

# POLINVEST - AUDIT

biegli rewidenci, doradcy podatkowi

## **OPINIA NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA z badania poprawności i rzetelności planu połączenia**

w zakresie określonym w art. 503 kodeksu spółek handlowych

### **ZUE Spółka Akcyjna oraz PRK w Krakowie Spółka Akcyjna**

Dla

Sądu Rejonowego dla Krakowa – Śródmieścia w Krakowie XI Wydział  
Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego

oraz

Zarządów Spółek : ZUE Spółka Akcyjna z siedziba w Krakowie i  
Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna

Sygnatura akt : KRS XI NS Rej. KRS 23059/13/451

Sygnatura akt : KRS XI NS Rej. KRS 23059/13/451  
Numer KRS 135388

Kraków, 13 września 2013 roku

## OPINIA NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA

Z badania poprawności i rzetelności planu połączenia w zakresie określonym w art. 503 kodeksu spółek handlowych  
dla

**Sądu Rejonowego dla Krakowa – Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego**

oraz

Zarządów Spółek : ZUE Spółka Akcyjna z siedziba w Krakowie i Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna

Na podstawie postanowienia Sądu Rejonowego dla Krakowa – Śródmieścia w Krakowie, Wydział XI Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego z dnia 03 września 2013r., o wyznaczeniu biegłego w osobie Elżbiety Zajkowskiej – Żylskiej, wpisanej do rejestru prowadzonego przez Krajowa Izbę Biegłych Rewidentów pod numerem 10986, w związku z planowanym połączeniem ZUE Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie i Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna, przeprowadziłam badanie Planu Połączenia z dnia 14 sierpnia 2013 r. obejmującego:

1. Definicje użyte w Planie Połączenia,
2. Spółki biorące udział w łączeniu,
3. Sposób łączenia,
4. Stosunek wymiany akcji,
5. Zasady dotyczące przyznania akcji połączeniowych akcjonariuszom Spółki Przejmowanej
6. Dzień, od którego akcje połączeniowe uprawniają do udziału w zysku Spółki Przejmującej,
7. Prawa przyznane przez Spółkę Przejmującą akcjonariuszom Spółki Przejmowanej lub innym osobom szczególnie uprawnionym w Spółce Przejmowanej,
8. Szczególne korzyści dla członków organów łączących się Spółek a także innych osób uczestniczących w Połączeniu
9. Obligatoryjne Załączniki do Planu Połączenia ( art. 499 § 2 KSH ).

Za sporządzenie Planu Połączenia odpowiedzialne są Zarządy łączących się Spółek.

Moim zadaniem było zbadanie planu połączenia i wyrażenie opinii o jego prawidłowości i rzetelności stosownie do postanowień art. 503 KSH oraz 502 § 1.

Moja opinia została sporządzona wyłącznie do użytku Sądu Rejonowego dla Krakowa – Śródmieścia w Krakowie, XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego oraz akcjonariuszy Spółek biorących udział w połączeniu.

Przy sporządzeniu niniejszej opinii przyjąłm założenie, że wszelkie udostępnione biegłemu lub publicznie dostępne informacje finansowe i inne informacje są rzetelne i kompletne. Wskazuję, że nie ponoszę odpowiedzialności za ewentualnie inną niezależną weryfikację tych informacji, za prawidłowość wyceny aktywów i pasywów łączących się Spółek, jak również ewentualną szkodę powstałą w skutek ich nieprawidłowości lub niekompletności. Moja opinia nie zawiera ustosunkowania się do względnych korzyści połączenia i nie może być użyta w żadnym innym celu. Nie było też moim zadaniem rozpatrzenie zagadnień prawnych lub podatkowych w związku z połączeniem. Nie przyjmuję również odpowiedzialności wobec osób trzecich z tytułu treści niniejszej opinii.

Badanie to przeprowadziłam stosownie do :

- artykułów 502 i 503 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.) zwanego dalej KSH,
- krajowych standardów rewizji finansowej wydanych przez Krajową Radę Biegłych Rewidentów w Polsce,
- Międzynarodowych Standardów Usług atestacyjnych ( MSUA nr 3000).

Badanie to zaplanowałam i przeprowadziłam w taki sposób, aby uzyskać wystarczającą pewność, że Plan Połączenia nie zawiera istotnych zniekształceń i uzyskać dostateczną podstawę do wyrażenia miarodajnej opinii o tym planie.

W szczególności badanie polegało na następujących procedurach:

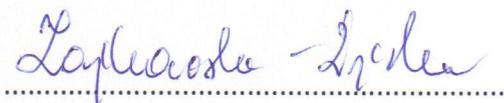
- sprawdzeniu, czy uzgodniony pomiędzy łączącymi się Spółkami Plan Połączenia został przygotowany zgodnie z art. 499 § 1 KSH oraz, czy zawiera wszystkie wymagane załączniki zgodnie z art. 499 § 2 KSH,
- ocenę, czy zastosowane przez Zarządy łączących się Spółek metody wyceny akcji w celu wyliczenia parytetu wymiany akcji są zasadne,
- sprawdzeniu, czy wycena akcji łączących się Spółek została poprawnie wyliczona, zgodnie z metodami użytymi przez Zarządy obu Spółek i czy parytet wymiany akcji został ustalony w oparciu o te wyliczenia.

Przeprowadzone badanie stanowi wystarczającą podstawę do wyrażenia niniejszej opinii.

**Na podstawie przeprowadzonego badania oświadczam , że załączony Plan Połączenia ZUE Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie i Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna zawiera wszystkie informacje określone w art. 499 § 1 i 2 KSH, a ponadto:**

- określa należycie stosunek wymiany akcji Spółki Przejmowanej na akcje Spółki Przejmującej,
- metoda użyta dla określenia proponowanego w Planie Połączenia stosunku wymiany akcji jest zasadna.
- wycena akcji łączących się Spółek zaprezentowana w Planie Połączenia nie przedstawiała trudności, a zastosowana metoda pozwoliła w wiarygodny sposób odzwierciedlić obecną wartość rynkową Spółek.

**Wobec powyższego stwierdzam, że Plan Połączenia ZUE Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie i Przedsiębiorstwo Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna został sporządzony prawidłowo i rzetelnie.**



Elżbieta Zajkowska – Żylska

Kluczowy Biegły Rewident 10986

## UZASADNIENIE DO OPINII

### Ustalenia wstępne

Postanowieniem z dnia 03 września 2013 r. sygnatura KR XI NS Rej. KRS 23059/13/451 Sąd Rejonowy dla Krakowa – Śródmieścia w Krakowie, Wydział XI Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego wyznaczył Elżbietę Zajkowską - Żylską w związku z planowanym połączeniem ZUE Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie i Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie do przeprowadzenia badania Planu Połączenia z dnia 14 sierpnia 2013 r. w zakresie jego poprawności i rzetelności.

### Ustalenia ogólne

#### Spółka Przejmująca:

ZUE Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie przy ul. Czaplińskiego 3, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Krakowa Śródmieścia, XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000135388.

#### Spółka Przejmowana:

Przedsiębiorstwo Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna z siedzibą w Krakowie, przy ul. Czaplińskiego 3, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Krakowa Śródmieścia, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000150723.

### Sposób połączenia

Połączenie nastąpi na podstawie art. 492 § 1 pkt 1 KSH, przez przeniesienie całego majątku Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna na Spółkę Przejmującą ZUE Spółka Akcyjna w zamian za jej akcje, które zostaną wydane akcjonariuszom Spółki Przejmowanej z uwzględnieniem przepisu art. 514 KSH, tj. z wyłączeniem Spółki Przejmującej jako akcjonariusza Spółki Przejmowanej, który nie będzie obejmował akcji własnych w zamian za akcje Spółki Przejmowanej.

W związku z Połączeniem, kapitał zakładowy Spółki Przejmującej zostanie podwyższony o kwotę nie wyższą niż 258 838,50 zł., co nastąpi w drodze emisji nie więcej niż 1.035.354 nowych akcji na okaziciela serii C o wartości nominalnej 0,25 zł, które zostaną przydzielone akcjonariuszom Spółki Przejmowanej.

Ustalenie ostatecznej kwoty o jaką zostanie podwyższony kapitał zakładowy Spółki Przejmującej jak również ustalenie ostatecznej liczby Akcji Połączeniowych, które zostaną wyemitowane w związku z tym podwyższeniem nastąpi w dniu podjęcia przez Walne Zgromadzenie Spółki Przejmującej uchwały w sprawie połączenia ze Spółką Przejmowaną, przy uwzględnieniu liczby akcji Spółki Przejmowanej posiadanych w tym dniu przez Spółkę Przejmującą oraz liczby akcji Spółki Przejmowanej posiadanych w tym dniu przez pozostałych akcjonariuszy Spółki Przejmowanej

Spółka Przejmująca podejmie działania w celu wprowadzenia Akcji Połączeniowych do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A, w szczególności złoży do Komisji Nadzoru Finansowego wnioski w trybie art. 38b ust.1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity Dz. U. z 2009 roku, Nr 185 poz. 1439 z późn. zm., „Ustawa o Ofercie”), a także złoży wniosek o zawarcie umowy w prawie rejestracji akcji nowej emisji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A oraz wnioski do Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A o wprowadzenie Akcji Połączeniowych do obrotu giełdowego.

### Metodologia i zasady ustalania stosunku wymiany akcji w Spółce Przejmowanej na akcje Spółki Przejmującej

Metody użyte przez Zarządy łączących się Spółek do wyceny akcji przy ustaleniu parytetu wymiany znajdują potwierdzenie w ogólnie stosowanych zasadach w praktyce jak również w literaturze przedmiotu.

Zarządy Spółki Przejmującej oraz Spółki Przejmowanej dla celów ustalenia wartości majątku, zgodnie z art. 499 § 2 pkt 3 KSH przyjęły wartości wynikające z odrębnych wycen sporządzonych przez BRE Corporate Finance S.A z dnia 12 sierpnia 2013 roku.

#### Metody ustalenia wartości Spółki Przejmującej

Na dzień 1 lipca 2013 roku, wartość majątku Spółki Przejmującej określona została na podstawie ww. wycen w kwocie 198.295.498,35 zł., zaś wartość majątku Spółki Przejmowanej wyceniona została w kwocie 81.728.193,87zł.

W odniesieniu do Spółki Przejmującej ZUE S.A, jako jednostki dominującej, wartość 100 % kapitałów, została oszacowana metodą sumy części składowych tj. jako iloczyn wyników wyceny poszczególnych Spółek Grupy ZUE oraz udziału jednostki dominującej w poszczególnych spółkach Grupy wg, stanu na dzień 1 lipca 2013 roku.

Wycena 100 % kapitałów własnych poszczególnych Spółek Grupy ZUE została przeprowadzona w oparciu o:

- metodę dochodową,
- metodę porównawczą,

oraz w oparciu o księgową wartość aktywów netto (NAV) spółek ZUE S.A oraz PRK S.A, na dzień 1 lipca 2013 roku oraz w oparciu o księgową wartość aktywów netto ( NAV) Spółek BIUP, PBK Poznań i BPK Gdańsk na dzień 30 czerwca 2013 roku. Dla poszczególnych metod wyceny oraz kalkulacji konsensusu przyjęto dla wycenianych Spółek stosowne wagi.

W metodzie dochodowej zastosowano metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych ( DCF) pozwalającą na określenie wartości aktywów oraz kapitałów właścicieli na podstawie prognozowanych wyników finansowych wycenianej spółki. Wycena aktywów metodą DCF nastąpiła poprzez zdyskontowanie tj. sprowadzenie do wartości bieżącej, generowanych przez te aktywa przyszłych przepływów pieniężnych, adekwatnym dla ich ryzyka kosztem kapitału, którym finansowane są te aktywa. Wycena została sporządzona przy użyciu podejścia APV ( Adjusted Present Value – Skorygowana Wartość Bieżąca). Podstawową jej charakterystyką jest sekwencyjność kalkulacji i rozróżnienie w wartości biznesu dwóch zasadniczych części:

- wartości wynikającej z działalności operacyjnej bez uwzględniania wpływu zadłużenia ( wartości biznesu bez dźwigni finansowej)
- wartości generowanej w związku z finansowaniem aktywów długiem ( w tym wartość tarczy podatkowej).

Wartość 100% kapitałów własnych Spółki, w zastosowaniu podejścia APV, została skalkulowana w dwóch etapach:

- kalkulacja wartości biznesu
- kalkulacja Wartości Biznesu netto po odjęciu rynkowej wartości długu netto.

Drugą zastosowaną metodą jest, wycena metodą porównawczą, polegającą na wyznaczeniu wartości wycenianej spółki poprzez określenie relacji pomiędzy wycenami rynkowymi (notowania giełdowe) spółek porównywalnych a ich parametrami finansowymi i następnie użycie tych relacji ( mnożników) w stosunku do parametrów finansowych spółki wycenianej.

W wycenie porównawczej wykorzystano typowy mnożnik rynkowy P/E, który został skalkulowany w oparciu o prognozowane dane finansowe dla lat 2013 – 2014.

#### Metody Ustalenia Wartości Spółki Przejmowanej

Wycena 100 % kapitałów własnych Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie Spółka Akcyjna, została przeprowadzona w oparciu o:

- metodę dochodową, oraz
- księgową aktywów netto ( NAV) na dzień 1 lipca 2013 roku.

Dla obu metod przyjęto po 50 % wagi.

Zastosowana Metoda dochodowa polega na zastosowaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) pozwalającej na określenie wartości aktywów oraz kapitałów właścicieli na podstawie prognozowanych wyników finansowych wycenianej spółki. Wycena aktywów metodą DCF nastąpiła poprzez zdyskontowanie tj. sprowadzenie do wartości bieżącej, generowanych przez te aktywa przyszłych przepływów pieniężnych, adekwatnym dla ich ryzyka kosztem kapitału, którym finansowane są te aktywa. Druga zastosowana metoda – księgowej wartości aktywów netto (NAV) pozwoliła na ustalenie wartości Spółki na bazie danych z jej bilansu. Równa jest różnicy pomiędzy wartością aktywów ( trwałych i obrotowych) a bieżącymi i długookresowymi zobowiązaniami przedsiębiorstwa czyli kapitałowi własnemu Spółki.

#### **Stosunek wymiany Akcji (Parytet wymiany).**

Na podstawie założeń i metod wyceny zastosowanych w procesie wyceny majątku ZUE S.A i Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie S.A, ustalono, że wartość majątku Spółki ZUE S.A wynosi 198.295.498,35 zł, z kolei wartość majątku Spółki Przedsiębiorstwo Robót Komunikacyjnych w Krakowie S.A wynosi 81.728.193,87 zł.. Za 950 000 /dziewięćset pięćdziesiąt tysięcy/ akcji, akcjonariusze PRK w Krakowie S.A otrzymają nie więcej niż 1.035.354 / jeden milion trzydzieści pięć tysięcy trzysta pięćdziesiąt cztery /nowych Akcji serii C Spółki ZUE S.A., co oznacza, że parytet wymiany Akcji odpowiadać będzie stosunkowi: 9,55 akcji ZUE S.A za jedną akcją PRK w Krakowie S.A. (słownie: jeden do dziewięć i pięćdziesiąt pięć setnych).

Stosunek Wymiany Akcji został przyjęty przez Zarządy obu Spółek.

Liczba Akcji Emisji Połączeniowej jaka zostanie przyznana uprawnionym akcjonariuszom PRK w Krakowie S.A zostanie obliczona jako iloczyn liczby akcji posiadanych przez danego akcjonariusza w Dniu Połączenia oraz Stosunku Wymiany Akcji.

Jeżeli będzie to wymagane, iloczyn taki zostanie zaokrąglony w dół do najbliższej liczby całkowitej, a za ułamkową niewydajną część akcji akcjonariusze PRK będą uprawnieni do otrzymania od ZUE S.A dopłaty gotówkowej.

Niniejsza opinia wraz z uzasadnieniem zawiera 5 stron kolejno numerowanych i zaparafowanych przez Biegłego i została sporządzona w 4 egzemplarzach:

1 egzemplarz dla Sądu

2 egzemplarze dla Zarządów łączących się Spółek

1 egzemplarz a/a.



**Elżbieta Zajkowska – Żylska**  
**Kluczowy Biegły Rewident 10986**