

Αθήνα, 21 Ιουνίου 2005

Προς το
Διοικητικό Συμβούλιο της
ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.
1^ο χλμ. Λεωφ. Κορωπίου – Βάρης,
194 00 Κορωπί

Κύριοι,

**ΘΕΜΑ: ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΔΙΑ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΕΩΣ ΤΗΣ FEEDUS Α.Ε.Β.Ε. ΑΠΟ ΤΗΝ
ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.**

Τα Διοικητικά Συμβούλια των εν θέματι Εταιριών σύμφωνα με τις αποφάσεις που έλαβαν κατά τις συνεδριάσεις τους της 29/12/2004, προτίθενται να προτείνουν την συγχώνευση των Εταιριών, με απορρόφηση της FEEDUS Α.Ε.Β.Ε. (η «Απορροφώμενη») από την ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε. (η «Απορροφώσα») Η συγχώνευση θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 69-77 του Κ.Ν. 2190/20 και των άρθρων 1-5 του Ν.2166/93. Ως ημερομηνία ισολογισμού μετασηματισμού καθορίζεται η 31/12/2004.

Η Τράπεζα Πειραιώς ως πιστωτικό ίδρυμα δυνάμενο να παρέχει υπηρεσίες αναδόχου σε δημόσια εγγραφή και σε συνέχεια της από 11.02.2005 εντολής που μας δόθηκε από το Δ.Σ της Εταιρίας ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε, βάσει του άρθρου 322 του Κανονισμού του ΧΑ, προέβη στην διενέργεια ανεξάρτητης αποτίμησης της Απορροφώσας και της Απορροφώμενης με ημερομηνία αποτίμησης την 31^η Μαρτίου 2004 για τον καθορισμό εύλογου και λογικού εύρους σχέσης ανταλλαγής,

Η αποτίμηση αυτή έγινε σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν για την συγκεκριμένη περίπτωση είναι οι ενδεδειγμένες και λογικές για την περίπτωση.

Οι βασικές αρχές που διέπουν τις αποτιμήσεις των δύο Εταιριών είναι ότι αυτές συνεχίζουν:

- Απρόσκοπτα τη δραστηριότητα τους (going concern basis)
- Ανεξάρτητα τη λειτουργία τους (stand alone basis)

Μεθοδολογίες αποτίμησης

Ειδικότερα εφαρμόστηκαν οι κατωτέρω διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης :

- I. Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow Method)
- II. Συγκριτική Ανάλυση Εισηγμένων εταιριών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Comparable Trading Multiples Method)
- III. Ανάλυση Χρηματιστηριακής Αξίας (Historical Share Price Performance Method)

Παραδοχές μεθοδολογιών αποτίμησης

1. Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών λήφθηκαν υπόψη οι προβλέψεις και οι παραδοχές που δόθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιριών καθώς και οι διαθέσιμες πληροφορίες που υπήρχαν για τις Εταιρίες, αλλά και για την αγορά που δραστηριοποιούνται, υπό το ισχύον λειτουργικό περιβάλλον.

Οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές προεξοφλήθηκαν με επιτόκιο το οποίο αντανακλά τόσο τη χρονική αξία του χρήματος όσο και τον κίνδυνο από την προβλεπόμενη δραστηριότητα των αποτιμώμενων Εταιριών.

Επιπλέον, διενεργήσαμε ανάλυση σεναρίων σε βασικές παραμέτρους του χρηματοοικονομικού μοντέλου ώστε να εξετάσουμε την ευαισθησία της εκτιμώμενης αξίας σε αυτές τις παραμέτρους.

Η ικανοποιητική εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου στηρίζεται στην ύπαρξη πλήρους και αξιόπιστου επιχειρησιακού σχεδίου της διοίκησης κάθε εταιρίας.

2. Συγκριτική Ανάλυση Εισηγμένων Εταιριών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

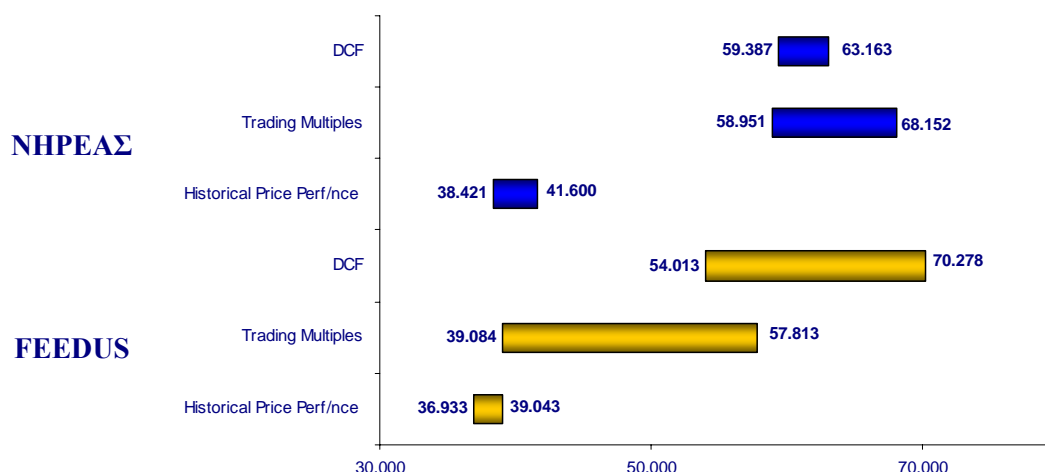
Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας των δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εισηγμένων εταιριών χρησιμοποιήθηκαν δείγματα συγκρίσιμων εταιριών με παρόμοιες δραστηριότητες οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι δείκτες που υπολογίστηκαν, όπως π.χ. Αξία Εταιρίας / Λειτουργικά Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων και Τιμή Μετοχής / Κέρδη προ Φόρων, είναι γενικά αποδεκτοί για αποτιμήσεις εταιριών, αλλά εμφανίζουν εξάρτηση στη διαθεσιμότητα άμεσα συγκρίσιμων εταιριών και στις χρηματιστηριακές συνθήκες κατά την ημερομηνία εφαρμογής τους.

3. Ανάλυση Χρηματιστηριακής Αξίας

Για τον υπολογισμό των Κεφαλαιοποιήσεων των δύο αποτιμώμενων Εταιριών που είναι εισηγμένες στην Κύρια και την Παράλληλη Αγορά αντίστοιχα του Χρηματιστηρίου Αθηνών, εξετάστηκαν οι μέσες σταθμισμένες τιμές κλεισίματος για διάφορα χρονικά διαστήματα ώστε η εκτίμηση να μην επηρεαστεί από βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των χρηματιστηριακών τιμών. Ωστόσο, ο βαθμός αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων της συγκεκριμένης μεθόδου για κάθε εταιρία εξαρτάται από σειρά παραγόντων όπως, ενδεικτικά, επαρκές ποσοστό ελεύθερα διαπραγματεύσιμων μετοχών, ύπαρξη σχετικά μεγάλης περιόδου διαπραγματεύσεως,, αξιολογικά επίπεδα εμπορευσιμότητας και τακτική και ικανοποιητική πληροφόρηση της αγοράς για τα τεκταινόμενα σε κάθε εταιρία.

Εύρος σχέσης αξιών

Με βάση τα αποτελέσματα εφαρμογής των προαναφερθέντων μεθοδολογιών, προέκυψαν τα ακόλουθα μεγέθη αξιών των Εταιριών (σε € χιλ.):



Προκειμένου να καταλήξουμε στο εύλογο εύρος για την Σχέση Ανταλλαγής σταθμίσαμε τα αποτελέσματα των τριών μεθόδων αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε με τους ακόλουθους συντελεστές στάθμισης :

Μέθοδος	Συντελεστής Στάθμισης
Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών	50%
Δείκτες Κεφαλαιαγοράς	25%
Ανάλυση Χρηματιστηριακής Αξίας	25%

Αξιολογώντας την αποτίμηση της κάθε Εταιρίας ανάλογα με τους παραπάνω συντελεστές στάθμισης, προέκυψε ένα εύρος σχέσης ανταλλαγής μετοχών NHPEYΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε. για κάθε 1 μετοχή FEEDUS ΑΕΒΕ, ως εξής:

Μέθοδος Αποτίμησης

	Από	Έως
DCF	0,95	1,31
Trading Multiples	0,64	1,09
Historical Price Performance	0,99	1,13
Τελική Στάθμιση	0,88	1,21

Βάσει των ανωτέρω εκτιμούμε ότι το εύλογο εύρος της Σχέσης Ανταλλαγής για την Συναλλαγή διαμορφώνεται σε :

0,88 έως 1,21 μετοχές NHPEA ανά 1 μετοχή FEEDUS

το οποίο αντιστοιχεί σε εύλογο εύρος σχέσεων αξιών των δύο Εταιριών :

2,90 έως 2,11 αξία NHPEA προς αξία FEEDUS μετά την απαλοιφή της συμμετοχής του NHPEA στην FEEDUS,
ή σε
1,26 έως 0,92 αξία NHPEA προς αξία FEEDUS πριν την απαλοιφή της συμμετοχής του NHPEA στην FEEDUS

Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την αποτίμηση των συγχωνευόμενων Εταιριών και τον προσδιορισμό και την εκτίμηση της σχέσεως ανταλλαγής δεν προέκυψαν. Τα πρόσωπα που διενέργησαν την αποτίμηση δεν συνδέονται καθ'οιονδήποτε τρόπο με τις συγχωνευόμενες Εταιρίες για την τελευταία πριν την συγχώνευση πενταετία.

4. Έλεγχος Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

Ελέγξαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι εύλογη και λογική και προκύπτει από την προαναφερθείσα αποτίμηση των συγχωνευόμενων εταιρειών.

Τα Διοικητικά Συμβούλια των συγχωνευόμενων εταιριών στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης προτείνουν την ακόλουθη σχέση ανταλλαγής μετοχών :

A) Οι μέτοχοι της Απορροφώμενης Α.Ε. θα ανταλλάσσουν κάθε μία (1) κατεχόμενη μετοχή αυτής, με μια (1) νέα μετοχή της Απορροφώσας Α.Ε. Δηλαδή θα λάβουν συνολικά $26.138.770 - 14.775.927 = 11.362.843 \times 1 = 11.362.843$ μετοχές της Απορροφώσας Α.Ε.

B) Οι μέτοχοι της Απορροφώσας Α.Ε. θα ανταλλάξουν κάθε μία (1) παλαιά κατεχόμενη μετοχή αυτής με μία (1) νέα μετοχή αυτής. Δηλαδή θα λάβουν συνολικά $29.005.671 \times 1 = 29.005.671$ μετοχές.

Η προτεινόμενη Σχέση Ανταλλαγής μετοχών εμπίπτει μέσα στο εύρος της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε από την αποτίμηση των εταιριών. Επομένως η προτεινόμενη σχέση είναι εύλογη και λογική.

5. Επίπτωση στην περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της Απορροφώσας μετά την συγχώνευση

Η περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε. μετά την συγχώνευση, όπως προκύπτει από τον ελεγμένο συνενωμένο ισολογισμό 2004 (proforma) ο οποίος συντάχθηκε με βάση τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις των συγχωνευόμενων εταιριών έχει ως εξής¹ :

- Αύξηση των Εξόδων Εγκατάστασης κατά 67,3%
- Αύξηση του Πάγιου Ενεργητικού κατά 8,6%
- Αύξηση του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού κατά 24,4%
- Αύξηση του Συνολικού Ενεργητικού κατά 19,8%
- Αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων κατά 12,4%
- Αύξηση του Δανεισμού κατά 65,0%
- Αύξηση του συνόλου των Υποχρεώσεων κατά 28,3 %
- Αύξηση του Κύκλου Εργασιών κατά 27,8%
- Αύξηση των Μικτών Αποτελεσμάτων Εκμετάλλευσης κατά 52,0%
- Αύξηση των Μερικών Αποτελεσμάτων Εκμετάλλευσης κατά 86,0%
- Αύξηση των Κερδών προ Φόρων κατά 94,0%

¹ Οι μεταβολές αφορούν στη σύγκριση μεταξύ των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων 2004 της ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε. και του αντίστοιχου συνενωμένου ισολογισμού 2004 (pro forma).

Για τον προσδιορισμό της εύλογης σχέσης ανταλλαγής διενεργήσαμε αποτίμηση των δύο Εταιριών υποθέτοντας, για τους σκοπούς της εργασίας μας, ότι θα διατηρούσαν μελλοντικά το υφιστάμενο αντικείμενο δραστηριότητας τους σε αυτόνομη βάση, ως διακριτά νομικά πρόσωπα. Θεωρήσαμε επίσης ότι οι μελλοντικές μεταξύ τους εμπορικές συναλλαγές και εταιρικές σχέσεις δεν θα μεταβάλλονταν ουσιωδώς σε σχέση με την υφιστάμενη κατά την ημερομηνία της αποτίμησης κατάσταση.

Υποθέσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσής μας, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιριών 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 της Εταιρίας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων των υφιστάμενων Διοικήσεων των Εταιριών κατά την σημερινή ημερομηνία.

Δεν προχωρήσαμε σε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων των Εταιριών ή των συνδεδεμένων εταιριών στο πλαίσιο της προετοιμασίας της εργασίας μας. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με προμηθευτές ή πελάτες των Εταιριών. Δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιαδήποτε απαίτηση κατά των περιουσιακών στοιχείων της Εταιριών. Αν και έχουμε κατά περίπτωση χρησιμοποιήσει διάφορες υποθέσεις, κρίσεις και εκτιμήσεις προκειμένου να εκφράσουμε την γνώμη μας αναφορικά με την Σχέση Ανταλλαγής στο πλαίσιο της Συναλλαγής, τις οποίες θεωρούμε εύλογες και δέουσες, 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.

Η εργασία μας βασίζεται εξ αντικειμένου, στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία αποτίμησης και δεν εκφράζουμε γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή στις συνθήκες αυτές στις απόψεις 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.

Ιωσήφ Μιχαηλίδης
Investment Banking Manager