
**Sprawozdanie Zarządu Impel Spółka Akcyjna
z siedzibą we Wrocławiu
uzasadniające podział
w trybie art. 529 § 1 pkt 4 Kodeksu spółek handlowych**

Wrocław, 28 czerwca 2011 roku



PC

Spis treści

1.	DEFINICJE	3
2.	WPROWADZENIE	6
3.	OPIS PODZIAŁU I PODSTAWY PRAWNE PODZIAŁU	6
4.	UZASADNIENIE PODZIAŁU – PODSTAWY EKONOMICZNE	7
5.	STOSUNEK WYMIANY AKCJI	9
6.	ZASADY DOTYCZĄCE PRYZNANIA AKCJI PODZIAŁOWYCH.....	12
7.	SZCZEGÓLNE TRUDNOŚCI ZWIĄZANE W WYCENĄ AKCJI SPÓŁKI DZIELONEJ	13
8.	AKCJONARIAT ISA PO PODZIALE.....	13
9.	PODSUMOWANIE I REKOMENDACJA	13



1. DEFINICJE

Na użytek niniejszego Sprawozdania Zarządu przyjęto następujące definicje:

„Akcje Emisji Podziałowej”	oznacza 30.839.464 (słownie: trzydzieści milionów osiemset trzydzieści dziewięć tysięcy czterysta sześćdziesiąt cztery) akcje zwykłe na okaziciela VDSA serii E o wartości nominalnej 0,62 zł (słownie: sześćdziesiąt dwa grosze) każda, które w wyniku Podziału zostaną przydzielone akcjonariuszom ISA;
„Akcje Podziałowe”	oznacza łącznie Istniejące Akcje Podziałowe, Akcje Własne oraz Akcje Emisji Podziałowej, tj. łącznie 39.017.129 (słownie: trzydzieści dziewięć milionów siedemnaście tysięcy sto dwadzieścia dziewięć) akcji VDSA, które w wyniku Podziału zostaną przydzielone akcjonariuszom ISA;
„Akcje Własne”	oznacza 1.453.285 (słownie: jeden milion czterysta pięćdziesiąt trzy tysiące dwieście osiemdziesiąt pięć) akcji własnych VDSA, zwykłych na okaziciela serii B, o wartości nominalnej 0,62 zł (słownie: sześćdziesiąt dwa grosze), które w wyniku Podziału zostaną przydzielone akcjonariuszom ISA;
„Dopłata”	oznacza dopłatę gotówkową, do której będzie uprawniony akcjonariusz ISA w sytuacji opisanej w Punkcie 5.2 niniejszego Sprawozdania Zarządu;
„Dzień Referencyjny”	oznacza dzień, który zostanie wskazany przez Zarząd VDSA, ustalony zgodnie z odpowiednimi regulacjami KDPW, w którym akcje ISA zapisane na rachunkach papierów wartościowych będą uprawniały posiadaczy tych rachunków do otrzymania Akcji Podziałowych;
„Dzień Wydzielenia”	oznacza dzień, w którym podwyższenie kapitału zakładowego VDSA zostanie wpisane do KRS;
„GPW”	oznacza Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.;
„Grupa”, „Grupa ISA” lub „Grupa VDSA”	oznacza spółki z grupy ISA i grupy VDSA łącznie oraz indywidualnie spółki z grupy ISA lub spółki z grupy VDSA;
„ISA” lub „Spółka Dzielona”	oznacza Impel S.A., z siedzibą we Wrocławiu, przy ul. Ślężnej 118, 53-111 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy-Rejestrowy pod numerem KRS 4185;
„Istniejące Akcje Podziałowe”	oznacza 6.724.380 (słownie: sześć milionów siedemset dwadzieścia cztery tysiące trzysta osiemdziesiąt) akcji zwykłych na okaziciela VDSA serii D, o wartości nominalnej 0,62 zł (słownie: sześćdziesiąt dwa grosze) każda, których właścicielem jest ISA, które w wyniku Podziału zostaną przydzielone akcjonariuszom ISA;
„KDPW”	Oznacza Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.;



„KNF”	Oznacza Komisję Nadzoru Finansowego;
„KSH”	oznacza Ustawę z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz. U. 2000, Nr 94, pozycja 1037), wraz z późniejszymi zmianami;
„KRS”	oznacza rejestr przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego;
„Metoda DCF”	posiada znaczenie nadane w Punkcie 5.1.1(a) niniejszego Sprawozdania Zarządu;
„Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy”	oznacza nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy ISA lub VDSA;
„Plan Podziału”	oznacza plan podziału uzgodniony pomiędzy Zarządami ISA i VDSA w dniu 7 czerwca 2011 roku;
„Podział”	oznacza podział ISA poprzez przeniesienie części majątku ISA w postaci zorganizowanej części przedsiębiorstwa ISA tj. Zakładu Ecoimpel, na istniejącą spółkę VDSA zgodnie z postanowieniami Planu Podziału;
„Spółka” lub „Spółki”	Oznacza ISA, VDSA lub ISA i VDSA łącznie;
„Sprawozdanie Zarządu” „Sprawozdanie”	lub Oznacza niniejszy dokument;
„Stosunek Wymiany Akcji”	oznacza stosunek wymiany akcji ISA na akcje VDSA, tj. 1:3,2109 (słownie: jeden do trzech i dwóch tysięcy sto dziewięć dziesięciotysięcznych), gdzie na każdą jedną akcję ISA przypada 3,2109 akcji VDSA;
„Ustawa o ofercie publicznej”	oznacza Ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej, warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2005, Nr 184, pozycja 1539), wraz z późniejszymi zmianami;
„VDSA” lub „Spółka Przejmująca”	oznacza Vanatage Development S.A., z siedzibą we Wrocławiu, przy ul. Św. Mikołaja 12, 50-125 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy-Rejestrowy pod numerem KRS 30117;
„Zakład Ecoimpel”	oznacza organizacyjnie i finansowo wyodrębniony w ramach ISA zespół składników materialnych i niematerialnych, w tym zobowiązania, przeznaczony do realizacji określonych zadań gospodarczych i stanowiący zorganizowaną część przedsiębiorstwa, w rozumieniu przepisów prawa podatkowego, w której skład wchodzi między innymi Istniejące Akcje Podziałowe. Zakład Ecoimpel został wydzielony uchwałą Zarządu ISA nr 73/2010, z dnia 2 listopada 2010 roku, a następnie na podstawie uchwał Zarządu ISA: nr 37/2011, z dnia 29 marca 2011 roku, 40/2011 oraz 41/2011, z dnia 12 kwietnia 2011 roku, do



„Zarząd” lub „Zarządy”

Zakładu Ecoimpel zostały dodane nowe aktywa;

oznacza Zarząd ISA lub Zarząd VDSA oraz odpowiednio Zarząd ISA i Zarząd VDSA łącznie.

Handwritten signature and initials, possibly "DC", in the bottom right corner.

2. WPROWADZENIE

- 2.1 W dniu 7 czerwca 2011 roku Zarządy ISA i VDSA uzgodniły Plan Podziału, określający zgodnie z art. 533 oraz art. 534 § 1 pkt 2 KSH m.in. sposób Podziału oraz Stosunek Wymiany Akcji.
- 2.2 Plan Podziału, zgodnie z art. 535 § 1 KSH został opublikowany w Monitorze Sądowym i Gospodarczym nr 117 z dnia 17 czerwca 2011 roku.
- 2.3 W dniu 7 czerwca 2011 roku, Zarząd VDSA przyjął sprawozdanie Zarządu określające niepieniężne składniki majątkowe przenoszone na VDSA w związku z planowanym Podziałem, sporządzone w trybie art. 536 § 3 KSH w związku z art. 311 i nast. KSH.

W związku z powyższym, stosownie do treści art. 536 § 3 KSH, w dniu 20 czerwca 2011 roku, biegły rewident Rafał Barycki, PKF Audyt Sp. z o.o., wpisany na listę podmiotów uprawnionych do badania sprawozdań finansowych, prowadzoną przez Krajową Izbę Biegłych Rewidentów, pod nr ewidencyjnym 10774, sporządził opinię w trybie art. 312 KSH.

Zgodnie z art. 536 § 3 KSH, opinia biegłego rewidenta została złożona w Sądzie Rejonowym dla Wrocławia-Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy-Rejestrowy.

3. OPIS PODZIAŁU I PODSTAWY PRAWNE PODZIAŁU

3.1 Sposób Podziału

- 3.1.1 Podział ISA nastąpi na podstawie art. 529 § 1 pkt 4 KSH, poprzez przeniesienie części majątku ISA tj. Zakładu Ecoimpel, na VDSA, w zamian za akcje VDSA (podział przez wydzielenie).
- 3.1.2 Podział ISA zostanie przeprowadzony bez obniżenia kapitału zakładowego ISA. Wydzielenie zostanie dokonane z kapitałów własnych ISA, innych niż kapitał zakładowy. Jednocześnie, przeprowadzone zostanie podwyższenie kapitału zakładowego VDSA z kwoty 16.073.115,60 zł (słownie: szesnaście milionów siedemdziesiąt trzy tysiące sto piętnaście złotych i sześćdziesiąt groszy) do kwoty 35.193.583,28 zł (słownie: trzydzieści pięć milionów sto dziewięćdziesiąt trzy tysiące pięćset osiemdziesiąt trzy złote i dwadzieścia osiem groszy) tj. o kwotę 19.120.467,68 zł (słownie: dziewiętnaście milionów sto dwadzieścia tysięcy czterysta sześćdziesiąt siedem złotych i sześćdziesiąt osiem groszy), poprzez emisję Akcji Emisji Podziałowej, które zostaną wyemitowane w trybie publicznej emisji, na podstawie przepisów KSH oraz Ustawy o ofercie publicznej.
- 3.1.3 Obok Akcji Emisji Podziałowej, VDSA – jako wynagrodzenie za otrzymane od ISA majątek w postaci Zakładu Ecoimpel – wyda akcjonariuszom ISA również:
- (a) 6.724.380 (słownie: sześć milionów siedemset dwadzieścia cztery tysiące trzysta osiemdziesiąt) Istniejących Akcji Podziałowych, oraz
 - (b) 1.453.285 (słownie: jeden milion czterysta pięćdziesiąt trzy tysiące dwieście osiemdziesiąt pięć) Akcji Własnych.

W związku z tym, w Dniu Wydzielenia, ISA przestanie być akcjonariuszem VDSA, natomiast akcjonariusze ISA staną się akcjonariuszami VDSA.

- 3.1.4 Zważywszy, iż ISA posiada Istniejące Akcje Podziałowe, które w ramach Zakładu Ecoimpel zostaną przeniesione na VDSA, Podział będzie mieć następujące, istotne skutki, które nastąpią w Dniu Wydzielenia:



- (a) zgodnie z art. 531 § 1 KSH, VDSA wstąpi we wszystkie prawa i obowiązki ISA związane z Zakładem Ecoimpel. W rezultacie, VDSA stanie się akcjonariuszem z Istniejących Akcji Podziałowych. Zarząd ISA, proponuje akcjonariuszom ISA, aby Istniejące Akcje Podziałowe zostały przydzielone akcjonariuszom ISA łącznie z Akcjami Własnymi oraz Akcjami Emisji Podziałowej, jako wynagrodzenie za majątek ISA wnoszony w ramach podziału do VDSA tj. Zakład Ecoimpel; oraz
- (b) VDSA przyzna akcjonariuszom ISA Akcje Emisji Podziałowej oraz Akcje Własne w zamian za majątek ISA tj. Zakład Ecoimpel.

Szczegóły dotyczące zasad przyznawania Akcji Podziałowych akcjonariuszom ISA zostały opisane w Punkcie 5.2 oraz 6 poniżej.

3.2 Zgoda Nadzwyczajnych Walnych Zgromadzeń Akcjonariuszy Spółek

Zgodnie z art. 541 KSH, Podział wymaga uchwał Nadzwyczajnych Walnych Zgromadzeń Akcjonariuszy ISA i VDSA.

3.3 Sukcesja generalna

- 3.3.1 W wyniku Podziału, VDSA zgodnie z art. 531 § 1 KSH wstąpi z Dniem Wydzielenia we wszystkie prawa i obowiązki ISA, związane z Zakładem Ecoimpel przenoszonym na VDSA w wyniku Podziału.
- 3.3.2 Stosownie do treści art. 531 § 5 KSH, z Dniem Wydzielenia, akcjonariusze ISA staną się akcjonariuszami VDSA.

4. UZASADNIENIE PODZIAŁU – PODSTAWY EKONOMICZNE

Zdaniem Zarządu ISA, dokonanie koncentracji aktywów deweloperskich w jednym podmiocie w drodze Podziału, niesie ze sobą szereg korzyści o charakterze ekonomicznym, zarówno dla ISA, jak i jej akcjonariuszy (w tym akcjonariuszy mniejszościowych). W ocenie Zarządu ISA, Podział pozwoli na:

4.1 Uzyskanie wiarygodnej rynkowej wyceny wartości VDSA – zwiększenie wartości dla akcjonariuszy

Zarząd ISA uważa, że takie czynniki jak:

- (a) brak bezpośredniego powiązania profilu działalności VDSA z działalnością ISA;
- (b) brak znaczących synergii pomiędzy VDSA i ISA, oraz
- (c) fakt, że ze względu na stosunkowo wczesne stadium rozwoju działalności VDSA, jej wyniki nie są widoczne w skonsolidowanych wynikach Grupy ISA,

spowodowały niedoszacowanie wartości inwestycji ISA w VDSA przez inwestorów rynkowych. Dodatkowym czynnikiem potwierdzającym tę tezę są raporty analityków giełdowych badających ISA, którzy obecnie w swoich analizach temat VDSA poruszają jedynie pobieżnie, nie uwzględniając wartości VDSA w wycenie ISA. Po przeprowadzeniu Podziału, inwestorzy rynkowi będą mieli możliwość dokonania samodzielnej, odrębnej wyceny Spółek i oszacowania wartości VDSA. Po wprowadzeniu akcji VDSA do obrotu na GPW, oczekuje się także sporządzania raportów przez analityków giełdowych badających VDSA, które mogą być pomocne przy ocenie potencjału ekonomicznego VDSA przez inwestorów.

4.2 **Możliwość efektywnego pomiaru rezultatów działalności VDSA**

Zarząd ISA oczekuje, że wprowadzenie akcji VDSA do obrotu na GPW po przeprowadzeniu Podziału, umożliwi efektywny pomiar rezultatów jej działalności, np. w oparciu o analizę porównawczą względem porównywalnych spółek notowanych już na giełdzie. Ze względu na dobre w ocenie Zarządu ISA perspektywy wzrostu rynku, na którym funkcjonuje VDSA, Zarząd ISA wyraża przekonanie, że VDSA będzie w stanie wykorzystywać pozytywne trendy i osiągać wskaźniki operacyjne na poziomach porównywalnych z innymi firmami z branży, a także osiągać satysfakcjonujące wyniki finansowe i generować znaczące przepływy środków pieniężnych, tworząc tym samym wartość dla akcjonariuszy.

4.3 **Zwiększenie przejrzystości struktury Grupy dla akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów**

W chwili obecnej, zarówno VDSA jak i ISA posiadają aktywa w określonych spółkach celowych realizujących projekty deweloperskie. W wyniku Podziału własność części aktywów posiadanych przez ISA zostanie przeniesiona na VDSA, co przyczyni się do uporządkowania i zwiększenia przejrzystości struktury korporacyjnej Grupy ISA oraz Grupy VDSA.

Zarząd ISA wyraża przekonanie, że wydzielenie aktywów deweloperskich i ich przeniesienie do VDSA zwiększy przejrzystość działalności Spółek z punktu widzenia inwestorów oraz analityków giełdowych.

4.4 **Bardziej skoncentrowane zarządzanie Spółkami**

Podczas, gdy działalność VDSA opiera się na realizacji projektów deweloperskich, działalność ISA jest skoncentrowana na świadczeniu usług dla biznesu (m.in. zarządzania i utrzymania nieruchomości, ochrony, dystrybucji i innych). Spółki biorące udział w Podziale różnią się od siebie w wielu ważnych dziedzinach. Spółki nie są ze sobą powiązane w sposób, który istotnie wpływałby na operacyjną działalność którejkolwiek z nich. Klienci Spółek są zasadniczo różni. Spółki nie wykorzystują wspólnych sił sprzedaży, a ich produkty sprzedawane są poprzez różne kanały dystrybucji. Brak jest pomiędzy nimi zidentyfikowanych, znaczących synergii.

Spółki realizują też odmienną strategię biznesową i operacyjną. VDSA zamierza koncentrować się na konkutowaniu z innymi firmami deweloperskimi poprzez oferowanie mieszkań i biur w atrakcyjnych lokalizacjach oraz atrakcyjnej cenie. Zasięg działania VDSA początkowo będzie się ograniczał głównie do rynku wrocławskiego, lecz Zarząd VDSA przewiduje, że w kolejnych latach działalności VDSA rozszerzy się na rynki innych polskich miast. Strategia ISA skupia się na oferowaniu jak najszerszego spektrum komplementarnych usług świadczonych w systemie outsourcingu na terenie całego kraju, a także, w razie pojawienia się atrakcyjnych możliwości, ekspansji również zagranicą.

Podział doprowadzi do uproszczenia struktury Grupy ISA, pozwoli na wzrost efektywności w zarządzaniu działalnością, w gospodarowaniu posiadanymi składnikami majątku. Nastąpi większa koncentracja zarządzania na działalności w segmencie usług dla biznesu, co winno wpłynąć na poprawę konkurencyjności i umocnienie pozycji rynkowej Grupy ISA.

4.5 **Umożliwienie potencjalnym inwestorom wyboru zaangażowania środków w ISA lub VDSA, notowanych na GPW**

W ocenie Zarządu ISA, inwestorzy, którzy dotychczas nie inwestowali w ISA ze względu na łączenie różnych rodzajów działalności w ramach Grupy, tj. ci, którzy są bardziej skłonni inwestować w spółki skoncentrowane na danym obszarze działalności, lepiej dopasowanym do ich strategii inwestycyjnej, po Podziale mogą być zainteresowani zaangażowaniem kapitałowym bądź w VDSA (jeśli szukają ekspozycji na działalność deweloperską) bądź w ISA (jeśli szukają ekspozycji na usługi dla biznesu). W wyniku Podziału zlikwidowane powinno zostać tzw. „dyskonto za holding” (ang. „holding discount”) tj. obniżenie rynkowej wyceny ISA w wyniku koncentracji różnych obszarów działalności w jej strukturach.

4.6 Umożliwienie optymalizacji alokacji zasobów

Podział pozwoli zarówno VDSA jak i ISA, na zoptymalizowanie alokacji zasobów kapitałowych, co leży w najlepszym interesie akcjonariuszy Spółek. W ISA obniży się wartość zaangażowanego kapitału, co przy braku wpływu podziału na wyniki operacyjne Grupy ISA wpłynie pozytywnie na wskaźnik zwrotu z zaangażowanego kapitału. Grupa VDSA potrzebuje środków finansowych na rozwój działalności deweloperskiej, tj.: na realizację projektów mieszkaniowych i biurowych, na działalność marketingową, a w dalszej perspektywie również na pozyskiwanie kolejnych nieruchomości pod nowe inwestycje. Ze względu na specyfikę realizacji projektów deweloperskich, potrzeby kapitałowe VDSA (tj. momentu pozyskania kapitału, wielkości pozyskiwanego kapitału, okres jego zaangażowania i inne) są odmienne od potrzeb kapitałowych ISA. Sposób, termin i wartość pozyskiwanego kapitału powinny być dopasowane do specyfiki działalności deweloperskiej. Po Podziale, VDSA będzie w stanie samodzielnie podejmować decyzje dotyczące wykorzystania dostępnego kapitału i pozyskania dalszych środków finansowych zgodnie z najlepszym interesem akcjonariuszy VDSA i w oparciu o własną strategię biznesową.

4.7 Możliwość zwiększenia skuteczności programów wynagradzania w VDSA, pozwalające na bardziej ściśle powiązanie interesów akcjonariuszy z interesem Zarządu i VDSA

Zarówno VDSA jak i ISA starają się przyciągnąć najlepszych pracowników i motywować ich poprzez oferowanie atrakcyjnych wynagrodzeń. Podział i osobne notowanie akcji obu spółek na GPW pozwoli na bardziej elastyczne i konkurencyjne projektowanie struktury wynagrodzeń, umożliwiając np. wprowadzenie systemów motywacyjnych dla kluczowych pracowników, skorelowanych ze specyfiką działalności każdej z Grup. Systemy takie pozwalają na powiązanie zarobków kluczowej kadry kierowniczej z wynikami osiąganymi przez spółkę. W Grupie ISA wdrożony jest system motywacyjny w oparciu o Ekonomiczną Wartość Dodaną (EVA). System motywacyjny tego typu pozwala na ujednolicenie celów akcjonariuszy i kadry menedżerskiej. Podobnie można postąpić w przypadku VDSA, w wyniku Podziału, po podjęciu ewentualnej decyzji o wprowadzeniu systemów motywacyjnych, wynagrodzenia, które VDSA będzie mógł zaoferować swemu kierownictwu, będzie można uzależnić od generowanej wartości dodanej osiągananej przez Spółkę Przejmującą. Tego typu rozwiązania mogą stanowić skuteczną zachętę w dynamicznym realizowaniu strategicznych celów VDSA, łącząc interes pracowników z interesem akcjonariuszy VDSA.

4.8 Notowane akcje VDSA i osobno notowane akcje ISA będą dawały większą elastyczność Zarządom ISA i VDSA w podejmowaniu decyzji dotyczących finansowania

Zarząd VDSA nie wyklucza przeprowadzenia w przyszłości akwizycji. W przypadku podjęcia decyzji o dokonaniu przejęcia, akcje VDSA będą mogły stanowić atrakcyjną formę zapłaty w takiej transakcji, zważając na możliwość szybkiego wprowadzenia do obrotu giełdowego nowowyemitowanych akcji. Płynne akcje VDSA oferowane jako zapłata za przejmowane aktywa, mogą być bardziej atrakcyjne dla akcjonariuszy potencjalnych spółek-celów, niż akcje ISA, którego model biznesowy byłby w znaczącej proporcji niepowiązany z działalnością deweloperską. W zależności od wyceny rynkowej, jaką osiągną akcje VDSA, Spółka Przejmująca będzie mogła emitować własne akcje skierowane do właścicieli spółek będących celem przejęć na warunkach, które zminimalizują rozwodnienie akcjonariatu VDSA. Zarząd ISA przyjął do realizacji strategię rozwoju Grupy ISA w segmencie usług dla biznesu poprzez akwizycje. W związku z tym, Zarząd ISA może w przyszłości również podjąć decyzje o finansowaniu przejęć przyszłych spółek-celów akcjami ISA. Dokonanie podziału pozwoli jednoznacznie przypisać wycenę Grupy ISA do jej podstawowej działalności outsourcingowej.

5. STOSUNEK WYMIANY AKCJI

5.1 Metodologie zastosowane w celu ustalenia Stosunku Wymiany Akcji

- 5.1.1 Metodologie zastosowane do wyznaczenia Stosunku Wymiany Akcji zostały opisane poniżej:
- (a) **Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych („Metoda DCF”)** - zakłada, że wartość kapitałów przedsiębiorstwa jest równa sumie przyszłych przepływów pieniężnych dla poszczególnych okresów projekcji zdyskontowanych przy użyciu odpowiedniej stopy dyskonta w celu otrzymania ich wartości bieżącej oraz wartości końcowej, zdyskontowanej do daty wyceny, obliczonej przy zastosowaniu stałej stopy wzrostu przepływów z ostatniego roku projekcji finansowych.
 - (b) **Metoda skorygowanych aktywów netto** - oparta jest na założeniu, że wartość rynkowa kapitału własnego równa jest wartości rynkowej aktywów pomniejszonej o wartość rynkową zobowiązań. Ponieważ wartość księgowa aktywów i pasywów może odbiegać od ich wartości rynkowej przeprowadza się możliwe korekty w zakresie poszczególnych pozycji bilansu, mające na celu zbliżenie wartości księgowej poszczególnych składników aktywów i pasywów do ich wartości godziwej.
- 5.1.2 Dla dokonania wyceny VDSA w celu ustalenia Stosunku Wymiany Akcji zastosowana została Metoda DCF. Dla dokonania wyceny majątku Zakładu Ecoimpel, który w wyniku Podziału zostanie przeniesiony na VDSA zgodnie z Planem Podziału, zastosowana została metoda skorygowanych aktywów netto z uwzględnieniem wartości majątku w postaci akcji VDSA i akcji Promenad Wrocławskich VD Sp. z o.o. S.K.A. określonego Metodą DCF opisaną powyżej. Powyższe metody wyceny są standardowymi metodami stosowanymi w odniesieniu do wyceny przedsiębiorstw.
- 5.1.3 Wartość godziwa kapitałów własnych VDSA została określona na kwotę 115.546.333 zł (słownie: sto piętnaście milionów pięćset czterdzieści sześć tysięcy i trzysta trzydzieści trzy złote). Oznacza to, że wartość godziwa 1 (słownie: jednej) akcji VDSA wynosi 4,72 zł (słownie: cztery złote i siedemdziesiąt dwa grosze). Wartość godziwa Zakładu Ecoimpel została ustalona na kwotę 184.230.572 zł (słownie: sto osiemdziesiąt cztery miliony dwieście trzydzieści tysięcy pięćset siedemdziesiąt dwa złote). Obie wyceny zostały sporządzone na dzień 1 maja 2011 roku.
- 5.1.4 W zamian za majątek Zakładu Ecoimpel, VDSA wyda i wyemituje na rzecz akcjonariuszy ISA Akcje Podziałowe.

5.2 Określenie Stosunku Wymiany Akcji

- 5.2.1 Przy ustalaniu Stosunku Wymiany Akcji, Zarząd ISA polegał między innymi na wycenach przygotowanych przez UniCredit CAIB Poland S.A., na podstawie wycen nieruchomości przygotowanych przez Cushman&Wakefield oraz CB Richard Ellis przy wykorzystaniu Metody DCF.
- 5.2.2 W oparciu o przyjęte założenia i metody wyceny zastosowane w procesie ustalania wartości VDSA i Zakładu Ecoimpel, ustalono, iż Stosunek Wymiany Akcji będzie następujący:

liczba akcji ISA	liczba akcji VDSA
1	3,2109

- 5.2.3 Przyjęty Stosunek Wymiany Akcji oznacza, że:

- (a) w zamian za przenoszoną na VDSA część majątku ISA w postaci Zakładu Ecoimpel, akcjonariusze ISA obejmą w Dniu Referencyjnym Akcje Podziałowe, wyemitowane lub wydane w związku z Podziałem, przy zachowaniu stosunku wymiany 1:3,2109 (słownie: jeden do trzech i dwóch tysięcy stu dziewięciu dziesięciotysięcznych);
- (b) z tytułu posiadania każdej jednej akcji ISA, akcjonariusz ISA otrzyma 3,2109 (słownie: trzy i dwa tysiące sto dziewięć dziesięciotysięcznych) Akcji Podziałowych, zachowując dotychczas posiadane akcje ISA, oraz
- (c) łącznie za 12.151.462 (słownie: dwanaście milionów sto pięćdziesiąt jeden tysięcy czterysta sześćdziesiąt dwie) akcje ISA, akcjonariusze ISA otrzymają 39.017.129 (słownie: trzydzieści dziewięć milionów siedemnaście tysięcy sto dwadzieścia dziewięć) Akcji Podziałowych, tj.:
 - (i) 30.839.464 (słownie: trzydzieści milionów osiemset trzydzieści dziewięć tysięcy czterysta sześćdziesiąt cztery) akcje zwykłe na okaziciela VDSA serii E, o wartości nominalnej 0,62 zł (słownie: sześćdziesiąt dwa grosze) każda (Akcje Emisji Podziałowej);
 - (ii) 6.724.380 (słownie: sześć milionów siedemset dwadzieścia cztery tysiące trzysta osiemdziesiąt) akcji zwykłych na okaziciela VDSA serii D, o wartości nominalnej 0,62 zł (słownie: sześćdziesiąt dwa grosze) każda, których właścicielem jest ISA, a które wchodzi w skład Zakładu Ecoimpel (Istniejące Akcje Podziałowe), oraz
 - (iii) 1.453.285 (słownie: jeden milion czterysta pięćdziesiąt trzy tysiące dwieście osiemdziesiąt pięć) akcji zwykłych na okaziciela VDSA serii B o wartości nominalnej 0,62 zł (słownie: sześćdziesiąt dwa grosze) każda, których właścicielem jest VDSA (Akcje Własne);

5.2.4 W związku z niedopuszczalnością wydawania ułamkowych części akcji oraz zważywszy, że Stosunek Wymiany Akcji został wyrażony liczbą niecałkowitą, w Planie Podziału określone zostały zasady dopłat gotówkowych, o których mowa w Punkcie 5.3 poniżej.

5.3 Dopłaty

5.3.1 Akcjonariusze ISA otrzymają Dopłaty, w przypadku gdy iloczyn posiadanych przez nich akcji ISA na rachunku papierów wartościowych i Stosunku Wymiany Akcji w Dniu Referencyjnym nie będzie stanowił liczby całkowitej. W takim przypadku, liczba wydawanych akcjonariuszom ISA Akcji Podziałowych zostanie ustalona poprzez zaokrąglenie w dół, do najbliższej liczby całkowitej. W zamian za niewydaną ułamkową część Akcji Podziałowej, wypłacona zostanie Dopłata w wysokości odpowiadającej ułamkowi wartości jednej Akcji Podziałowej.

- (a) Wysokość Dopłat należnych poszczególnym akcjonariuszom ISA zostanie obliczona zgodnie z poniższym wzorem:

$$D = (A \times 3,2109 - B) \times C$$

gdzie:

„D” oznacza kwotę Dopłaty;

„A” oznacza liczbę akcji ISA posiadanych przez akcjonariusza ISA na danym rachunku papierów wartościowych w Dniu Referencyjnym;



„B” oznacza liczbę Akcji Podziałowych, które zostaną wydane danemu akcjonariuszowi ISA po zaokrągleniu wyniku mnożenia liczby posiadanych przez niego akcji ISA, na danym rachunku papierów wartościowych w Dniu Referencyjnym przez Stosunek Wymiany Akcji, w dół, do najbliższej liczby całkowitej, oraz

„C” wartość jednej Akcji Podziałowej równa wartości godziwej 1 (słownie: jednej) akcji VDSA ustalonej w wyniku wyceny wskazanej w Punkcie 5.1.3 na kwotę 4,72 zł (słownie: cztery złote i siedemdziesiąt dwa grosze).

- (b) W przypadku gdy łączna wartość Dopłat przypadających akcjonariuszom ISA, miałyby przekroczyć wartość 10% wartości bilansowej Akcji Emisji Podziałowej, o której mowa w art. 529 § 3 KSH, wartość Dopłat przypadających poszczególnym akcjonariuszom zostanie proporcjonalnie obniżona. Wysokość Dopłat należnych poszczególnym akcjonariuszom ISA zostanie wówczas obliczona zgodnie z poniższym wzorem:

$$D = (A \times 3,2109 - B) \times C \times E$$

gdzie:

„D”, „A”,

„B”, „C” jest definiowane zgodnie z opisem zamieszczonym w Punkcie 5.3.1.(a) powyżej;

„E” oznacza stosunek maksymalnej wartości Dopłat wyznaczonej zgodnie z art. 529 § 3 KSH dla danego akcjonariusza, do sumy Dopłat dla wszystkich akcjonariuszy ISA, wyznaczonej zgodnie ze wzorem z Punktu 5.3.1.(a).

- 5.3.2 Kwota Dopłaty zostanie zaokrąglona w dół do 1 grosza. Akcjonariusze ISA, którzy posiadają akcje ISA zapisane na więcej niż jednym rachunku papierów wartościowych powinni zwrócić uwagę, że zasady dotyczące przyznawania Akcji Podziałowych opisane powyżej zostaną zastosowane osobno w stosunku do akcji ISA zapisanych na każdym z ich rachunków.
- 5.3.3 Wypłata Dopłat nastąpi z kapitału zapasowego VDSA. Dopłaty gotówkowe obliczone według powyższych wzorów zostaną pomniejszone o kwotę zryczałtowanego podatku dochodowego w przypadku, gdy będzie należny od tych Dopłat zgodnie z właściwymi przepisami prawa podatkowego.
- 5.3.4 Zgodnie z art. 529 § 3 KSH, wysokość Dopłat dla wszystkich akcjonariuszy ISA nie może przekroczyć łącznie 10% wartości bilansowej Akcji Emisji Podziałowej, określonej na podstawie oświadczenia zawierającego informację o stanie księgowym VDSA, sporządzoną dla celów Podziału na określony dzień w miesiącu poprzedzającym złożenie wniosku o ogłoszenie Planu Podziału (art. 534 § 2 punkt 4 KSH).

6. ZASADY DOTYCZĄCE PRYZNANIA AKCJI PODZIAŁOWYCH

6.1 Zasady ogólne

- 6.1.1 Akcje Podziałowe zostaną przydzielone akcjonariuszom ISA za pośrednictwem KDPW, według stanu posiadania akcji ISA w Dniu Referencyjnym. Osobami uprawnionymi do Akcji Podziałowych będą osoby, na których rachunkach papierów

wartościowych w Dniu Referencyjnym są zapisane akcje ISA. Zarząd VDSA będzie upoważniony do wskazania KDPW Dnia Referencyjnego.

- 6.1.2 Jak zaznaczono w Punkcie 3 Sprawozdania Zarządu, w wyniku Podziału akcjonariusze ISA staną się właścicielami Akcji Podziałowych. W Dniu Wydzielenia akcjonariusze ISA ,uprawnieni w Dniu Referencyjnym, staną się akcjonariuszami VDSA z mocy prawa, bez konieczności zapisywania się oraz opłacania Akcji Podziałowych.
- 6.1.3 Dopłaty, wyliczone zgodnie z pkt. 5.3 powyżej, zostaną wypłacone akcjonariuszom ISA przelewem na posiadane przez nich rachunki pieniężne obsługujące rachunki papierów wartościowych, za pośrednictwem KDPW w sposób i terminach zgodnych z regulacjami KDPW.
- 6.1.4 Zarządy ISA i VDSA uzgodniły w Planie Podziału, iż Zarząd VDSA będzie upoważniony do zbycia Akcji Podziałowych, które nie przypadły akcjonariuszom ISA ze względu na zastosowanie wskazanych w Punkcie 5 zasad wymiany akcji, wybranym przez siebie podmiotom.

6.2 Wymiana/przydział Akcji Podziałowych

- 6.2.1 Akcje Podziałowe zostaną przyznane akcjonariuszom ISA zgodnie ze Stosunkiem Wymiany Akcji przedstawionym w Punkcie 5.2 powyżej.
- 6.2.2 Powyższe oznacza, że w zamian za 12.151.462 (słownie: dwanaście milionów sto pięćdziesiąt jeden tysięcy czterysta sześćdziesiąt dwie) akcje ISA, akcjonariusze ISA otrzymają łącznie 39.017.129 (słownie: trzydzieści dziewięć milionów siedemnaście tysięcy sto dwadzieścia dziewięć) Akcji Podziałowych.

7. SZCZEGÓLNE TRUDNOŚCI ZWIĄZANE W WYCENĄ AKCJI SPÓŁKI DZIELONEJ

Podczas wyceny wartości majątku Spółki Przejmującej i Spółki Dzielonej oraz wyceny akcji nie nastąpiły żadne szczególne trudności.

8. AKCJONARIAT ISA PO PODZIALE

- 8.1 Po dokonaniu Podziału struktura akcjonariatu ISA nie ulegnie zmianie i będzie przedstawiała się następująco:

Akcionariusz	Udział % w kapitale zakładowym	Udział % w ogólnej liczbie głosów
Grzegorz Dzik	41,46%	45,99%
Józef Biegaj	28,87%	32,99%
Pozostali akcjonariusze	29,67%	21,02%

- 8.2 Dane zamieszczone w powyższej tabeli, obrazujące udział procentowy w kapitale zakładowym ISA oparte są na informacjach przekazywanych przez akcjonariuszy zgodnie z przepisami Ustawy o ofercie publicznej.

9. PODSUMOWANIE I REKOMENDACJA

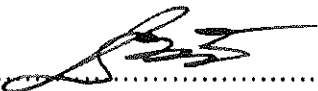
Przesłanki ekonomiczne i finansowe, zarówno dla Spółki Dzielonej, Spółki Przejmującej jak i ich akcjonariuszy wskazują na zasadność podziału ISA. Podział jest celowy zarówno w



kategoriach strategicznych, kapitałowych i operacyjnych jak również wynikających z doświadczeń i „know-how” ISA.

Mając na uwadze powyższe, Zarząd ISA rekomenduje niniejszym akcjonariuszom ISA przedstawioną koncepcję Podziału, jak również podjęcie uchwały w sprawie Podziału.

W imieniu Zarządu Impel S.A.:

Podpis:
Imię i nazwisko: Grzegorz Dzik
Funkcja: Prezes Zarządu

Podpis:
Imię i nazwisko: Danuta Czajka
Funkcja: Członek Zarządu