

Warszawa, dnia 8 września 2009 r.

**ZARZĄDY**  
**Narodowego Funduszu Inwestycyjnego**  
**Progress S.A.**  
**oraz**  
**Zachodniego Funduszu Inwestycyjnego**  
**NFI S.A.**  
ul. Mińska 25  
03-808 Warszawa

Szanowni Państwo,

Chcielibyśmy poinformować Państwa o wstępnych wynikach naszych prac związanych z badaniem Planu Połączenia Spółek Narodowy Fundusz Inwestycyjny S.A. z siedzibą w Warszawie (Spółka Przejmująca) oraz Zachodni Fundusz Inwestycyjny NFI S.A. z siedzibą w Warszawie (Spółka Przejmowana).

Zgodnie z postanowieniem Sądu Rejonowego dla m.st. Warszawy z dnia 18 sierpnia 2009 r. na podstawie art. 502 par. 2 k. s. h. Pan Mariusz Kuciński reprezentujący firmę PKF Audyt Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie został zobowiązany do sporządzenia opinii z badania Planu Połączenia Funduszy, w tym do zweryfikowania poprawności ustalenia stosunku wymiany akcji Spółki Przejmowanej na akcję Spółki Przejmującej nowej emisji (parytet wymiany akcji), która zostanie skierowana do dotychczasowych akcjonariuszy Zachodniego NFI S.A.

W ramach prac związanych ze sporządzeniem przedmiotowej opinii przeprowadziliśmy w szczególności następujące prace związane z weryfikacją poprawności ustalenia parytetu wymiany akcji:

1. Weryfikację poprawności ustalenia stosunku wymiany akcji łączących się spółek wyznaczonego zgodnie z zasadami określonymi w punkcie 3.2. Planu Połączenia,
2. Dodatkowe procedury weryfikacyjne polegające na ustaleniu stosunku wymiany łączących się spółek w oparciu o wycenę wartości obu Funduszy sporządzoną metodą Skorygowanych Aktywów Netto (SAN).

W wyniku zastosowanych procedur weryfikacyjnych stwierdzono:

1. Zasadność uwzględnienia w procedurze ustalenia parytetu wymiany wyceny wartości rynkowej 1 akcji obu Funduszy oszacowanej metodą Skorygowanych Aktywów Netto, która zdaniem biegłego pełniej odzwierciedla wartość rynkową istotnych aktywów poszczególnych Funduszy. W wyniku wyceny skorygowanych aktywów netto poszczególnych Funduszy na 01.07.2009 r. wartość 1 akcji została określona na poziomie 5,11 PLN w przypadku NFI Progress S.A. oraz 2,28 PLN w przypadku Zachodniego NFI, co wynikowo kształtuje parytet wymiany akcji na poziomie 0,4462. W ramach szczegółowych procedur związanych z wyceną skorygowanych aktywów netto poszczególnych Funduszy dokonano oszacowania wartości rynkowej istotnych aktywów wchodzących w skład łączących się podmiotów.
2. Zasadność skorygowania metodyki ustalenia stosunku wymiany akcji łączących się spółek wyznaczonego zgodnie z zasadami określonymi w punkcie 3.2. Planu Połączenia. Naszym zdaniem kalkulację stosunku wymiany akcji należy oprzeć o średnią ważoną cenę 1 akcji

tel. (+48 22) 560 76 50 | fax (+48 22) 560 76 63 | [www.pkfaudyt.pl](http://www.pkfaudyt.pl)

PKF Audyt Sp. z o.o. | 01-747 Warszawa | ul. Elbląska 15/17

każdego z Funduszy wyznaczoną na podstawie średnich dziennych kursów (jako średnia arytmetyczna z ceny minimalnej i maksymalnej) i wolumenu obrotu za okres od 1 sierpnia 2008 r. do 31 lipca 2009 r. Przy tak zmodyfikowanej metodyce ustalenia parytetu wymiany akcji jego wartość powinna zostać ustalona na poziomie 0,4484.

Zważywszy na fakt, że obie zastosowane metody ustalenia parytetu wymianu akcji dały bardzo zbliżony wynik, wnioskujemy do Zarządów łączących się Funduszy o rozważenie dokonania zmiany zapisów Planu Połączenia dotyczących stosunku wymiany akcji i przyjęcia go na poziomie 0,45, bądź przedstawienie dodatkowych wyjaśnień lub uzasadnień co do wcześniej przyjętej metodologii ustalania stosunku wymiany. Według danych analiz dokonanych przez naszą firmę parytet 0,45 jest bardziej adekwatny do wartości obu spółek i bardziej odzwierciedla interes akcjonariuszy obu funduszy.

W załączeniu przesyłamy szczegółowy raport zawierający wstępne ustalenia biegłego w zakresie poprawności ustalenia parytetu wymiany akcji.

Dokument niniejszy nie stanowi opinii biegłego w rozumieniu 503 § 1 kodeksu spółek handlowych. Opinia biegłego może zawierać odmienne wnioski niż zaprezentowane w niniejszym dokumencie w szczególności w przypadku pojawienia się nowych okoliczności.

*Z wyrazami szacunku,*



*Mariusz Kuciński*  
Biegły rewident nr 9802