b>4 014 405,63</b>	<b>2 957 807,40</b>	



CORPORATE FINANCE

# **Skrócony Raport z oszacowania stosunku wymiany akcji na potrzeby sporządzenia planu połączenia w oparciu o wyceny Vistula & Wólczanka S.A. i W.Kruk S.A. na dzień 1 sierpnia 2008**

Skrócony Raport w wersji ostatecznej z dnia 16 września 2008

ADVISORY

## Zastrzeżenia i ograniczenia

Niniejszy Skrócony Raport („Skrócony Raport”) a także wszystkie sformułowane opinie i zaprezentowane wnioski dotyczące wycenianych spółek Vistula & Wólczanka S.A. i W.Kruk S.A. („Vistula & Wólczanka” lub „V&W” i „W.Kruk”, lub łącznie „Spółki”), podlegają i są zależne od wymienionych poniżej ogólnych zastrzeżeń i ograniczeń, wszelkich innych warunków, zastrzeżeń i ograniczeń, które mogły zostać wymienione w niniejszym Skróconym Raporcie oraz warunków i zastrzeżeń wymienionych w Umowie z dnia 14 sierpnia 2008 roku zawartej pomiędzy Vistula & Wólczanka a KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k. („KPMG”). Akceptacja lub wykorzystanie niniejszego Skróconego Raportu stanowi zgodę na wszelkie warunki i zastrzeżenia wymienione w Skróconym Raporcie i Umowie.

- **Dystrybucja Skróconego Raportu** – Skrócony Raport z Wyceny został przygotowany przy założeniu, że jego treść przeznaczona jest dla Zarządu, oraz Rady Nadzorczej Vistula & Wólczanka dla celów związanych z tworzeniem planem połączenia i realizacją połączenia Spółek. Skrócony Raport z Wyceny może zostać także udostępniony Zarządowi i Radzie Nadzorczej W.Kruk dla celów związanych z tworzeniem planem połączenia i realizacją połączenia Spółek. Ponadto, Skrócony Raport z Wyceny może zostać udostępniony biegłemu rewidentowi, który ma badać plan połączenia oraz doradcom Spółek zaangażowanym w proces Połączenia Spółek - dla celów związanych z tworzeniem planem połączenia i realizacją Połączenia Spółek. Wyrażamy zgodę na przekazanie do wiadomości akcjonariuszy Spółek Skróconego Raportu, natomiast w przypadku jego publikacji nie wyrażamy zgody na jakiegokolwiek modyfikacje i publikacje fragmentów Skróconego Raportu. Treść niniejszego Skróconego Raportu stanowi **Tajemnicę Przedsiębiorstwa KPMG** w rozumieniu Ustawy z dnia 16 kwietnia 1993 roku o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji (Dz. U. 03.153.1503) i nie może być ujawniana przez Vistula & Wólczanka stronom trzecim innym niż wskazane powyżej, za wyjątkiem przypadków gdy ujawnienie takie wynika z obowiązków ustanowionych przepisami prawa.
- **Zakres prac** – Dokonanie wyceny jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub podmiotu gospodarczego powstaje w oparciu o ocenę uwzględniającą katalog dostępnych informacji. Niniejsza wycena wszystkich wyemitowanych akcji Vistula & Wólczanka i W.Kruk („Wycena”) według stanu na 1 sierpnia 2008 roku („Data Wyceny”) została sporządzona z wykorzystaniem informacji i założeń przedstawionych w Skróconym Raporcie, załącznikach oraz innych dokumentach roboczych i zawiera pewne ograniczenia oraz wyłączenia. Przedstawione w Skróconym Raporcie liczby mogły w pewnych przypadkach podlegać zaokrągleniom w stosunku do danych szczegółowych.
- **Natura opinii** – Ani nasza opinia ani Skrócony Raport nie stanowią opinii o rzetelności warunków transakcji (*fairness opinion*), opinii o wypłacalności, ani rekomendacji inwestycji, ale jest oszacowaniem stosunku (parytetu) wymiany akcji W.Kruk na akcje Vistula & Wólczanka w oparciu o godziwe wartości rynkowe podmiotów gospodarczych w przypadku transakcji pomiędzy hipotetycznym kupującym i hipotetycznym sprzedającym w zakładanej transakcji i na zakładaną Datę Wyceny, gdzie zarówno kupujący jak i sprzedający posiadają odpowiednią wiedzę na temat przedmiotu transakcji. Z różnych względów, stosunek (parytet) wymiany akcji zawarty w planie połączenia może odbiegać od stosunku wymiany akcji określonego w naszym Skróconym Raporcie. KPMG nie dokonało niezależnej wyceny poszczególnych aktywów Spółek. Ponadto, KPMG nie brało pod uwagę istnienia zainteresowania osób trzecich, ani nie podjęło żadnych działań mających na celu pozyskanie informacji o zainteresowaniu osób trzecich nabyciem części lub całości Spółek; nie brało też pod uwagę potencjalnej wartości całości lub części Spółek dla jakiegokolwiek osoby trzeciej.
- **Założenie o kontynuowaniu działalności, brak nieujawnionych zobowiązań warunkowych** – Nasza analiza: (i) zakłada, że na Datę Wyceny Spółki będą kontynuowały prowadzoną działalność; (ii) jest oparta na historycznej i bieżącej kondycji finansowej Spółek; oraz (iii) zakłada, że Spółki nie posiadają żadnych nieujawnionych rzeczywistych lub warunkowych aktywów lub zobowiązań, żadnych nietypowych zobowiązań innych niż wynikające z prowadzonej działalności, ani nie są przedmiotem prowadzonych wobec nich postępowań karnych, które miałyby istotny wpływ na wyniki naszej analizy. Wycena została oparta na założeniu, że Spółki są i pozostaną samodzielnymi funkcjonującymi podmiotami na rynku, w związku z czym nie uwzględnia ona planowanego połączenia Spółek ani żadnych efektów ekonomiczno-finansowych z tego tytułu.

## Zastrzeżenia i ograniczenia (c.d.)

- **Brak weryfikacji dostarczonych danych** – Założyliśmy, że wszystkie dostarczone nam informacje są zgodne ze stanem faktycznym i odpowiadają najlepszej wiedzy Zarządów Vistula & Wólczanka i W.Kruk co do sytuacji obecnej i możliwości rozwoju Vistula & Wólczanka i W.Kruk na Datę Wyceny z operacyjnego i finansowego punktu widzenia. W ramach zleconych nam prac wykorzystaliśmy również informacje ogólnie dostępne w uznanych źródłach informacji finansowych. Nie dokonywaliśmy audytu, weryfikacji ani potwierdzenia tych informacji, natomiast opieraliśmy się na oświadczeniach Zarządów Spółek. Nie dokonaliśmy weryfikacji wykonalności prognoz przedstawionych przez Zarządy Spółek.
- **Dane prognozowane** – Użycie w naszych analizach prognoz lub projekcji przygotowanych przez Zarządy Vistula & Wólczanka i W.Kruk nie stanowi oceny lub sporządzenia sprawozdania finansowego zgodnie z wymogami American Institute of Certified Public Accountants („AICPA”) lub podobnych standardów. Nie wyrażamy opinii ani innego rodzaju zapewnienia o poprawności założeń, ani o zgodności prognozowanych sprawozdań finansowych z AICPA lub podobnymi standardami. Ponadto, zwykle rzeczywiste wyniki finansowe mogą różnić się od założonych, z uwagi na nieprzewidywalność zdarzeń, przy czym różnice te mogą być istotne, w związku z tym KPMG nie wyraża swojej opinii ani zapewnienia, że Spółki osiągną prognozowane wyniki w przyszłości.
- **Wydarzenia po Dacie Wyceny** – Zgodnie z przyjętą metodologią, Wycena nie uwzględnia wydarzeń które wystąpiły ani informacji które pojawiły się po Dacie Wyceny, co do których nie było udostępnionej nam wiedzy według stanu na Datę Wyceny. Ponadto, warunki naszej Umowy nie zobowiązują nas do aktualizacji Skróconego Raportu lub Wyceny w związku z wydarzeniami mającymi miejsce po Dacie Wyceny.
- **Kwestie prawne** – KPMG nie ponosi żadnej odpowiedzialności prawnej odnośnie interpretacji prawa lub umów. Nie dokonaliśmy badania tytułów prawnych Vistula & Wólczanka i W.Kruk i założyliśmy, iż akcjonariusze Spółek posiadają ważny tytuł prawny do akcji lub majątku Vistula & Wólczanka i W.Kruk. Nie wzięto pod uwagę zastawów i obciążeń, o ile nie zaznaczono inaczej. Założyliśmy, że wszelkie wymagane prawem licencje, pozwolenia itp. są w pełni ważne i nie przeprowadziliśmy żadnych niezależnych testów co do występowania ryzyka związanego z negatywnym oddziaływaniem na środowisko naturalne. KPMG nie bierze odpowiedzialności za dopuszczalność metod Wyceny zastosowanych w Skróconym Raporcie w celach innych niż określone w Umowie. Ocena przydatności niniejszej Wyceny dla celów rozważań prawnych pozostaje w gestii Vistula & Wólczanka i jej doradców prawnych. Nasza Wycena zawiera pewne założenia i szacunki, które zostały przejrane i zaakceptowane przez Vistula & Wólczanka i W.Kruk. Ponadto, KPMG nie będzie ponosić żadnej odpowiedzialności ani zobowiązań za wszelkie koszty, szkody, straty lub wydatki poniesione przez Spółki lub inne osoby, które mogłyby wynikać z wykorzystania lub polegania na niniejszym Skróconym Raporcie i/lub Wycenie.
- **USPAP** – Jeżeli nie zaznaczono inaczej, przyjmuje się, iż nie jest wymagane, aby projekt ten został przeprowadzony zgodnie z wymogami Uniform Standards of Professional Appraisal Practice („USPAP”) lub innych podobnych standardów.

## Spis treści

---

- Wstęp
- Streszczenie
- Metodologia
- Wycena Vistula & Wólczanka
- Wycena W.Kruk
- Oszacowanie parytetu wymiany akcji



## Wstęp

Zgodnie z zakresem prac określonym Umowie z dnia 14 sierpnia 2008 roku, zawartej pomiędzy Vistula & Wólczanka a KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k., niniejszy Skrócony Raport („Skrócony Raport”) przedstawia podsumowanie oszacowanie stosunku (parytetu) wymiany akcji W.Kruk na akcje Vistula & Wólczanka w związku z przygotowywanym połączeniem Spółek („Transakcja”).

Niniejszy Skrócony Raport został przygotowany przy założeniu, że będzie on przeznaczony wyłącznie dla celów określonych w wyżej przywołanej Umowie. Raport stanowi tajemnicę przedsiębiorstwa KPMG w rozumieniu Ustawy z dnia 15 grudnia 2000 roku o ochronie konkurencji i konsumentów (tekst jednolity Dz. U. nr 86 z 17 maja 2003 roku, z późn. zm.). Wyrażamy zgodę na przekazanie do wiadomości akcjonariuszy Spółek Skróconego Raportu, natomiast w przypadku jego publikacji nie wyrażamy zgody na jakiegokolwiek modyfikacje i publikacje fragmentów Skróconego Raportu. KPMG nie będzie ponosić żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody poniesione przez strony trzecie w rezultacie udostępnienia Skróconego Raportu takim stronom trzecim.

Na potrzeby oszacowania stosunku wymiany akcji Spółek dokonano ich wyceny przy zastosowaniu dwóch metod: metody dochodowej (z zastosowaniem podejścia zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metody rynkowej (z zastosowaniem notowań akcji Spółek odzwierciedlających postrzeganie wartości Spółek przez uczestników rynku kapitałowego). Metoda dochodowa co do zasady powinna najlepiej odzwierciedlać wartość Spółek uwzględniając szczegółowe założenia Zarządów co do ich dalszego rozwoju. Oszacowanie parytetu zostało sporządzone przy założeniu, że Vistula & Wólczanka oraz W.Kruk funkcjonują jako samodzielne podmioty na rynku, w związku z czym nie uwzględniono planowanej Transakcji ani ewentualnych efektów synergii i oszczędności spodziewanych w wyniku realizacji Transakcji.

W wyniku uzgodnień z Zarządem Vistula & Wólczanka, KPMG odstąpiło od wyceny Spółek metodą porównawczą. Po dokonaniu normalizacji historycznych wyników finansowych Vistula & Wólczanka i eliminacji wpływu zdarzeń jednorazowych, zastosowanie metody porównawczej w odniesieniu do znormalizowanych wyników okazało się niemożliwe. W związku z uwzględnieniem prognozowanych wyników Spółek w wycenie metodą dochodową, wycena metodą porównawczą w oparciu o prognozowane wyniki finansowe w znacznym stopniu uwzględniałyby te same założenia, które zostały zastosowane w metodzie dochodowej.

W trakcie prac związanych z oszacowaniem parytetu KPMG opierało się na założeniu, że przekazane nam przez kierownictwo V&W i W.Kruk informacje reprezentują stan rzeczywisty oraz prognozy według najlepszej wiedzy Zarządów Spółek, w związku z czym, nie dokonywało niezależnej weryfikacji tych informacji. Zarządy V&W i W.Kruk potwierdziły pisemnie, że zapoznały się one z wersją wstępną Raportu i że zastosowane procedury są zgodne z przedstawionymi w Umowie i uzgodnionymi pomiędzy V&W i KPMG, oraz że nie posiadają one informacji lub wiedzy o faktach nie ujawnionych KPMG, które mogłyby w znaczący sposób wpłynąć na wartość Spółek.

KPMG zastrzega sobie prawo (ale nie obowiązek) uzupełniania komentarzy, obliczeń i wniosków przedstawionych w Skróconym Raporcie w świetle wszelkich dodatkowych informacji, które może otrzymać po dacie sporządzenia Skróconego Raportu.

## Definicje i skróty

<b>CAPM</b>	Model Wyceny Aktywów Kapitałowych (ang. <i>Capital Asset Pricing Model</i> – CAPM)
<b>COE</b>	Koszt kapitału własnego (ang. <i>Cost of Equity</i> )
<b>Data Wyceny</b>	1 sierpnia 2008 roku
<b>DCF</b>	Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (ang. <i>Discounted Cash Flow Model</i> )
<b>DCG, Deni Cler</b>	Segment działalności odzieżowej W.Kruk prowadzony w ramach spółki DCG S.A.
<b>EBIT</b>	Zysk przed opodatkowaniem i odsetkami
<b>EBITDA</b>	Zysk przed opodatkowaniem, odsetkami i amortyzacją
<b>EV</b>	Wartość Przedsiębiorstwa (ang. <i>Enterprise Value</i> )
<b>GC</b>	Galeria Centrum (segment działalności V&W)
<b>Godziwa Wartość Rynkowa</b>	Cena możliwa do uzyskania na otwartym i nieograniczonym rynku, w transakcji zawartej pomiędzy poinformowanymi, rozważnymi i niepowiązanimi ze sobą stronami działającymi na zasadach rynkowych, a nie pod jakimkolwiek przymusem, wyrażona w wartościach pieniężnych
<b>GPW</b>	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
<b>Kruk</b>	Segment działalności jubilerskiej W.Kruk
<b>KPMG</b>	KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k.
<b>Modele Finansowe, Modele</b>	Modele finansowe obejmujące uproszczone wyniki ekonomiczno-finansowe Spółek pro-forma w Okresie Prognozy wykorzystane do wyceny metodą dochodową
<b>Okres Prognozy</b>	Okres 4 lat i 5 miesięcy od 1 sierpnia 2008 roku do 31 grudnia 2013 roku
<b>Prognozy V&amp;W / W.Kruk</b>	Prognozowane przez Zarząd V&W / W.Kruk sprawozdania finansowe pro-forma V&W / W.Kruk zawierające rachunek zysków i strat oraz bilans w odniesieniu do lat kalendarzowych kończących się 31 grudnia 2013 roku włącznie i opracowane na podstawie budżetu na 2008 rok. Prognozy V&W oraz W.Kruk są nazywane łącznie jako Prognozy
<b>Skrócony Raport</b>	Niniejszy Skrócony Raport z Wyceny
<b>Transakcja</b>	Rozważana transakcja połączenia V&W oraz W.Kruk
<b>ROE</b>	Rentowność kapitałów własnych (ang. <i>Return on Equity</i> )
<b>Vistula &amp; Wólczanka, V&amp;W</b>	Vistula & Wólczanka S.A.
<b>Spółki</b>	W.Kruk i Vistula & Wólczanka
<b>TV, Wartość Rezydualna</b>	Wartość rezydualna, wartość przepływów pieniężnych generowanych w latach następujących po Okresie Prognozy (ang. <i>Terminal Value</i> )
<b>VST</b>	Vistula (segment działalności V&W)
<b>W.Kruk</b>	W.Kruk S.A. obejmująca jako główne segmenty działalności Kruk i DCG
<b>WACC</b>	Średnioważony koszt kapitału (ang. <i>Weighted Average Cost of Capital</i> )
<b>WLC</b>	Wólczanka (segment działalności V&W)
<b>Wycena</b>	Oszacowanie godziwej wartości rynkowej wszystkich akcji Spółek z punktu widzenia akcjonariuszy
<b>Zarząd V&amp;W / W.Kruk</b>	Zarząd V&W / W.Kruk

## Spis treści

---

- Wstęp
- Streszczenie
- Metodologia
- Wycena Vistula & Wólczanka
- Wycena W.Kruk
- Oszacowanie parytetu wymiany akcji

## Streszczenie

<b>Cel prac</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Zgodnie z umową z dnia 14 sierpnia 2008 roku celem prac KPMG było sporządzenie oszacowania stosunku wymiany akcji W.Kruk na akcje Vistula &amp; Wólczanka w związku z przygotowywanym planem połączenia Spółek. Na potrzeby oszacowania stosunku wymiany akcji W.Kruk na akcje Vistula &amp; Wólczanka, KPMG dokonało oszacowania wartości Spółek metodą dochodową i rynkową. Kluczowe założenia i wnioski z analizy zostały przedstawione w niniejszym Skróconym Raporcie.</li></ul>
<b>Metodologia</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Metoda dochodowa z zastosowaniem podejścia zdyskontowanych przepływów pieniężnych polegała na zdyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych Spółek średnioważonym kosztem kapitału. Oszacowanie wartości metodą dochodową zostało oparte na przedstawionych i potwierdzonych przez Zarządy Vistula &amp; Wólczanka i W.Kruk prognozach finansowych, które były przedmiotem krytycznego przeglądu przez KPMG.</li><li>● Metoda rynkowa polegała na analizie poziomu średnich notowań cen akcji Spółek w okresach poprzedzających Datę Wyceny przy zastosowaniu średnich arytmetycznych i średnich ważonych obrotami w okresach: 12-miesięcznym, 6-miesięcznym, 3-miesięcznym i 1-miesięcznym.</li></ul>
<b>Zastrzeżenia i ograniczenia</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Oszacowanie parytetu zostało sporządzone przy założeniu, że Vistula &amp; Wólczanka oraz W.Kruk kontynuują działalność jako samodzielne podmioty na rynku, w związku z czym nie uwzględnia ono planowanej Transakcji ani ewentualnych efektów synergii i oszczędności spodziewanych w wyniku realizacji Transakcji.</li><li>● W trakcie prac związanych z oszacowaniem parytetu KPMG opierało się na założeniu, że przekazane nam przez Zarządy V&amp;W i W.Kruk informacje reprezentują stan rzeczywisty oraz prognozy według najlepszej wiedzy Zarządów Spółek, w związku z czym, nie dokonywało niezależnej weryfikacji tych informacji. Zarządy V&amp;W i Grupy W.Kruk potwierdziły pisemnie, że zapoznały się one z wersją wstępną Raportu i że zastosowane procedury są zgodne z przedstawionymi w Umowie oraz że nie posiadają one informacji lub wiedzy o faktach nieujawnionych KPMG, które mogłyby w znaczący sposób wpłynąć na wartość Spółek.</li></ul>
<b>Prognozy Vistula &amp; Wólczanka</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Prognozy Zarządu V&amp;W zakładają, że przychody segmentu sklepów Vistula i Wólczanka mają wzrosnąć ze 155 mln PLN w 2008 roku do 366 mln PLN w 2012 roku, zaś przychody w segmencie sklepów Galeria Centrum mają wzrosnąć w Okresie Prognozy ze 199 mln PLN w 2008 roku do 372 mln w 2012 roku. Wzrost przychodów i założonej marży brutto skutkuje wzrostem wyniku netto Vistula &amp; Wólczanka z poziomu 6 mln PLN straty netto w 2008 roku do 67 mln PLN zysku netto w 2012 roku.</li><li>● Zarząd Spółki prognozuje utrzymywanie się w Okresie Prognozy zapasów na poziomie od 120 mln PLN do 155 mln PLN, czemu towarzyszy duży spadek wskaźnika ich rotacji. Wskaźnik rotacji zobowiązań handlowych został zaprognozowany na stałym poziomie, co przekłada się na znaczny wzrost poziomu zobowiązań ze 111 mln PLN w 2008 roku do 169 mln PLN w 2012 roku i w efekcie skutkuje spadkiem poziomu majątku obrotowego netto co wpływa pozytywnie na przepływy pieniężne Spółki.</li><li>● Nakłady inwestycyjne zostały zaprognozowane przez Zarząd V&amp;W na poziomie od 24 mln PLN do 30 mln PLN w kolejnych latach przy liczbie otwarć sklepów od 7 do 19 rocznie.</li></ul>

## Streszczenie (c.d.)

### Prognozy W.Kruk

- Prognozy Zarządu W.Kruk zakładają, że przychody segmentu Kruk (salony jubilerskie) wzrosną ze 146 mln PLN w 2008 roku do 288 mln PLN w 2012 roku, zaś przychody segmentu Deni Cler wzrastać będą w nieco wolniejszym tempie z poziomu 49 mln PLN w 2008 roku do 73 mln PLN w 2012 roku. Przy założonym poziomie marż brutto przekłada się to na wzrost zysku netto z 19 mln PLN w 2008 roku do 51 mln PLN w 2012 roku.
- Zarząd W.Kruk przyjął założenie odnośnie utrzymywania się lub nieznacznego wzrostu wskaźników rotacji majątku obrotowego, co skutkuje wzrostem poziomu majątku obrotowego netto z 84 mln PLN w 2008 roku do 152 mln PLN w 2012 roku.
- Nakłady inwestycyjne zostały zaprezentowane przez Zarząd W.Kruk na relatywnie stabilnym poziomie w Okresie Prognozy tj. około 10-11 mln PLN rocznie, przy spadku otwarć nowych sklepów z 11 w 2008 roku do 5 w 2012 roku i jednoczesnym wzroście inwestycji modernizacyjnych w istniejących salonach.

### Parytet metoda dochodowa

- Przedziały parytetu wymiany akcji na podstawie metody dochodowej uzyskano dzieląc odpowiednio dolną i górną wycenę akcji W.Kruk przez punktową wycenę akcji V&W, otrzymując wynik od 2,09 do 3,30 (akcji V&W za 1 akcją W.Kruk).
- Do punktowego określenia parytetu wymiany zastosowano punktowe wyceny kapitałów własnych V&W oraz W.Kruk na poziomie odpowiednio 417 mln PLN oraz 256 mln PLN.
- Wyceny punktowe na podstawie metody dochodowej wynoszą 5,20 PLN za akcję V&W oraz 13,87 PLN za akcję W.Kruk, co daje punktowy parytet wymiany na poziomie 2,67 akcji V&W za akcją W.Kruk.

### Parytet metoda rynkowa

- Wartość parytetu obliczonego na podstawie średnich kursów akcji zmienia się nieznacznie w zależności od okresu oraz metody obliczania średniej zastosowanej do wyznaczenia parytetu wymiany akcji W.Kruk na akcje V&W.
- Wspólny przedział wartości dla średnich parytetów obliczonych dla poszczególnych okresów wynosi od 2,08 do 2,21 akcji V&W za akcją W.Kruk. Parytet wymiany akcji na podstawie średniej parytetów obliczonych metodą rynkową wynosi 2,16 akcji V&W za akcją W.Kruk.

### Oszacowanie parytetu wymiany akcji

- Punktowe wyniki oszacowania wartości stosunku wymiany akcji ustalone metodą dochodową i rynkową wynoszą odpowiednio 2,67 oraz 2,16 akcji V&W za akcją W.Kruk i określają przedział od 2,16 do 2,67 akcji V&W za akcją W.Kruk. Średni arytmetyczny stosunek wymiany akcji oszacowany na podstawie ww. wartości wynosi po zaokrągleniu do jednego miejsca po przecinku 2,4 akcji V&W za akcją W.Kruk.
- Oszacowany średni stosunek wymiany akcji V&W za 1 akcją W.Kruk znajduje się około 11% powyżej stosunku określonego metodą rynkową, około 10% poniżej stosunku kursów akcji Spółek w dniach 5 maja 2008 (data ogłoszenia wezwania) i 1 sierpnia 2008 (Data Wyceny).

## Spis treści

---

- Wstęp
- Streszczenie
- Metodologia
- Wycena Vistula & Wólczanka
- Wycena W.Kruk
- Oszacowanie parytetu wymiany akcji

## Metoda dochodowa

Wartość przedsiębiorstwa można określić jako wartość wszystkich przyszłych korzyści dla akcjonariuszy wynikających z tytułu posiadania akcji lub udziałów w przedsiębiorstwie.

Metoda dochodowa jest najczęściej wykorzystywana przez inwestorów i uwzględnia m.in. technikę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która obejmuje:

- Podział aktywów netto na składniki pracujące i niepracujące (zbędne)
- Ocenę perspektyw działania przedsiębiorstwa
- Ocenę poziomu ryzyka związanego z osiągnięciem tych celów

Wartość przedsiębiorstwa zależy od jego przyszłych wyników; stąd teoretycznie poprawna metoda oszacowania wartości powinna brać pod uwagę przyszłe zyski i potencjał generowania przepływów pieniężnych. W metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych prognozowane przepływy pieniężne są dyskontowane na dzień wyceny stopą dyskonta odpowiadającą poziomowi ryzyka generowanych przepływów, dając w wyniku wartość bieżącą strumienia przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. Następnie określa się wartość rezydualną na koniec okresu prognozy, która jest również dyskontowana na dzień wyceny i powiększa ogólną wartość przedsiębiorstwa.

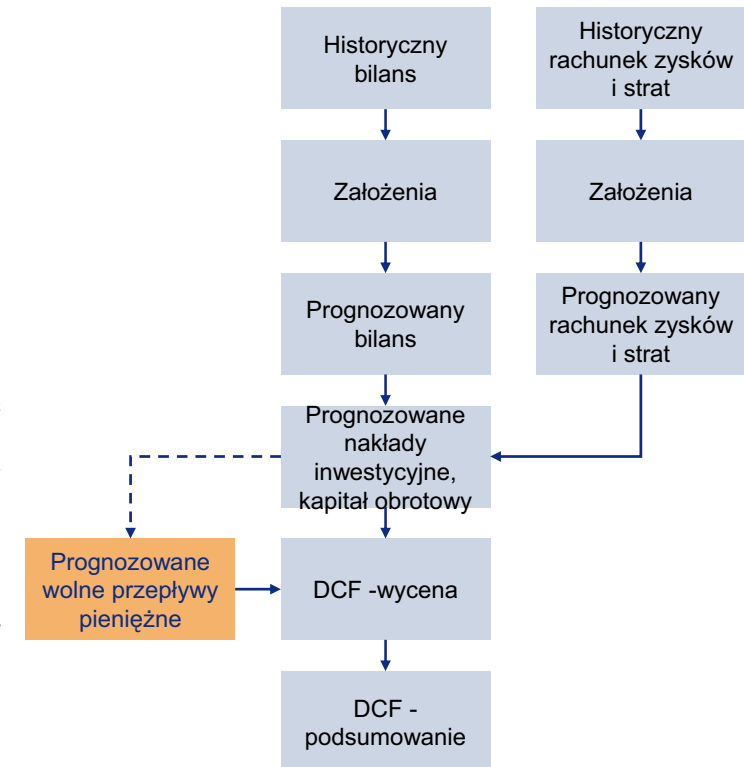
W analizie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, długość okresu prognozy powinna odpowiadać czasowi, w jakim przedsiębiorstwo może osiągnąć stabilny poziom zysków lub odpowiadać długości całego cyklu operacyjnego w przemysłach charakteryzujących się cyklicznością przepływów. Na potrzeby niniejszej Wyceny przyjęto 4,5-letni Okres Prognozy na podstawie prognoz przygotowanych przez Spółki.

Dla celów niniejszej Wyceny wykorzystaliśmy technikę zdyskontowanych przepływów pieniężnych, w oparciu o metodę wykorzystującą koncepcję średniego ważonego kosztu kapitału (ang. *Weighted Average Cost of Capital – WACC*).

W metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych wartość składników majątku takich jak aktywa nieoperacyjne, które nie są wykorzystywane w celu generowania przepływów pieniężnych, powinna zostać oszacowana osobno i powiększyć wartość kapitałów własnych Spółki wynikającą z Wyceny DCF.

Na potrzeby niniejszego Raportu wartość pakietu 66% akcji W.Kruk posiadanych przez V&W została uwzględniona w Wycenie DCF poprzez powiększenie wartości bieżącej prognozowanych przepływów pieniężnych V&W o 66% wartości kapitałów własnych W.Kruk oszacowanych przy zastosowaniu metody DCF.

### Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych



## Metoda rynkowa

### Metoda rynkowa

- W metodzie rynkowej wychodzi się z założenia, że inwestorzy biorą pod uwagę wszystkie dostępne publicznie informacje na temat danego podmiotu a notowania giełdowe wycenianego podmiotu odzwierciedlają jego godziwą wartość rynkową.
- Zastosowanie metody rynkowej jest zasadne w odniesieniu do spółek giełdowych o dużej płynności w rozpatrywanym okresie, ponieważ duża płynność warunkuje, że kurs akcji nie podlega silnym wahaniom spekulacyjnym w dłuższym okresie czasu.
- Na potrzeby niniejszej Wyceny dokonano analizy kursów akcji Vistula & Wólczanka oraz W.Kruk w okresach, które obejmują dwunastomiesięczne okresy związane z Datą Wyceny i ogłoszonym wezwaniem na akcje W.Kruk przez V&W:
  - od 1 sierpnia 2007 roku do 1 sierpnia 2008 roku (tj. 12 miesięcy przed Datą Wyceny)
  - od 23 kwietnia 2007 roku do 23 kwietnia 2008 roku (tj. 12 miesięcy do tygodnia poprzedzającego wezwanie ogłoszone 5 maja 2008)
  - od 1 sierpnia 2007 roku do 1 sierpnia 2008 roku z wyłączeniem okresu wezwania, tj. od 24 kwietnia 2008 roku do 27 maja 2008 roku.
- W dwóch z ww. okresów dwunastomiesięcznych wyłączono z analizy 5 dni poprzedzających ogłoszenie wezwania, kiedy nastąpiło zwiększenie wolumenu obrotów akcji Spółek przy jednoczesnym wzroście kursu akcji.
- Analiza KPMG, w każdym z wyżej wymienionych okresów obejmowała:
  - Obliczenie średnich arytmetycznych na podstawie kursów zamknięcia
  - Obliczenie średnich ważonych na podstawie średnich kursów dziennych ważonych dziennym obrotem.
- W celu analizy zmian kursu akcji oraz na potrzeby wyznaczenia parytetu wymiany akcji W.Kruk na akcje V&W, obliczone zostały średnie arytmetyczne i ważne:
  - 1 – miesięczne
  - 3 – miesięczne
  - 6 – miesięczne
  - 12 – miesięczne.



## Spis treści

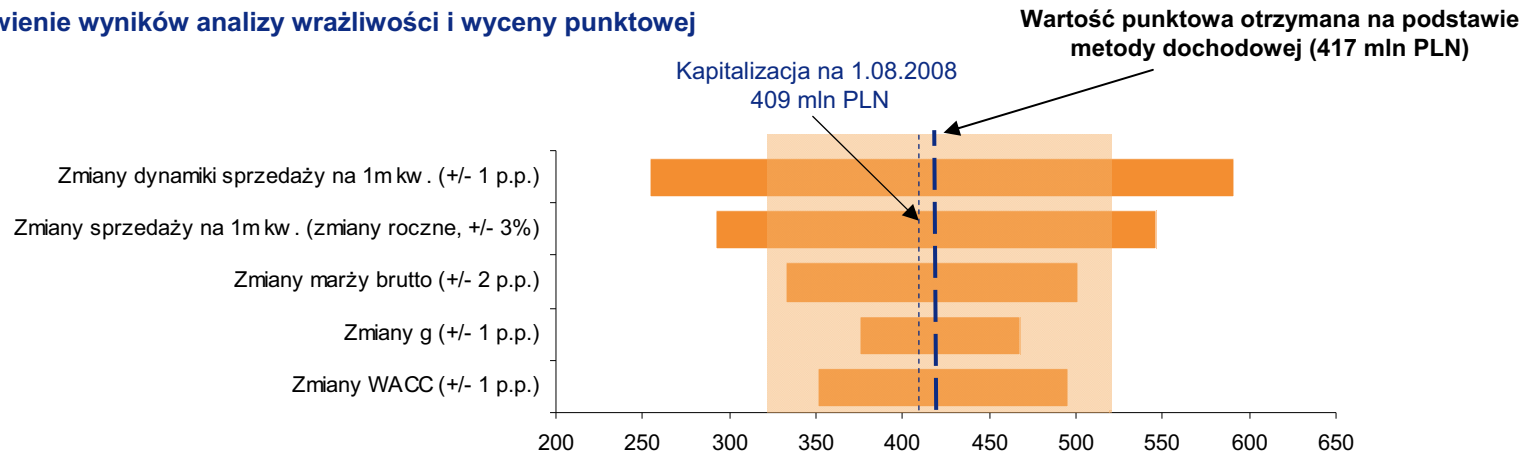
---

- Wstęp
- Streszczenie
- Metodologia
- Wycena Vistula & Wólczanka
- Wycena W.Kruk
- Oszacowanie parytetu wymiany akcji

# Wynik Wyceny metodą dochodową i analiza wrażliwości

## Vistula & Wólczanka

### Zestawienie wyników analizy wrażliwości i wyceny punktowej



Źródła: Prognozy Spółki, analizy KPMG

### Analiza wrażliwości

- W ramach prac przeprowadzono analizę wrażliwości wyniku Wyceny w zależności od poziomu WACC, stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych Spółki po Okresie Prognozy (g) oraz głównych parametrów biznesowych założonych w Prognozach, tj. dynamiki sprzedaży na 1 m kw. (roczne zmiany skumulowane w całym Okresie Prognozy), zmiany poziomu sprzedaży w poszczególnych latach Okresu Prognozy oraz zmiany założonej marży brutto.
- Wyniki analizy wrażliwości Wyceny 100% akcji Spółki metodą dochodową znajdują się w przedziale od 321 do 520 milionów PLN, co daje wycenę za akcję od 4,00 PLN do 6,48 PLN. Dla otrzymanego przedziału Wyceny wartość pakietu 66% akcji W.Kruk została uwzględniona na poziomie od 133 milionów PLN do 209 milionów, odpowiednio dla dolnego i górnego przedziału, tj. jako 66% oszacowania wartości kapitałów własnych W.Kruk na podstawie metody dochodowej.
- Szeroki zakres Wyceny wynika z dużej wrażliwości na dynamikę sprzedaży na metr kwadratowy powierzchni handlowej w Okresie Prognozy. (Coroczna zmiana o 1 p.p. przekłada się na skumulowaną zmianę przychodów o ponad 5% w roku 2012, podczas gdy w Okresie Prognozy zakładany jest realny wzrost przychodów dla sklepów VST i WLC o około 111% a dla sklepów GC wzrost o około 67%).

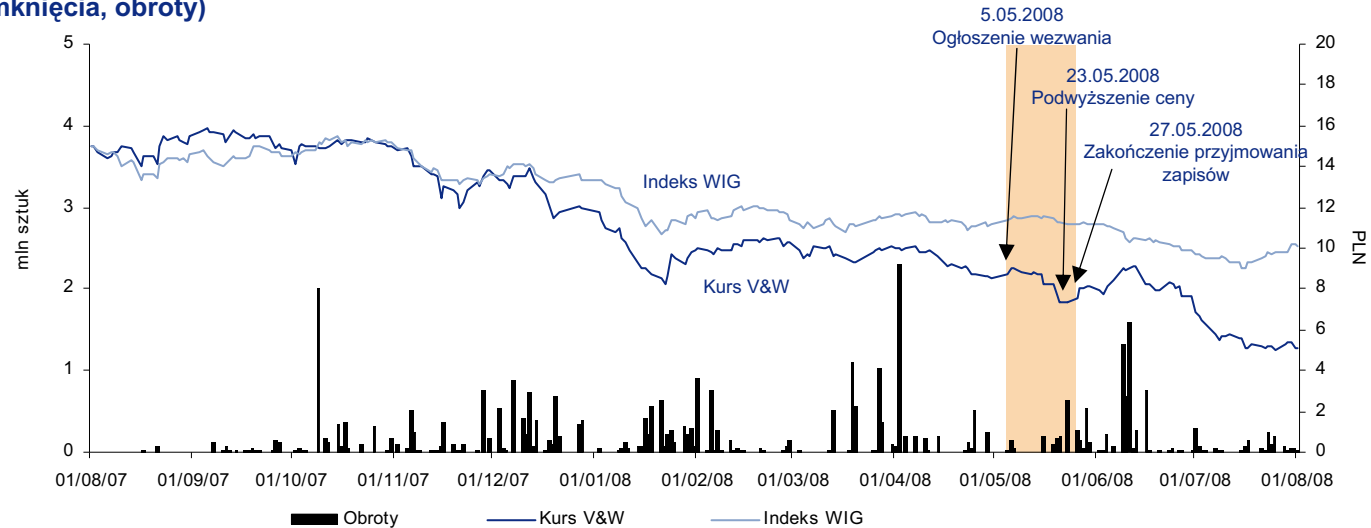
### Podsumowanie

- Wartość punktowa Wyceny na podstawie metody dochodowej wynosi 417 mln PLN, co stanowi około 102% kapitalizacji rynkowej Spółki na Datę Wyceny.
- Stosunkowo duży udział wartości rezydualnej w wartości przedsiębiorstwa (65%) wynika z długości Okresu Prognozy (4 i pół roku), ze znaczącego wzrostu rentowności EBIT w Okresie Prognozy z poziomu 2,9% w 2008 roku do 13% w 2012 roku a także ze znacznego wzrostu przychodów w tym okresie (tj. wzrost o 58% w wartościach realnych).

# Metoda rynkowa

## Vistula & Wólczanka

### Notowania kursu akcji V&W oraz indeksu WIG w okresie od 1 sierpnia 2007 roku do 1 sierpnia 2008 roku (kursy zamknięcia, obroty)



Uwaga: Indeks WIG został znormalizowany kursem V&W z dnia 1 sierpnia 2007

Źródło: Reuters DataScope

### Notowania kursu akcji V&W w okresie od 1 sierpnia 2007 roku do 1 sierpnia 2008

- Spółka Vistula & Wólczanka pojawiła się na GPW w połowie 2006 roku w wyniku połączenia spółek Vistula S.A. i Wólczanka S.A., notowanych na GPW odpowiednio od 1993 roku i 1991 roku.
- Akcje V&W były najwyżej wyceniane w połowie 2007 roku, w okresie hossy na GPW. Od drugiej połowy 2007 roku, podobnie jak dla większości spółek notowanych na GPW, ceny akcji V&W cechują się trendem spadkowym.
- W okresie od 1 sierpnia 2007 roku do 1 sierpnia 2008 roku notowania kursu akcji V&W spadały niemal dwukrotnie szybciej niż notowania indeksu WIG. W tym okresie kurs zamknięcia akcji V&W obniżył się z 14,97 PLN w dniu 1 sierpnia 2007 do 5,10 w dniu 1 sierpnia 2008, tj. o 66%. W analogicznym okresie spadek indeksu WIG wyniósł 33%.

### Wezwanie na akcje W.Kruk

- W dniu 5 maja 2008 roku Vistula & Wólczanka ogłosiła wezwanie na sprzedaż od 51% do 66% akcji spółki W.Kruk, ustalając cenę jednej akcji na poziomie 23,70 PLN.
- 23 maja 2008 roku V&W podwyższyła cenę nominalną w wezwaniu na akcje W.Kruk do poziomu 24,50 PLN.
- Termin przyjmowania zapisów na sprzedaż akcji upłynął w dniu 27 maja 2008 roku. W wyniku ogłoszonego wezwania V&W stała się właścicielem 66% akcji spółki W.Kruk.
- Od daty ogłoszenia wezwania do Daty Wyceny kurs akcji V&W spadł o 42%, podczas gdy indeks WIG spadł o 11%.

## Spis treści

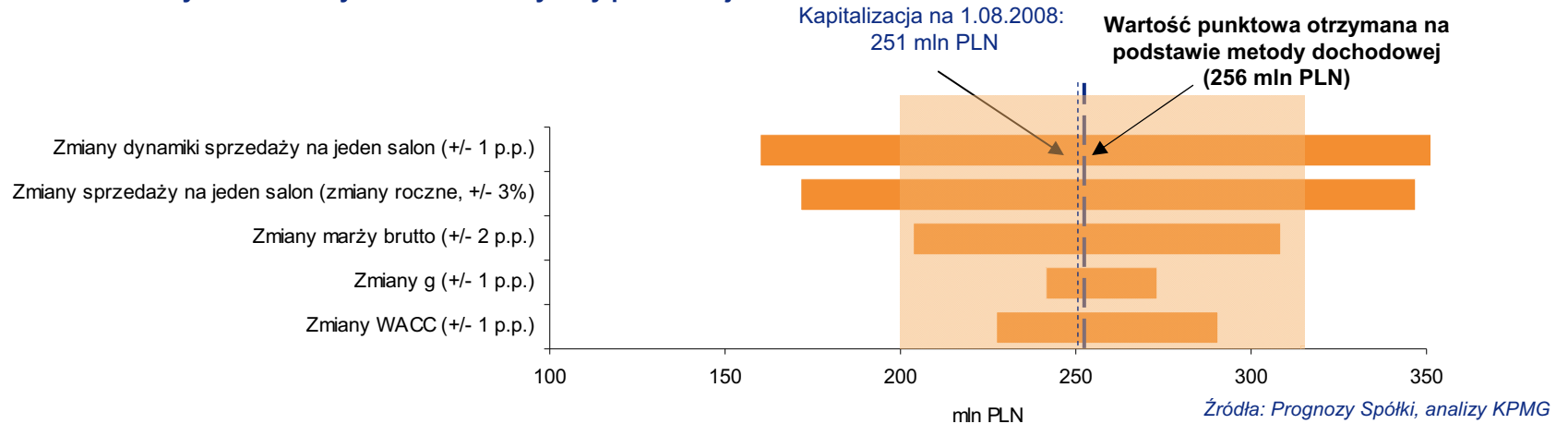
---

- Wstęp
- Streszczenie
- Metodologia
- Wycena Vistula & Wólczanka
- Wycena W.Kruk
- Oszacowanie parytetu wymiany akcji

# Wynik Wyceny metodą dochodową i analiza wrażliwości

W.Kruk

## Zestawienie wyników analizy wrażliwości i wyceny punktowej



## Analiza wrażliwości

- W ramach prac przeprowadzono analizę wrażliwości wyniku Wyceny w zależności od poziomu WACC, stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych Spółki po Okresie Prognozy (g) oraz głównych parametrów Prognozy mających istotny wpływ na Wycenę, tj. dynamika sprzedaży na jeden salon (zmiany skumulowane), zmiany poziomu sprzedaży w poszczególnych latach Okresu Prognozy oraz zmiany założonej marży brutto.
- Wyniki analizy wrażliwości Wyceny 100% akcji Spółki metodą dochodową znajdują się w przedziale od 201 milionów PLN do 317 milionów PLN, co daje wycenę za akcję od 10,88 PLN do 17,15 PLN. Szeroki zakres Wyceny wynika z dużej wrażliwości na dynamikę sprzedaży na salon.

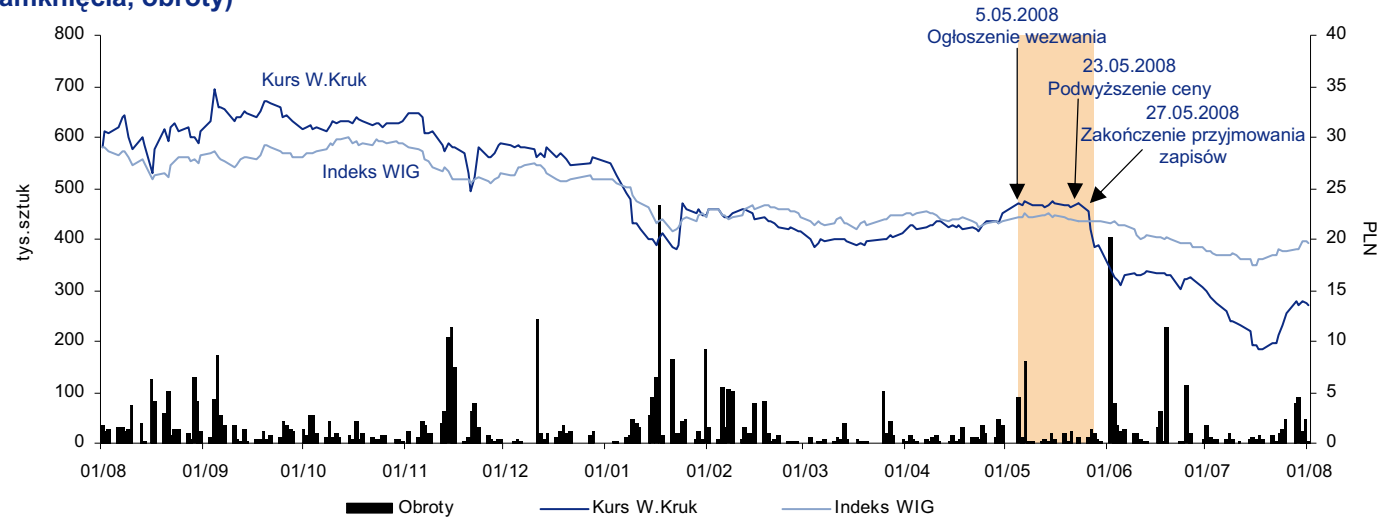
## Podsumowanie

- Wartość punktowa na podstawie metody dochodowej wynosi **256 mln PLN**, co stanowi około 102% kapitalizacji rynkowej na Datę Wyceny.
- Duży udział wartości rezydualnej w wartości przedsiębiorstwa (79%) wynika przede wszystkim z niższych prognozowanych nakładów inwestycyjnych równych amortyzacji oraz mniejszych zmian w kapitale obrotowym wynikających z bardziej stabilnej działalności Spółki w porównaniu do dynamicznego wzrostu w Okresie Prognozy.

# Metoda rynkowa

## W.Kruk

### Notowania akcji W.Kruk oraz indeksu WIG w okresie od 1 sierpnia 2007 do 1 sierpnia 2008 (kursy zamknięcia, obroty)



Uwaga: Indeks WIG został znormalizowany kursem V&W z dnia 1 sierpnia 2007

Źródło: Reuters DataScope

### Notowania kursu W.Kruk w okresie od 1 sierpnia 2007 do 1 sierpnia 2008

- W.Kruk jest notowana na GPW od 2002 roku.
- Podobnie jak w przypadku V&W, akcje W.Kruk najwyższe notowania osiągały w połowie 2007 roku, w końcowym okresie hossy na GPW. Od drugiej połowy 2007 roku, podobnie jak dla większości notowanych spółek, ceny akcji Spółki cechują się trendem spadkowym.
- W okresie od 1 sierpnia 2007 roku do 27 maja 2008 roku, do dnia zakończenia przyjmowania zapisów na sprzedaż akcji spółki W.Kruk, notowania akcji W.Kruk obniżyły się podobnie jak index WIG o 25%.
- Po zakończeniu wezwania kurs akcji W.Kruk znalazł się ponownie w trendzie spadkowym.
- W wyniku ogłoszenia wezwania na akcje W.Kruk przez V&W w dniu 5 maja 2008 roku, kurs akcji W.Kruk utrzymywał się na poziomie zbliżonym do pierwotnej ceny wezwania (23,70 PLN).
- W okresie od 1 sierpnia 2007 roku do 1 sierpnia 2008 roku, cena akcji W.Kruk na GPW obniżyła się z 29,00 PLN do 13,60 PLN, co oznacza spadek o 53%. W analogicznym okresie spadek notowań indeksu WIG wyniósł 33%.

## Spis treści

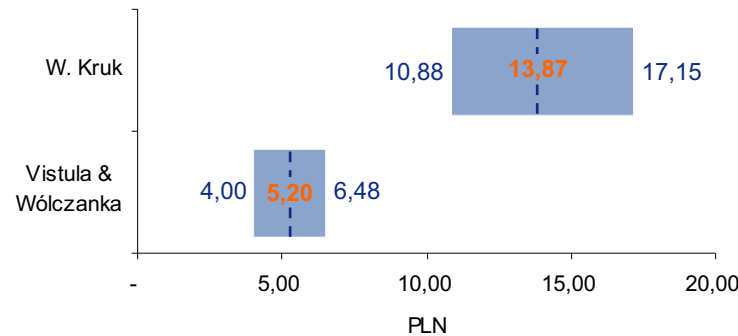
---

- Wstęp
- Streszczenie
- Metodologia
- Wycena Vistula & Wólczanka
- Wycena W.Kruk
- Oszacowanie parytetu wymiany akcji

# Oszacowanie parytetu wymiany akcji

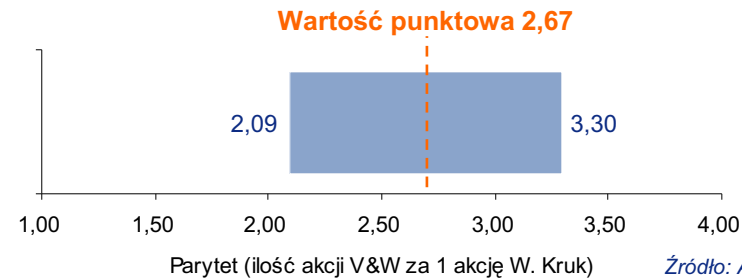
## Obliczenia – metoda dochodowa

### Przedziały Wyceny akcji W.Kruk oraz V&W na podstawie metody dochodowej (wartość za akcję w PLN)



Źródło: Analizy KPMG

### Parytet wymiany akcji W.Kruk na akcje V&W



Źródło: Analizy KPMG

### Parytet wymiany akcji na podstawie metody dochodowej

- Przedziały parytetu wymiany akcji na podstawie metody dochodowej uzyskano dzieląc odpowiednio dolną i górną wycenę akcji W.Kruk przez punktową wycenę akcji V&W.
- Do punktowego określenia parytetu wymiany zastosowano punktowe wyceny kapitałów własnych V&W oraz W.Kruk na poziomie odpowiednio **417 mln PLN oraz 256 mln PLN**.
- Wyceny punktowe na podstawie metody dochodowej (nie są to środki przedziałów Wyceny) wynoszą 5,20 PLN za akcję V&W oraz 13,87 PLN za akcję W.Kruk, co daje punktowy parytet wymiany na poziomie **2,67 akcji V&W za akcję W.Kruk**.

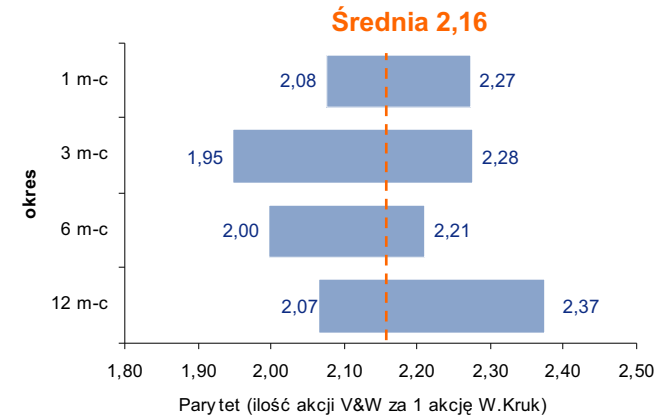


# Oszacowanie parytetu wymiany akcji

## Obliczenia – metoda rynkowa

Obliczenia parytetu wymiany akcji				
PLN	12 m-c	6 m-c	3 m-c	1 m-c
<b>Średnie arytmetyczne kursów zamknięcia za okres kończący się 01.08.2008</b>				
W.Kruk	23,84	18,80	16,56	12,04
Vistula & Wólczanka	11,03	8,50	7,27	5,56
Parytet	2,16	2,21	2,28	2,16
<b>Średnie przeciętnych kursów dziennych ważonych obrotami za okres kończący się 01.08.2008</b>				
W.Kruk	23,91	18,87	17,21	12,98
Vistula & Wólczanka	10,64	8,93	8,04	5,71
Parytet	2,25	2,11	2,14	2,27
<b>Średnie arytmetyczne kursów zamknięcia za okres kończący się 23.04.2008</b>				
W.Kruk	27,65	24,20	21,19	20,97
Vistula & Wólczanka	13,39	11,15	9,83	9,66
Parytet	2,07	2,17	2,16	2,17
<b>Średnie przeciętnych kursów dziennych ważonych obrotami za okres kończący się 23.04.2008</b>				
W.Kruk	28,24	23,98	21,65	20,44
Vistula & Wólczanka	11,90	10,98	9,75	9,85
Parytet	2,37	2,18	2,22	2,08
<b>Średnie arytmetyczne kursów zamknięcia za okres kończący się 01.08.2008 z wyłączeniem okresu wezwania</b>				
W.Kruk	23,93	17,99	14,34	12,04
Vistula & Wólczanka	11,27	8,52	6,91	5,56
Parytet	2,12	2,11	2,08	2,16
<b>Średnie przeciętnych kursów dziennych ważonych obrotami za okres kończący się 01.08.2008 z wyłączeniem okresu wezwania</b>				
W.Kruk	24,00	18,09	15,72	12,98
Vistula & Wólczanka	10,85	9,06	8,08	5,71
Parytet	2,21	2,00	1,95	2,27
<b>Podsumowanie</b>				
Maksymalna wartość	2,37	2,21	2,28	2,27
Minimalna wartość	2,07	2,00	1,95	2,08
<b>Średni parytet</b>	<b>2,20</b>	<b>2,13</b>	<b>2,14</b>	<b>2,19</b>

### Parytet wymiany akcji W.Kruk na akcje V&W



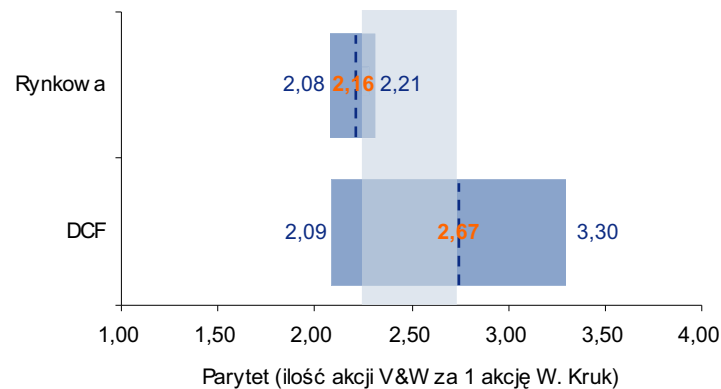
Źródło: Reuters, analizy KPMG

- Wartość parytetu obliczonego na podstawie średnich kursów akcji zmienia się niewiele w zależności od okresu oraz metody obliczania średniej zastosowanej do wyznaczenia parytetu wymiany akcji W.Kruk na akcje V&W.
- Niemniej jednak, wartości obliczonych parytetów przy zastosowaniu różnych ujęć są stosunkowo spójne.
- Wspólny przedział wartości dla średnich parytetów obliczanych dla poszczególnych okresów wynosi **od 2,08 do 2,21 akcji V&W za akcję W.Kruk**.
- Parytet wymiany akcji obliczony na podstawie średniej obliczonych parytetów metodą rynkową wynosi **2,16 akcji V&W za akcję W.Kruk**.

# Oszacowanie parytetu wymiany akcji

## Podsumowanie

### Parytet wymiany akcji W.Kruk na akcje V&W – podsumowanie zastosowanych metod wyceny



Parytet według kursów w dniu ogłoszenia wezwania (5.05.2008): **2,68**

Parytet według kursów na 1.08.2008: **2,67**

Źródło: Analizy KPMG

- W celu oszacowania stosunku wymiany akcji Vistula & Wólczanka na akcje W.Kruk zastosowano następujące metody wyceny Spółek:
  - metodę dochodową biorącą pod uwagę prognozy finansowe przygotowane i potwierdzone przez Zarządy Spółek. Metoda ta co do zasady powinna najlepiej odzwierciedlać wartość Spółek uwzględniając szczegółowe założenia Zarządów co do ich dalszego rozwoju.
  - metodę rynkową na podstawie notowań akcji odzwierciedlających postrzeganie wartości Spółek poprzez uczestników rynku kapitałowego w okresie poprzedzającym Datę Wyceny.
- Przedziały wartości stosunku wymiany akcji ustalone metodą dochodową wynoszą od 2,09 do 3,30 akcji V&W za akcję W.Kruk, zaś metodą rynkową od 2,08 do 2,21 akcji V&W za akcję W.Kruk.
- Punktowe wyniki oszacowania wartości stosunku wymiany akcji ustalone metodą dochodową i rynkową wynoszą odpowiednio 2,67 oraz 2,16 akcji V&W za akcję W.Kruk i określają przedział od 2,16 do 2,67 akcji V&W za akcję W.Kruk. Średni arytmetyczny stosunek wymiany akcji oszacowany na podstawie ww. wartości wynosi po zaokrągleniu do jednego miejsca po przecinku **2,4 akcji V&W za akcję W.Kruk**.
- Oszacowany średni stosunek wymiany akcji V&W za 1 akcję W.Kruk znajduje się około 11% powyżej stosunku określonego metodą rynkową, około 10% poniżej stosunku kursów akcji Spółek w dniach 5 maja 2008 (data ogłoszenia wezwania) i 1 sierpnia 2008 (Data Wyceny).