

Kraków, 23 października 2008 roku

SPRAWOZDANIE ZARZĄDU SPÓŁKI VISTULA & WÓLCZANKA S.A. UZASADNIAJĄCE POŁĄCZENIE

(art. 501 kodeksu spółek handlowych)

Działając na podstawie art. 501 kodeksu spółek handlowych (dalej k.s.h.) Zarząd Spółki VISTULA & WÓLCZANKA S. A. z siedzibą w Krakowie (dalej też VISTULA & WÓLCZANKA lub V& W) w związku z przyjętym w dniu 24 września 2008 roku przez zarządy łączących się spółek planem połączenia spółki VISTULA & WÓLCZANKA S.A. z siedzibą w Krakowie ze spółką W. KRUK S. A. z siedzibą w Poznaniu (dalej też W.KRUK) przyjmuje niniejsze sprawozdanie uzasadniające połączenie:

1. Podstawy prawne połączenia

- 1.1.** Połączenie będzie dokonane zgodnie z art. 492 § 1 pkt. 1 k.s.h. 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. 1.2 niniejszego sprawozdania
- 1.2.** Stosownie do art. 514 k.s.h., 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.
- 1.3.** 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.).
- 1.4.** Zgodnie z §153-156 Szczegółowych Zasad Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (załącznik nr 1 do uchwały Zarządu KDPW nr 79/98 z 29 stycznia 1998 roku z późn. zm.) przy przydzielaniu akcji Spółki Przejmującej akcjonariuszom Spółki Przejmowanej znajdują 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 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 ustalony w planie połączenia parytet wymiany akcji jednej akcji Spółki Przejmowanej na akcje Spółki Przejmującej tj. „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 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.

Zgodnie z art. 492 §2 k.s.h. łączna kwota dopłat dla wszystkich akcjonariuszy nie może przekroczyć 10% wartości bilansowej przyznanych akcji Spółki Przejmującej, określonej według oświadczenia o stanie księgowym Spółki Przejmującej, stanowiącego załącznik nr 6 do planu połączenia. Oznacza to, że łączna suma dopłat nie może przekroczyć kwoty 5.361.335,79 zł (pięć milionów trzysta sześćdziesiąt jeden tysięcy trzysta trzydzieści pięć złotych siedemdziesiąt dziewięć groszy)¹ Wypłata dopłat nastąpi z kapitału zapasowego Spółki Przejmującej.

Dopłaty zostaną wypłacone uprawnionym osobom za pośrednictwem Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.

- 1.5. 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 koncentracji przedsiębiorców do Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów.
- 1.6. Postanowienia Statutu Spółki Przejmującej nie zawierają, żadnych szczególnych uregulowań dotyczących połączenia. Zgodnie z §30 ust 1 pkt 7 Statutu Spółki: „*Do kompetencji Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy należy połączenie Spółki, podział Spółki, przekształcenie Spółki*”. Kolejno zgodnie z §30 ust 3 Statutu Spółki Przejmującej kompetencja ta wykonywana jest przez Walne Zgromadzenie Spółki na wniosek Zarządu Spółki przedłożony łącznie z pisemną opinią Rady Nadzorczej. Natomiast wniosek akcjonariuszy w tej sprawie powinien być zaopiniowany przez Zarząd Spółki i Radę Nadzorczą. (§30 ust 2 *in fine* Statutu Spółki Przejmującej).

2. Uzasadnienie ekonomiczne

- 2.1. Połączenie spółek VISTULA & WÓLCZANKA S.A. oraz W. KRUK S.A. następuje w celu osiągnięcia ważnych celów ekonomicznych dla Spółki Przejmującej którymi są przede wszystkim są:
 - a) realizacja 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” ,

¹ Wartość bilansowa jednej akcji spółki VISTULA & WÓLCZANKA S.A. według oświadczenia o stanie księgowym na dzień 1 sierpnia 2008 roku wynosi **3,56 zł** (trzy złote pięćdziesiąt sześć groszy). Ilość akcji serii H emitowanych przez Spółkę Przejmującą w ramach niniejszego połączenia to **15.059.932** (piętnaście milionów pięćdziesiąt dziewięć tysięcy dziewięćset trzydzieści dwie). Oznacza to, że łączna wartość bilansowa wszystkich akcji Spółki Przejmującej przyznanych akcjonariuszom Spółki Przejmowanej wynosi **53.613.357,92 zł** (pięćdziesiąt trzy miliony sześćset trzynaście tysięcy trzysta pięćdziesiąt siedem złotych dziewięćdziesiąt dwa grosze)

- b) osiągnięcie efektów synergii przychodowych i kosztowych, oraz
- c) uproszczenie struktury grupy kapitałowej VISTULA & WÓLCZANKA Spółka Akcyjna.

- 2.2. Ponadto konsolidacja kapitału łączących się spółek w ramach jednego silnego podmiotu gospodarczego, umożliwi Spółce Przejmującej rozwinięcie działalności na znacznie szerszą skalę i osiąganie nowych celów gospodarczych, a także wzbudzi większe zaufanie potencjalnych kontrahentów, oraz kredytodawców Spółki Przejmującej.
- 2.3. W wyniku planowanego połączenia wzrośnie istotnie kapitalizacja Spółki Przejmującej oraz poprawi się płynność akcji w obrocie giełdowym co będzie miało w dłuższym okresie istotne znaczenie z punktu widzenia pozyskiwania długoterminowych inwestorów instytucjonalnych.
- 2.4. W aspekcie efektów synergii połączenie prowadzi do zwiększenia konkurencyjności Spółki Przejmującej, między innymi przez wykorzystanie efektu ekonomii skali i ekonomii zakresu. Połączenie spowoduje rozproszenie ryzyka działalności gospodarczej prowadzonej przez Spółkę Przejmującą oraz zwiększy jej integrację organizacyjną.
- 2.5. Połączenie będzie miało również na celu reorganizację i uproszczenie dotychczasowej struktury współpracy pomiędzy łączącymi się spółkami co w sensie globalnym przyniesie w przyszłości duże oszczędności, oraz zdecydowanie ułatwi wspólne prowadzenie działalności gospodarczej. Pozyskanie dla Spółki Przejmującej potencjału gospodarczego spółki W. KRUK . S.A. jej rynku, *good will* oraz klientów jest dla Spółki Przejmującej szczególnie korzystne z uwagi na komplementarną działalność jaką prowadzi W. KRUK S.A. w stosunku do przedsiębiorstwa Spółki, uzupełniając asortyment dystrybuowanych przez Spółkę Przejmującą dóbr w segmencie premium.
- 2.6. Przewiduje się, że Połączenie przyniesie następujące, wymierne korzyści:
 - a) ograniczenie kosztów reklamy i marketingu oraz uzyskanie większej skuteczności przekazu poprzez integracje zarządzania markami łączących się Spółek, koordynację działań marketingowych o charakterze wizerunkowym i prowadzenie wspólnych kampanii reklamowych oraz wykorzystanie baz danych obecnie odrębnych programów lojalnościowych
 - b) redukcję kosztów zarządzania oraz unifikację organizacji zarządu i administracji,
 - c) integrację systemów IT pozwalającą na zmniejszenie kosztów zarządzania, a także kosztów serwisowych,
 - d) ujednoczenie polityki zakupów: zmniejszenie kosztów dostaw, koordynacja i konsolidacja zakupów,
 - e) uzyskanie oszczędności w obszarze kosztów wynajmu powierzchni handlowych dzięki wspólnym lokalizacjom w centrach handlowych poprzez wzmocnienie pozycji negocjacyjnej w stosunku do wynajmujących lokale handlowe,
 - f) obniżenie kosztów zarządzania operacyjnego siecią oraz kosztów logistyki wynikające z tożsamyh lokalizacji w centrach handlowych sklepów poszczególnych marek należących do łączących się Spółek,

- g) obniżenie kosztów pracy poprzez efektywniejsze zarządzanie zasobami ludzkimi,
- h) osiągnięcie znacznie lepszej pozycji negocjacyjnej oraz większej siły przetargowej wobec dostawców i kontrahentów.

3. Uzasadnienie ustalenia stosunku wymiany akcji

- 3.1.** Szczegółowe uzasadnienie ustalenia stosunku wymiany akcji Spółki Przejmowanej na akcje Spółki Przejmującej zawarte są 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 KPMG). Wersja skrócona tego raportu stanowi część planu połączenia spółek VISTULA & WÓLCZANKA S.A. oraz W. KRUK S.A. (część załącznika nr 4 do planu połączenia).
- 3.2.** Na potrzeby oszacowania stosunku wymiany akcji W. KRUK S.A. (dalej też W. KRUK) na akcje VISTULA & WÓLCZANKA S.A. (dalej też VISTULA & WÓLCZANKA lub V& W) , KPMG dokonało oszacowania wartości Spółek metodą dochodową i rynkową.
- 3.3.** 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 & WÓLCZANKA i W. KRUK prognozach finansowych, które były przedmiotem krytycznego przeglądu przez KPMG
- 3.4.** Metoda rynkowa polegała na analizie poziomu średnich notowań cen akcji Spółek w okresach poprzedzających Datę Wyceny (tj. 1 sierpnia 2008 roku) przy zastosowaniu średnich arytmetycznych i średnich ważonych obrotami w okresach: 12-miesięcznym, 6-miesięcznym, 3-miesięcznym i 1-miesięcznym
- 3.5.** Oszacowanie parytetu zostało sporządzone przy założeniu, że VISTULA & WÓLCZANKA oraz W. KRUK kontynuują działalność jako samodzielne podmioty na rynku, w związku z czym nie uwzględnia ono planowanego Połączenia ani ewentualnych efektów synergii i oszczędności spodziewanych w wyniku realizacji Połączenia.
- 3.6.** 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 akcję W. KRUK).
- 3.7.** 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.

- 3.8.** 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 akcję W. KRUK.**
- 3.9.** 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 akcję W. KRUK. **Parytet wymiany akcji na podstawie średniej parytetów obliczonych metodą rynkową wynosi 2,16 akcji V& W za akcję W. KRUK.**
- 3.10.** 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.**
- 3.11.** 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).

W opinii Zarządu Vistula&Wólczanka SA połączenie spółki z W.Kruk SA jest uzasadnione.

Powyższe sprawozdanie zostanie udostępnione akcjonariuszom Spółki Przejmującej, zgodnie z art. 505 k.s.h. w okresie od 24 października 2008 roku do 25 listopada 2008 roku, a bezpośrednio przed podjęciem uchwały Walnego Zgromadzenia Spółki Przejmującej w przedmiocie połączenia zostaną im podane ustnie jego istotne elementy.

Zarząd VISTULA & WÓLCZANKA S.A.: