



**Έκθεση Αποτίμησης και Γνωμοδότηση
επί του Εύλογου και Λογικού των Προτεινόμενων Σχέσεων Ανταλλαγής
των Μετοχών των Συγχωνευόμενων εταιριών**

**ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε – ΚΕΓΟ Κτηνοπτηνοτροφικά Είδη & Υπηρεσίες
Α.Ε**

**σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου
Αθηνών**

15 Ιουλίου 2008

Προς

Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας

ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΜΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ

1ο χλμ Λεωφόρου Κορωπίου – Βάρης

Αθήνα, 15 Ιουλίου 2008

Αξιότιμοι Κύριοι,

Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΜΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. (εφεξής «Νηρέας») και ΚΕΓΟ- Κτηνοπτηνοτροφικά Είδη & Υπηρεσίες Α.Ε (εφεξής «ΚΕΓΟ»), (από κοινού καλούμενες «Εταιρίες»), σύμφωνα με τις αποφάσεις που έλαβαν αμφότερα κατά τις συνεδριάσεις τους της 19^{ης} Δεκεμβρίου 2007, προτίθενται να προχωρήσουν στη διαδικασία συγχώνευσης με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη (εφεξής η «Συναλλαγή») και ταυτόχρονη απόσχιση από την ΚΕΓΟ, εισφορά προς, και αναδοχή από, την 100% θυγατρική της εταιρεία «ΚΕΓΟ ΑGR Ι Α.Ε.» του κλάδου αγροκτηνοπτηνοτροφικών προϊόντων της ΚΕΓΟ. Η συγχώνευση θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2 και 69-77(α) του Κ.Ν. 2190/1920 σε συνδυασμό με τα άρθρα 1-5 του Ν.2166/93. Ως ημερομηνία ισολογισμού μετασηματισμού καθορίσθηκε η 31.12.2007.

Η υλοποίηση της συγχώνευσης τελεί υπό την αίρεση των κατά το Νόμο οριζόμενων αδειών και εγκρίσεων των Γενικών Συνελεύσεων των Εταιριών και των αρμοδίων αρχών.

Στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας, το Διοικητικό Συμβούλιο της Νηρέας, σε συνέχεια της από 19^{ης} Δεκεμβρίου 2007 απόφασής του, ανέθεσε στην Εμπορική Τράπεζα - Διεύθυνση Επενδυτικών Υπηρεσιών, (εφεξής ο «Σύμβουλος») δυνάμει της από 1^{ης} Φεβρουαρίου 2008 σχετικής απόφασής του, τη σύνταξη Έκθεσης για την αποτίμηση της Νηρέας ως απορροφώσας και της ΚΕΓΟ ως απορροφώμενης και την γνωμοδότηση επί της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών (εφεξής «Σχέση Ανταλλαγής») όπως προβλέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Σε εκτέλεση των ανωτέρω και σύμφωνα με το άρθρο 289 του ισχύοντος Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών (εφεξής «Χ.Α.») προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

Α) Έλεγχο του από 27 Ιουνίου 2008 υπογραφέντος Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης.

Β) Διατύπωση αιτιολογημένης γνώμης («fairness opinion») ως προς το εύλογο και λογικό της προτεινόμενης, από τα Διοικητικά Συμβούλια των προς συγχώνευση Εταιριών, σχέσης ανταλλαγής μετοχών.

Σχετικά με την εκπόνηση της Έκθεσης, ο Σύμβουλος επισημαίνει τα ακόλουθα:

1. Για τον προσδιορισμό ενός εύρους Σχέσεων Ανταλλαγής διενεργήσαμε αποτίμηση των δύο Εταιριών, υποθέτοντας, για τους σκοπούς της εργασίας μας, ότι θα διατηρούσαν μελλοντικά το υφιστάμενο αντικείμενο δραστηριότητάς τους, σε αυτόνομη βάση, ως διακριτά νομικά πρόσωπα.

2. Προκειμένου να καταλήξουμε στις απόψεις μας, που περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση, μελετήσαμε δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με τις Εταιρίες. Μελετήσαμε πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τα επενδυτικά σχέδια των Εταιριών και τα εκτιμώμενα μελλοντικά οικονομικά μεγέθη τους, τα οποία μας παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις τους και πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη τους για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές των εργασιών τους.
3. Συγκρίναμε τις Εταιρίες με εισηγμένες εταιρίες Διεθνών Χρηματιστηρίων, με παρόμοιες δραστηριότητες και λάβαμε επίσης υπόψη μας χρηματοοικονομικές μελέτες, οικονομικά κριτήρια και κριτήρια αγοράς καθώς και άλλες πληροφορίες, που κρίναμε σχετικές.
4. Υποθέσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσής μας, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές, πληροφορίες, υποθέσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση των Εταιριών κατά την ημερομηνία στις οποίες αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων των υφιστάμενων Διοικήσεων των Εταιριών κατά την σημερινή ημερομηνία.
5. Δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιαδήποτε απαίτηση κατά των περιουσιακών στοιχείων των Εταιριών. Αν και έχουμε κατά περίπτωση χρησιμοποιήσει διάφορες υποθέσεις, κρίσεις και εκτιμήσεις προκειμένου να εκφράσουμε την γνώμη μας αναφορικά με τη Σχέση Ανταλλαγής στο πλαίσιο της Συναλλαγής, τις οποίες θεωρούμε εύλογες, δεν είναι δυνατό να βεβαιωθεί η ακρίβεια ή η δυνατότητα επίτευξης των υποθέσεων, κρίσεων και εκτιμήσεων αυτών. Οι υποθέσεις, εκτιμήσεις και κρίσεις αυτές έχουν συζητηθεί με τις Διοικήσεις των Εταιριών πριν την σύνταξη της παρούσας Έκθεσης.
6. Η Έκθεση μας βασίζεται, εξ ανάγκης, στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και δεν εκφράζουμε γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε κάποια αλλαγή στις συνθήκες αυτές επί των απόψεων που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα τελούν επίσης υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο και την ένταση του ανταγωνισμού στους κλάδους που δραστηριοποιούνται οι Εταιρίες.

Μέθοδοι Αποτίμησης

Η παρούσα Έκθεση κάνει χρήση τεσσάρων διαφορετικών μεθόδων αποτίμησης για κάθε Εταιρία, οι οποίες καταλήγουν σε ένα εύρος σχέσεων αξιών των αποτιμώμενων Εταιριών. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι εξής:

1. Προεξόφληση Ελεύθερων Μελλοντικών Ταμιακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method)
2. Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Εισηγμένων Εταιριών (Comparable Trading Multiples)
3. Ανάλυση Δεικτών Συναλλαγής (Comparable Transaction Multiples)
4. Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)

Κρίνουμε ότι οι ανωτέρω μεθοδολογίες είναι κατάλληλες για την εν λόγω Συναλλαγή, δεδομένου ότι είναι διεθνώς αποδεκτές για τέτοιες περιπτώσεις.

Τα αποτελέσματα της εφαρμογής των μεθόδων, ο τρόπος εφαρμογής τους και οι χρησιμοποιηθείσες υποθέσεις εργασίας, παρατίθενται στη συνέχεια.

Παρουσίαση Μεθόδων Αποτίμησης

Οι μέθοδοι που εξετάστηκαν για την εκτίμηση της αξίας των δύο Εταιριών περιγράφονται συνοπτικά πιο κάτω:

Προεξόφληση Ελεύθερων Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Με τη μέθοδο της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows) εκτιμάται η αξία της κάθε εταιρίας θεωρούμενη ως δυναμική λειτουργική οντότητα. Στο βαθμό που η αποτίμηση στηρίζεται σε λογικές παραδοχές παρέχει αξιόπιστα αποτελέσματα, προσεγγίζοντας την αξία της εταιρίας. Με τη μέθοδο αυτή υπολογίζεται η τρέχουσα αξία του μέρους εκείνου των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών της Εταιρίας, που θα είναι διαθέσιμο στην εταιρία.

Ως Παρούσα Αξία των Ταμειακών Ροών λαμβάνεται το άθροισμα:

1. Της Παρούσας Αξίας των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών για μία ορισμένη χρονική περίοδο και
2. Της Υπολειμματικής Αξίας της κάθε εταιρίας (Residual Value) που αντιπροσωπεύει την Παρούσα Αξία των μετά την περίοδο προβλέψεων Ταμειακών Ροών της Εταιρίας.

Οι Ταμειακές Ροές που προέρχονται από την λειτουργία της εταιρίας (Free Cash Flow to Firm) υπολογίζονται ως η διαφορά των ταμειακών εισροών μείον τις ταμειακές εκροές, έχοντας λάβει υπόψη τις ανάγκες και για τη λειτουργία και την ανάπτυξη της εταιρίας.

Για τον υπολογισμό της Υπολειμματικής Αξίας, στην παρούσα Έκθεση, χρησιμοποιείται η Ταμειακή Ροή από την τελευταία χρήση της εξεταζόμενης περιόδου, προσαυξημένη με εκτιμώμενο ρυθμό ανάπτυξης και προεξοφλημένη βάσει χρηματοοικονομικής ράντας.

Οι Ταμειακές Ροές, τόσο της περιόδου των προβλέψεων, όσο και μετά από αυτήν (Υπολειμματική Αξία) προεξοφλούνται με ένα συντελεστή (Discount Rate) που προσδιορίζεται ως το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης των Κεφαλαίων της εταιρίας, που αναμένεται από τους μετόχους και τους δανειστές της και αποτελεί το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου της εταιρίας (WACC). Το ποσοστό αυτό θα τους αποζημιώνει για το βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου ενεχόμενου στη δραστηριότητα της εταιρίας και του κινδύνου της αγοράς και της οικονομίας.

Στη συνέχεια, αθροίζονται η Παρούσα Αξία των Ελεύθερων Μελλοντικών Ταμειακών Ροών και η Παρούσα Αξία της Υπολειμματικής Αξίας, και κατόπιν αφαιρείται ο Καθαρός Δανεισμός της εταιρίας (Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων-Ταμείο και Ταμειακά Ισοδύναμα), για να καταλήξουμε στην πραγματική αξία των μετόχων.

Υπολογισμός του Συντελεστή Προεξόφλησης

- a. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Η εκτίμηση του κόστους Ιδίων Κεφαλαίων διενεργείται σύμφωνα με το Πρότυπο Αποτίμησης Αξιογράφων (Capital Asset Pricing Model - C.A.P.M.) το οποίο στηρίζεται στη βασική αρχή της συσχέτισης Κινδύνου και Απόδοσης (Risk and Return Trade-off).

Όλα τα περιουσιακά στοιχεία, μεταξύ των οποίων και οι μετοχές, ενσωματώνουν κινδύνους συνδεδεμένους με τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας και της αγοράς σαν σύνολο, αλλά και με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου.

Σύμφωνα με το μοντέλο C.A.P.M., ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων είναι συνάρτηση της απόδοσης στοιχείων μηδενικής επικινδυνότητας (Risk-Free Assets), που συνήθως είναι κρατικοί τίτλοι και ενός επιπλέον ποσοστού (Risk Premium) προσαρμοσμένου κατάλληλα για τον αναλαμβανόμενο επιχειρηματικό και συστηματικό κίνδυνο.

$$K_e = R_f + b[E(R_m) - R_f]$$

όπου:

K_e	Ο αναμενόμενος συντελεστής απόδοσης ιδίων κεφαλαίων από τους μετόχους.
R_f	Η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου (συνήθως υπολογίζεται ως η απόδοση των Μακροπρόθεσμων Κρατικών Τίτλων). Για το σκοπό αυτής της εργασίας λάβαμε υπόψη την αποφορολογημένη απόδοση των Ελληνικών Κρατικών Ομολόγων δεκαετούς διάρκειας.
$E(R_m)$	Η αναμενόμενη απόδοση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς ως σύνολο (Market Portfolio Return).
$E(R_m) - R_f$	Η επιπλέον επιθυμητή απόδοση (Risk Premium) του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς ως σύνολο (Market Portfolio) σε σχέση με την απόδοση των Κρατικών Τίτλων.
b	Ο συντελεστής Beta (B) μετρά το βαθμό του "σχετικού" κινδύνου της εταιρείας ή του κλάδου στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται σε σχέση με το βαθμό επικινδυνότητας του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Τεχνικά αντιπροσωπεύει τη διακύμανση της απόδοσης της συγκεκριμένης μετοχής (ή του κλάδου) σε σχέση με την απόδοση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της Αγοράς έχει εξ' ορισμού για συντελεστή B τη μονάδα (1).

b. Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων

Για το κόστος των δανειακών κεφαλαίων (k_d) χρησιμοποιήσαμε το αναγόμενο επιτόκιο δανεισμού.

Το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου προκύπτει από την παρακάτω σχέση:

$$WACC = k_e (E/E+D) + k_d (D/E+D)(1-t) \text{ όπου:}$$

k_e = κόστος ιδίων κεφαλαίων

k_d = κόστος δανειακών κεφαλαίων

E = Σύνολο ιδίων κεφαλαίων

D = Σύνολο δανειακών κεφαλαίων

t = φορολογικός συντελεστής

Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Εισηγμένων Εταιριών (Trading Multiples Comparison)

Η Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Εισηγμένων εταιριών αποτελεί μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η αξία μίας εταιρίας μπορεί να εκτιμηθεί βάσει δεικτών που προκύπτουν από το συνδυασμό – υπολογισμό χρηματιστηριακής αξίας και οικονομικών μεγεθών αντίστοιχων, συγκρίσιμων εισηγμένων εταιριών.

Για τη συγκριτική αυτή αποτίμηση, επιλέγονται οι πλέον αντιπροσωπευτικοί δείκτες κεφαλαιαγοράς και στη συνέχεια, εφαρμόζονται, μετά από κατάλληλες προσαρμογές, στα μεγέθη της εταιρίας ώστε να προκύψει το εύλογο εύρος αξιών σε κάθε περίπτωση.

Η εφαρμογή πολλαπλάσιων χρηματοοικονομικών δεικτών που προκύπτουν από την αγορά πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή για τους ακόλουθους λόγους:

Υπάρχουν προβλήματα με τη σύγκριση των κερδών λόγω εφαρμογής διαφορετικών λογιστικών αρχών από διάφορες εταιρίες καθώς επίσης και διαφορών στα νομοθετικά πλαίσια των διαφόρων χωρών.

Οι διαφορετικοί ρυθμοί ανάπτυξης των εταιριών, των οικονομικών και επιχειρηματικών κινδύνων καθιστούν την εξεύρεση ενός κατάλληλου πολλαπλασιαστή δύσκολη.

Η διαμόρφωση του συγκριτικού δείγματος εταιριών ενέχει δυσκολίες καθώς οι δραστηριότητές τους ενδέχεται να μην είναι απόλυτα ομοειδής ενώ ενδέχεται να υπάρχουν διαφοροποιήσεις τόσο ως προς το οικονομικό μέγεθος τους όσο και ως προς τις αναπτυξιακές τους δυνατότητες.

Ανάλυση Δεικτών Συναλλαγής (Transaction Multiples Comparison)

Η μέθοδος αυτή είναι παρόμοια ως προς τον τρόπο εφαρμογής της με αυτή της Συγκριτικής Ανάλυσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Εισηγμένων Εταιριών, με τη διαφορά ότι οι χρησιμοποιούμενοι δείκτες προκύπτουν από συναλλαγές (π.χ. εξαγορές και συγχωνεύσεις) εταιριών σε ομοειδείς – με την αποτιμώμενη εταιρία – κλάδους.

Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής εξετάζονται στοιχεία για τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση της υπό εξέταση εταιρίας για μία εύλογη χρονική περίοδο.

Οι κυριότερες παραδοχές που υιοθετήθηκαν για τη χρήση της μεθόδου αυτής είναι οι εξής:

- υπάρχει επαρκής διασπορά των μετοχών της εταιρίας (free float),
- οι μετοχές της εταιρίας διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο για μεγάλο χρονικό διάστημα,
- την υπό εξέταση περίοδο πραγματοποιήθηκε επαρκής όγκος συναλλαγών των μετοχών της εταιρίας στο χρηματιστήριο (marketability - liquidity),
- οι επενδυτές έχουν ίση και ικανοποιητική πληροφόρηση για την εταιρία,
- δεν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης της τιμής της μετοχής της.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, μπορούμε να εξάγουμε ικανοποιητικά και αξιόπιστα συμπεράσματα από την εφαρμογή της μεθόδου αυτής.

1. Εφαρμογή Μεθόδων Αποτίμησης

Γενικές Παρατηρήσεις επί των Μεθόδων Αποτίμησης

Δεδομένου ότι η υπό εξέταση συγχώνευση με απορρόφηση θα γίνει μέσω ανταλλαγής μετοχών, βασική συνιστώσα της παρούσας Έκθεσης είναι η αποτύπωση της αξίας των δύο Εταιριών. Η αξία αυτή κατά την γνώμη μας πρέπει να αντανakλά και την αξία των περιουσιακών στοιχείων κυριότητας των δύο Εταιριών τα οποία δεν απεικονίζονται (ή δεν απεικονίζονται πλήρως) σε εταιρικό επίπεδο για τους σκοπούς της αποτίμησης .

Για τον λόγο αυτό, για τους σκοπούς της παρούσης Έκθεσης και κατά την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης, επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των δύο Εταιριών –σημειώνεται ότι η ΚΕΓΟ δεν παρουσιάζει ουσιαστικές διαφοροποιήσεις σε εταιρικό και ενοποιημένο επίπεδο- με συγκεκριμένες ανα μέθοδο αποτίμησης προσαρμογές ώστε να αποτυπώνεται αξιόπιστα η πραγματική αξία των δύο Εταιριών. Κατά συνέπεια, εφεξής όταν γίνεται αναφορά σε εταιρικό επίπεδο στα πλαίσια της αποτίμησης, υπονοείται η χρησιμοποίηση ενοποιημένων οικονομικών μεγεθών.

Προεξόφληση Ελεύθερων Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Βασικές Παραδοχές Αποτίμησης

Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας προεξόφλησης ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών λάβαμε υπόψη τα επιχειρησιακά σχέδια (business plans) που κατάρτισαν οι Διοικήσεις των υπό συγχώνευση Εταιριών.

Με την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου για τις δύο Εταιρίες, προκύπτουν οι παρακάτω αξίες:

Για την ΚΕΓΟ

(ποσά σε εκ. ευρώ)	Προκύπτουσα Αξία
ΚΕΓΟ	67,6

Για την Νηρέας

(ποσά σε εκ. ευρώ)	Προκύπτουσα Αξία
Νηρέας	206,7

Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Εισηγμένων Εταιριών

Για την εφαρμογή της μεθόδου της Συγκριτικής Ανάλυσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Εισηγμένων Εταιριών, εξετάσαμε και εφαρμόσαμε στα μεγέθη των αποτιμώμενων εταιριών σειρά χρηματοοικονομικών δεικτών (ενδεικτικά «Κεφαλαιοποίηση/Πωλήσεις» (Mkt.Cap/Sales), «Κεφαλαιοποίηση /Κέρδη πριν από Αποσβέσεις, Τόκους και Φόρους» (Mkt.Cap/EBITDA) και «Κεφαλαιοποίηση /Λογιστική Αξία» (Mkt.Cap/Book Value). Δεδομένων των υφιστάμενων χρηματιστηριακών συνθηκών αλλά και την ύπαρξη σημαντικών αποκλίσεων (εμφάνιση "outliers") μεταξύ των εξαγόμενων συμπερασμάτων, θεωρήσαμε ως πλέον κατάλληλο και αξιόπιστο για τον υπολογισμό της εκτιμώμενης αξίας τον δείκτη «Κεφαλαιοποίηση/Πωλήσεις» (Mkt.Cap/Sales) .

Ως συγκριτικό δείγμα υπολογισμού των παραπάνω αριθμοδεικτών επιλέχθηκαν εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια εταιρίες με παρεμφερές αντικείμενο με αυτό των αποτιμώμενων Εταιριών (Peer Group, Πηγή: Bloomberg).

Με την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου, προκύπτουν οι ακόλουθες αξίες για τις δύο Εταιρίες:

Σχετικά Οικονομικά μεγέθη των δύο Εταιριών (ποσά σε εκ. ευρώ)	
	Πωλήσεις
Νηρέας	171,06
KEGO	60,03

(ποσά σε εκ. ευρώ)	Πολ.Δείγματος	Προκύπτουσα Αξία
Νηρέας	1,2	205,3
KEGO	1,2	72,0

Ανάλυση Δεικτών Συναλλαγής (Transaction Multiples Comparison)

Για την εφαρμογή της μεθόδου της Ανάλυσης Δεικτών Συναλλαγής, εξετάσαμε και εφαρμόσαμε στα μεγέθη των αποτιμώμενων εταιριών σειρά χρηματοοικονομικών δεικτών (ενδεικτικά «Κεφαλαιοποίηση/Πωλήσεις» (Mkt.Cap/Sales), «Κεφαλαιοποίηση /Κέρδη πριν από Αποσβέσεις, Τόκους και Φόρους» (Mkt.Cap /EBITDA) και «Κεφαλαιοποίηση /Λογιστική Αξία» (Mkt.Cap /Book Value). Δεδομένων των υφιστάμενων χρηματιστηριακών συνθηκών αλλά και την ύπαρξη σημαντικών αποκλίσεων (εμφάνιση "outliers") μεταξύ των εξαγόμενων συμπερασμάτων, θεωρήσαμε ως πλέον κατάλληλο και αξιόπιστο για τον υπολογισμό της εκτιμώμενης αξίας τον δείκτη «Κεφαλαιοποίηση/Πωλήσεις» (Mkt.Cap/Sales)

Για τη δημιουργία συγκριτικού δείγματος υπολογισμού των παραπάνω αριθμοδεικτών επιλέχθηκαν συναλλαγές (συγχωνεύσεις & εξαγορές) διεθνών εταιριών με παρεμφερές αντικείμενο με αυτό της κάθε αποτιμώμενης Εταιρίας που πραγματοποιήθηκαν μετά το 2003 (Πηγή: Thomson One).

Η εφαρμογή της παραπάνω μεθόδου οδηγεί στην διαμόρφωση των παρακάτω αξιών.

Σχετικά Οικονομικά μεγέθη των δύο εταιριών (ποσά σε εκ. ευρώ)	
	Πωλήσεις
Νηρέας	171,06
KEGO	60,03

(ποσά σε εκ. ευρώ)	Πολ.Δείγματος	Προκύπτουσα Αξία
Νηρέας	1,07	183,3
KEGO	0,85	50,4

Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)

Για την εφαρμογή της μεθόδου Χρηματιστηριακής αξίας χρησιμοποιήσαμε ιστορικά στοιχεία κεφαλαιοποίησης των Εταιριών κατά το προηγούμενο εξάμηνο και στην συνέχεια υπολογίσαμε το μέσο όρο κεφαλαιοποίησης της κάθε Εταιρίας κατά το εξεταζόμενο διάστημα.

Η εφαρμογή της παραπάνω μεθόδου οδηγεί στην διαμόρφωση των παρακάτω αξιών

(ποσά σε εκ. ευρώ)	Προκύπτουσα Αξία
Νηρέας	117,6
KEGO	35,6

Τελικός Προσδιορισμός Εύλογης Αξίας των ΚΕΓΟ και Νηρέας

Για να καταλήξουμε στην δίκαια αποτίμηση των δύο Εταιριών, με βάση τις αξίες που προέκυψαν από τις τέσσερις διαφορετικές μεθόδους που χρησιμοποιήσαμε, σταθμίσαμε τις μεθόδους αυτές με τους παρακάτω συντελεστές:

	Συντελεστής Στάθμισης
Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	25%
Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	25%
Ανάλυση Δεικτών Συναλλαγής	25%
Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης	25%

Για τη ΚΕΓΟ, η αξία που προκύπτει από την στάθμιση των τεσσάρων μεθόδων παρατίθεται παρακάτω

Μέθοδος(ποσά σε εκ. ευρώ)	Συντελεστής Στάθμισης Μεθόδου	Αξία Μεθόδο υ	Σταθμισμέν η Αξία
Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	25%	72,0	18,0
Ανάλυση Δεικτών Συναλλαγής	25%	50,5	12,6
Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	25%	67,6	16,9
Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης	25%	35,5	8,89
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΚΕΓΟ			56,4

ενώ αντίστοιχα για την Νηρέας, η διαμορφούμενη αξία είναι η εξής

Μέθοδος(ποσά σε εκ. ευρώ)	Συντελεστής Στάθμισης Μεθόδου	Αξία Μεθόδου	Σταθμισμένη Αξία
Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	25%	205,2	51,3
Ανάλυση Δεικτών Συναλλαγής	25%	183,3	45,8
Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	25%	206,7	51,6
Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης	25%	117,6	29,4
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΝΗΡΕΑΣ			178,3

Επιπρόσθετα, για να προσδιορίσουμε ένα εύρος αξιών των δύο εταιριών, μεταβάλλαμε τους συντελεστές στάθμισης των εφαρμοζόμενων μεθόδων αποτίμησης, και τα αποτελέσματα παρατίθενται παρακάτω:

Για τη ΚΕΓΟ

Μέθοδος(ποσά σε εκ. ευρώ)	Συντελεστής Στάθμισης Μεθόδου	Αξία μεθόδου	Σταθμισμένη η Αξία
Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	10%	72,0	7,2
Ανάλυση Δεικτών Συναλλαγής	10%	50,5	5,05
Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	70%	67,6	47,3
Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης	10%	35,5	3,5
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΚΕΓΟ			63,1

Για την Νηρέας

Μέθοδος (ποσά σε € χιλ)	Συντελεστής Στάθμισης Μεθόδου	Αξία μεθόδου	Αξία
Συγκριτική Ανάλυση Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	10%	205,2	20,5
Ανάλυση Δεικτών Συναλλαγής	10%	183,3	18,3
Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	70%	206,7	144,7
Μέθοδος Κεφαλαιοποίησης	10%	117,6	11,7
ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΝΗΡΕΑΣ			195,3

Συνεπώς, το εύρος τιμών όσον αφορά την αξία των μετόχων της ΚΕΓΟ διαμορφώνεται ως εξής:

(ποσά σε εκ. ευρώ)

Ανώτατη τιμή εύρους	63,1
----------------------------	-------------

Κατώτατη τιμή εύρους	56,4
-----------------------------	-------------

ενώ όσον αφορά την αξία των μετόχων της Νηρέας διαμορφώνεται ως εξής

(ποσά σε εκ. ευρώ)

Ανώτατη τιμή εύρους	195,3
Κατώτατη τιμή εύρους	178,2

Συμπεράσματα – Εύρος Ανταλλαγής Μετοχών

Για την εξαγωγή του εύρους σχέσης αξιών των μετοχών των δύο Εταιριών χρησιμοποιήσαμε την ανώτατη και κατώτατη τιμή του εύρους αξιών των δύο Εταιριών, συνδυάζοντας το κατώτατο όριο αξίας της Νηρέας με το ανώτατο όριο αξίας της ΚΕΓΟ και αντίστροφα.

Το εξαγόμενο εύρος σχέσης αξιών μετοχών παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

(ποσά σε εκ. ευρώ)	Από	Έως
Αξία Νηρέας	178,2	195,3
Αξία ΚΕΓΟ	56,4	63,1
Εύρος Σχέσης Αξιών Νηρέας/ ΚΕΓΟ	2,82312	3,46119

* Τα νούμερα έχουν στρογγυλοποιηθεί στο πέμπτο δεκαδικό ψηφίο

Λαμβάνοντας υπ' όψιν το εύρος αξιών του ανωτέρω πίνακα, το εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προκύπτει παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

	Από	Έως
Νηρέας	1,00000000000000	1,00000000000000
ΚΕΓΟ	0,8585953969678	1,0526505281064

Το εύρος σχέσης αξιών (και το εξαγόμενο εύρος σχέσης ανταλλαγής μετοχών) αφορά στο σύνολο του Μετοχικού κεφαλαίου των δύο Εταιριών, δηλαδή στη σχέση αξιών του 100% του Μετοχικού κεφαλαίου της Νηρέας προς το 100% του Μετοχικού κεφαλαίου της ΚΕΓΟ. Σημειώνεται ότι ο Νηρέας έχει στην κυριότητά του το 28,09% των υφιστάμενων μετοχών της ΚΕΓΟ.

Γνωμοδότηση επί της Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών

Στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης με ημερομηνία 27/06/08, η σχέση ανταλλαγής που προτείνεται από τα Διοικητικά Συμβούλια των υπό συγχώνευση Εταιριών είναι η εξής: α) Οι μέτοχοι της Νηρέας θα διακρατήσουν τον αυτό, ως και προ της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, αριθμό μετοχών της (ήτοι 51.530.273 μετοχές) νέας όμως ονομαστικής αξίας 1,34 Ευρώ, ενώ β) Οι μέτοχοι της ΚΕΓΟ θα ανταλλάσσουν 1 (μία) κατεχόμενη μετοχή αυτής, με 0.950000040100058 άυλη κοινή ονομαστική μετά ψήφου μετοχή της Νηρέας νέας ονομαστικής αξίας 1,34 Ευρώ.

Από την παραπάνω σχέση ανταλλαγής των δύο Εταιριών, προκύπτει μια προτεινόμενη σχέση αξιών Νηρέας/ΚΕΓΟ ίση με 3,12816 (η οποία, μετά την ακύρωση λόγω συγχύσεως των μετοχών που κατέχει ο Νηρέας στην ΚΕΓΟ, διαμορφώνεται σε 4,35024) η οποία βρίσκεται εντός του προαναφερθέντος εξαγόμενου εύρους σχέσης αξιών

Επιπρόσθετα, η προτεινόμενη από τα ΔΣ των Εταιριών σχέση ανταλλαγής μετοχών εμπίπτει εντός του εύρους της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε από την αποτίμηση των Εταιριών και επομένως η προτεινόμενη σχέση κρίνεται ως εύλογη και λογική.

Πρόσθετες Παρατηρήσεις και Διευκρινίσεις

Σημειώνουμε ότι οι μέθοδοι οι οποίες εφαρμόστηκαν κρίνονται κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση και κατά την εφαρμογή των μεθόδων αυτών δεν παρουσιάστηκαν δυσχέρειες ή δυσκολίες, εκτός αυτών που προαναφέρθηκαν.

Η μελέτη μας έγινε με την παραδοχή της αυτοτελούς δραστηριότητας της κάθε Εταιρίας. Συνεπώς δεν λήφθηκαν υπόψη αβεβαιότητες ως προς τα προνόμια (άδειες λειτουργίας, φορολογικές απαλλαγές, κλπ.) που κατέχει η κάθε Εταιρία, που τυχόν θα προκύψουν από τη συγχώνευσή τους.

Επισημαίνουμε ότι η μελέτη μας αυτή αφορά συγκριτική αποτίμηση. Συνεπώς τα αποτελέσματά της δεν αποσκοπούν στον αντικειμενικό προσδιορισμό της αξίας των μετοχών κάθε μίας Εταιρίας ξεχωριστά, αλλά στη σχετική αξία τους.

Τα συμπεράσματα μας επίσης δεν είναι δυνατόν να συνεκτιμήσουν άλλους, μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως τα αποτελέσματα ελεύθερων διαπραγματεύσεων ή άλλους «στρατηγικής» φύσεως λόγους, οι οποίοι σε περιπτώσεις εξαγορών κάποιας Εταιρίας ενδεχομένως να οδηγούσαν σε τιμή συναλλαγής εκτός του εύρους αξιών.

Επίσης δεν προβήκαμε σε μελέτη αγορών, ανταγωνισμού ή τεχνολογίας και δεν εξετάσαμε τεχνικά, εργατικά, περιβαλλοντικά, νομικά, φορολογικά και παρεμφερή θέματα, παρ' εκτός στο βαθμό που καλύπτονταν από τους οικονομικούς ελέγχους των Εταιριών. Για την εγκυρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων των Εταιριών που τέθηκαν υπόψη μας, την πλήρη ευθύνη φέρουν οι Διοικήσεις των Εταιριών.

Τέλος σημειώνεται ότι η Εμπορική Τράπεζα που διενήργησε την αποτίμηση δε συνδέεται και δε διατηρεί οποιοδήποτε συμφέρον ή σχέση με τις Νηρέας και ΚΕΓΟ κατά την τελευταία 5ετία, πέραν της σχέσης της ως πιστώτριας Τράπεζας της Νηρέας και της ΚΕΓΟ.

Η παρούσα επιστολή δεν αποτελεί πρόταση για οποιαδήποτε αγορά ή πώληση μετοχών οιασδήποτε από τις Εταιρίες που αναφέρονται σε αυτήν.

Με εκτίμηση

ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

Γ. Κατσούρης



Διευθυντής Διεύθυνσης
Επενδυτικής Τραπεζικής

Δ.Μπάκας



Τομέας
Συμβουλευτικών Υπηρεσιών