



ΕΚΘΕΣΗ

κατ' άρθρο 4.1.4.1.3. του ισχύοντος Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.) του Διοικητικού Συμβουλίου της Ανώνυμης Εταιρείας με την επωνυμία «ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ » και το διακριτικό τίτλο «ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε. » προς την Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Ομολογιούχων Δανειστών της (συμπεριλαμβανομένης και καθε επαναληπτικής ή μετ' αναβολής αυτής) επί της, σε εξέλιξη, διαδικασίας συγχώνευσης της ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. με απορρόφηση της Ανώνυμης Εταιρείας «ΚΕΓΟ ΚΤΗΝΟΠΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΑ ΕΙΔΗ-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ »

Κύριοι Ομολογιούχοι Δανειστές ,

(I) Ιστορικό

Στις, από 19.12.2007, συνεδριάσεις τους, τα Διοικητικά Συμβούλια της « **ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ** » και «**ΚΕΓΟ ΚΤΗΝΟΠΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΑ ΕΙΔΗ-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ** », ενέκριναν την έναρξη των διαδικασιών για τη συγχώνευση της « **ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ** » (εφεξής «**ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.** » ή «**Απορροφώσα**») με απορρόφηση της «**ΚΕΓΟ ΚΤΗΝΟΠΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΑ ΕΙΔΗ-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ** » (εφεξής «**ΚΕΓΟ Α.Ε.** » ή «**Απορροφώμενη**»), σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 και επόμενα του ΚΝ 2190/20 και 1-5 του Ν. 2166/1993, με ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της Απορροφώμενης την 31η Δεκεμβρίου 2007.

Ακολούθως, μετά την ως άνω απόφαση, συντάχθηκαν και τέθηκαν υπόψη του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας :

(i) Ο Ισολογισμός Μετασχηματισμού της Απορροφώμενης **ΚΕΓΟ Α.Ε.** και οι Οικονομικές καταστάσεις της Απορροφώσας **ΝΗΡΕΥΣ, με ημερομηνία 31/12/2007.**

(ii) Η Έκθεση επί του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της **ΚΕΓΟ Α.Ε.** , η οποία συντάχτηκε από τον Ορκωτό Ελεγκτή – Λογιστή κ. Ιωάννη Καλογερόπουλο (Α.Μ./Σ.Ο.Ε.Λ 10741), μέλος της ελεγκτικής εταιρείας « BAKER TILLY HELLAS », για τη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της απορροφώμενης **ΚΕΓΟ Α.Ε.** βάσει του ισολογισμού μετασχηματισμού της 31/12/2007 , σύμφωνα με το άρθρο 3 παρ. 2 του Ν. 2166/1993.

Στη συνέχεια, στις από 27/6/2008 συνεδριάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων των συγχωνευομένων εταιρειών, εγκρίθηκε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης με απορρόφηση της ΚΕΓΟ Α.Ε. από τη ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε. .

Το εν λόγω Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, κατά τα ουσιώδη σημεία του, έχει ως εξής :

1. Η ανώνυμη εταιρεία ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. (εφεξής απορροφώσα εταιρία) και η ανώνυμη εταιρία ΚΕΓΟ ΚΤΗΝΟΠΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΑ ΕΙΔΗ-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (εφεξής απορροφώμενη εταιρία) συγχωνεύονται με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη, δυνάμει του από 31 Δεκεμβρίου 2007 ισολογισμού μετασχηματισμού της Απορροφώμενης, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 και επόμενα του Ν. 2190/1920 και 1-5 του Ν. 2166/1993, ως ισχύουν σε συνδυασμό και με τις διατάξεις του ισχύοντος Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ως ισχύουν, στους όρους, διατυπώσεις και





προϋποθέσεις των οποίων υποβάλλονται.

Η συγχώνευση των δύο εταιριών (εφεξής οι Συγχωνευόμενες Εταιρίες) διενεργείται με την ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού των συγχωνευόμενων εταιριών, ως αυτά εμφανίζονται στους συνταχθέντας από 31/12/2007 οικείους ισολογισμούς μετασηματισμού, τα δε στοιχεία της Απορροφωμένης Εταιρίας μεταφέρονται ως στοιχεία ισολογισμού της Απορροφώσας Εταιρίας. Με την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχωνεύσεως, η απορροφώμενη εταιρία λύεται, δίχως να εκκαθαρίζεται, και οι μετοχές της ακυρώνονται, το δε σύνολο της περιουσίας της (ενεργητικό και παθητικό) μεταβιβάζεται στην Απορροφώσα Εταιρία, η οποία εφεξής υποκαθίσταται, λόγω οιονεί καθολικής διαδοχής, σε όλα τα δικαιώματα, απαιτήσεις και υποχρεώσεις της Απορροφωμένης Εταιρίας.

Σημειώνεται ότι, ταυτόχρονα και εκ παραλλήλου μετά της περιγραφόμενης στο παρόν Σχέδιο διαδικασίας συγχώνευσης, τέθηκαν σε κίνηση οι διαδικασίες απόσχισης από την Απορροφώμενη Α.Ε., εισφοράς προς, και αναδοχής από, την 100% θυγατρική της εταιρεία «ΚΕΓΟ ΑΓΡΙ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΑΓΡΟΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΤΗΝΟΠΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΩΝ ΕΙΔΩΝ» με αριθμό μητρώου ανωνύμου εταιρείας 65002/12/Β/07/36, του κλάδου αγροκτηνοπτηνοτροφικών προϊόντων της Απορροφώμενης Α.Ε., σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1- 5 ν. 2166/1993, ως ισχύουν, με ημερομηνία Λογιστικής Κατάστασης του εισφερόμενου κλάδου την 31η Δεκεμβρίου 2007. Κατά συνέπεια, μεταξύ των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, που περιλαμβάνονται στον ισολογισμό μετασηματισμού της Απορροφώμενης Α.Ε., δεν θα υφίστανται, κατά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της απορρόφησης τα περιουσιακά στοιχεία που απεικονίζονται στη λογιστική κατάσταση της απόσχισης του κλάδου η οποία θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί πριν από την ολοκλήρωση της εν λόγω συγχωνεύσεως, αλλά, αντ' αυτών, οι εξ' αντικατάστασης εκδοθησόμενες μετοχές της αναδεχόμενης τον κλάδο «ΚΕΓΟ ΑΓΡΙ Α.Ε.».

Όπου κατά νόμο απαιτείται η τήρηση ιδιαιτέρων διατυπώσεων για τη μεταβίβαση στην Απορροφώσα Εταιρία των περιουσιακών στοιχείων της απορροφωμένης, οι Συγχωνευόμενες Εταιρίες αναλαμβάνουν με το παρόν την επακριβή τήρησή τους.

3. Η Απορροφώσα εταιρεία δεν θα εκδώσει νέες μετοχές κατά το ποσοστό της συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώμενης εταιρείας, ήτοι κατά ποσοστό 28,092% (4.871.190 μετοχές) επειδή η αξίωση για έκδοση νέων μετοχών κατά το ανωτέρω ποσό διαγράφεται λόγω συγχώνευσης, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 69 και επόμενα Κ.Ν. 2190/1920, ως ισχύει αφού η Απορροφώσα κατέχει το 28,092%, ήτοι τέσσερα εκατομμύρια οκτακόσιες εβδομήντα μία χιλιάδες εκατόν ενενήντα μετοχές (4. 871.190) μετοχές, της Απορροφώμενης. Οι τέσσερα εκατομμύρια οκτακόσιες εβδομήντα μία χιλιάδες εκατόν ενενήντα μετοχές (4. 871.190) μετοχές της Απορροφώμενης που αντιπροσωπεύουν το 28,092 % του μετοχικού κεφαλαίου της, και που ανήκουν στην Απορροφώσα, με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης θα ακυρωθούν ως μη έχουσες πλέον καμία αξία.

Σύμφωνα με τις προαναφερθείσες διατάξεις και μετά την ακύρωση λόγω σύγχυσης των τεσσάρων εκατομμυρίων οκτακοσίων εβδομήντα μία χιλιάδων εκατόν ενενήντα (4.871.190) μετοχών, το κεφάλαιο της Απορροφώσας εταιρείας, ύψους ΕΥΡΩ 78.326.014,96 διαιρούμενο σε 51.530.273 κοινές, άυλες, ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές, ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 1,52 εκάστη διαμορφώνεται κατά την ολοκλήρωση της συγχωνεύσεως ως κάτωθι:

α) αυξάνεται κατά το ποσό του εισφερόμενου μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφώμενης εταιρεία ύψους 8.670.000 ΕΥΡΩ αφού πρώτα μειωθεί με την διαγραφή των μετοχών που κατέχει η απορροφώσα κατά 2.435.595 ΕΥΡΩ, δηλαδή αυξάνεται κατά ΕΥΡΩ 6.234.405.

β) Αυξάνεται με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών της απορροφώσας για λόγους στρογγυλοποίησης από τον λογαριασμό « Διαφορές από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο» κατά το ποσό των ΕΥΡΩ 362.941,66

γ) Μειώνεται η ονομαστική αξία της μετοχής από 1,52 ΕΥΡΩ σε 1,34 ΕΥΡΩ εκάστη.

Κατόπιν των ανωτέρω, το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας εταιρείας θα ανέλθει στο συνολικό ποσό των 84.923.361,62 ΕΥΡΩ διαιρούμενο σε 63.375.643 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές, νέας ονομαστικής αξίας 1,34 ΕΥΡΩ εκάστη, τις οποίες οι μέτοχοι της Απορροφώσας και της Απορροφώμενης θα λαμβάνουν σύμφωνα με τα προβλεπόμενα





κατωτέρω στην παράγραφο 4.

4. Τα Διοικητικά Συμβούλια των συμβαλλομένων στο παρόν εταιρειών, αφού έλαβαν υπόψη τους τις Αποτιμήσεις που διενήργησε η BAKER TILLY HELLAS A.E., η οποία χρησιμοποίησε για τον προσδιορισμό της αξίας της Απορροφώσας Α.Ε. και της Απορροφώμενης Α.Ε. τις ακόλουθες μεθόδους: α) την μέθοδο Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών β) την μέθοδο της Κεφαλαιοποίησης Μελλοντικών Κερδών και γ) την μέθοδο Μέσης Κεφαλαιοποίησης, σταθμίζοντας στη συνέχεια τα αποτελέσματα των τριών μεθόδων αποτίμησης, έκριναν ως δίκαιη και εύλογη σχέση αξιών Απορροφώσας Α.Ε. προς Απορροφώμενη Α.Ε. ίση με 3,12816 προς 1 πριν την απαλοιφή της συμμετοχής της Απορροφώσας Α.Ε. στην Απορροφώμενη Α.Ε. Η εν λόγω σχέση αξιών θα διαμορφωθεί σε 4,3502 προς 1 μετά την απαλοιφή της συμμετοχής της Απορροφώσας στην Απορροφώμενη. Ως εκ τούτου, θα εφαρμοσθεί στη σχέση ανταλλαγής των μετοχών η ακόλουθη αριθμητική σχέση:

A) Για τους μετόχους της Απορροφώμενης Α.Ε.

Οι μέτοχοι της απορροφώμενης Α.Ε. θα ανταλλάσσουν 1 (μια) κατεχόμενη μετοχή αυτής, με 0.950000040100058 άυλη κοινή ονομαστική μετά ψήφου μετοχή της απορροφώσας Α.Ε. νέας ονομαστικής αξίας 1,34 Ευρώ. Δηλαδή θα λάβουν συνολικά (σύνολο μετοχών απορροφώμενης 17.340.000 - μετοχές που διαγράφονται 4.871.190 = 12.468.810 X 0.950000040100058 = 11.845.370 κοινές ονομαστικές μετά ψήφου άυλες μετοχές της απορροφώσας Α.Ε. νέας ονομαστικής αξίας 1,34 Ευρώ.

B) Για τους μετόχους της Απορροφώσας Α.Ε.

Οι μέτοχοι της απορροφώσας Α.Ε. θα διακρατήσουν τον αυτό, ως και προ της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, αριθμό μετοχών της νέας όμως ονομαστικής αξίας 1,34 Ευρώ. Δηλαδή θα λάβουν συνολικά 51.530.273 X 1 = 51.530.273 μετοχές στις οποίες συμπεριλαμβάνονται και οι 22.390 ίδιες μετοχές της Απορροφώσας, οι οποίες δεν ανταλλάσσονται.

Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης και την, υπό παράγρ. 3 του παρόντος, συνολική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφώσας Α.Ε., η σχέση συμμετοχής των μετόχων των Συγχωνευομένων Εταιριών στο εκ της συγχώνευσης διαμορφούμενο νέο μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Α.Ε. θα είναι: 81,309271 % (μέτοχοι της Απορροφώσας Εταιρείας συμπεριλαμβανομένου των 22,390 ιδίων μετοχών της Απορροφώσας) και 18,690729 % (μέτοχοι της Απορροφώμενης Α.Ε.). Τοιούτοτρόπως, στο νέο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Α.Ε., ύψους 84.923.361,62 Ευρώ, διαιρούμενο σε 63.375.643 κοινές, ονομαστικές, μετά ψήφου, άυλες μετοχές, νέας ονομαστικής αξίας 1,34 Ευρώ, θα αντιστοιχούν στους μετόχους, της μεν Απορροφώσας Α.Ε. 51.530.273, της δε Απορροφώμενης Α.Ε. 11.845.370, κοινές, ονομαστικές, μετά ψήφου, άυλες μετοχές, νέας ονομαστικής αξίας 1,34 Ευρώ εκάστη.

Τυχόν κλασματικά υπόλοιπα που θα προκύψουν θα διατεθούν με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της απορροφώσας εταιρείας που θα εγκρίνει τη συγχώνευση, προτείνεται δε να αποφασίσει η εν λόγω γενική συνέλευση να εξουσιοδοτηθεί το Διοικητικό Συμβούλιο της απορροφώσας εταιρείας να αποφασίσει σχετικά, κατ' εφαρμογή της κείμενης νομοθεσίας.

5. Η πίστωση των λογαριασμών αύλων τίτλων των μετόχων της Απορροφωμένης Εταιρείας με τις μετοχές της Απορροφώσας θα διενεργηθεί δυνάμει σχετικού μητρώου κατανομής και σύμφωνα με διατυπώσεις που τα αρμόδια όργανα θα ορίσουν για τους μετόχους.

6. Οι μέτοχοι της Απορροφωμένης Εταιρείας θα έχουν δικαίωμα συμμετοχής στη διανομή κερδών της Απορροφώσας της χρήσεως 2008 και εφεξής.

7. Από την επόμενη ημέρα την κατάρτισης του ισολογισμού μετασχηματισμού της Απορροφώμενης, ήτοι από την 1^η Ιανουαρίου 2008, όλες οι πράξεις που η Απορροφωμένη διενεργεί, εκτός εκείνων που αφορούν τον υπό απόσχιση κλάδο της και θα μεταφερθούν στην απορροφώσα τον κλάδο ανώνυμη εταιρεία, λογίζεται ότι διενεργούνται για λογαριασμό της Απορροφώσας Εταιρείας, στα βιβλία της οποίας τα σχετικά ποσά μεταφέρονται με συγκεντρωτική εγγραφή μετά την καταχώρηση της εγκριτικής αποφάσεως της συγχωνεύσεως στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών.





8. Η συγχώνευσης ολοκληρώνεται και θεωρείται συντελεσθείσα από την ημερομηνία καταχώρισεως στο Μητρώο Αωνύμων Εταιριών της εγκριτικής αποφάσεως της αρμόδιας Αρχής για τη συγχώνευση των παραπάνω Αωνύμων Εταιριών, μαζί με την οριστική Σύμβαση Συγχωνεύσεως που θα υπογραφεί ενώπιον Συμβολαιογράφου.

9. Δεν υφίστανται μέτοχοι των συγχωνευομένων εταιριών που έχουν ειδικά δικαιώματα και προνόμια πλην μετοχών, ούτε κάτοχοι άλλων τίτλων, πλην των τίτλων ομολογιών που κατέχουν οι μέτοχοι της Απορροφώσας εταιρείας και συγκεκριμένα αριθμού 2.046.630 ομολογιών που έχουν εκδοθεί δυνάμει του απο 12/7/2007 ομολογιακού δανείου της Απορροφώσας μετατρέψιμου σε μετοχές και αριθμού 900.000 ομολογιών, μη μετατρέψιμων σε μετοχές, ονομαστικής αξίας 100 ΕΥΡΩ έχει εκδοθεί δυνάμει του απο 29/1/2008 ομολογιακού δανείου της Απορροφώσας.

10. Ιδιαίτερα πλεονεκτήματα για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τους τακτικούς ελεγκτές των Συγχωνευομένων Εταιριών δεν προβλέπονται από τα καταστατικά τους ή τις αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων, ούτε προνόμια παραχωρούνται εκ της παρούσης συγχωνεύσεως.

11. Οι αποφάσεις των Συγχωνευόμενων Εταιριών, μαζί με την οριστική Σύμβαση Συγχωνεύσεως που θα περιληφθεί τον τύπο του συμβολαιογραφικού εγγράφου, καθώς και η εγκριτική απόφαση της συγχωνεύσεως, θα υποβληθούν στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β κ.ν. 2190/1920 από εκάστη των Συγχωνευόμενων Εταιριών.

12. Οι συμβαλλόμενες στο παρόν εταιρίες, νομίμως εκπροσωπούμενες, συμφώνησαν στους όρους του Σχεδίου Συμβάσεως Συγχωνεύσεως, οι οποίοι τελούν υπό την αίρεση της έγκρισης από τις Γενικές Συνελεύσεις των συγχωνευόμενων εταιριών και την λήψη των απαιτούμενων, κατά κείμενη νομοθεσία, οριζόμενων αδειών, εγκρίσεων και την τήρηση όλων των λοιπών νομίμων διαδικασιών και διατυπώσεων.

Τέλος, το κατά τα ανωτέρω εγκεκριμένο και υπογεγραμμένο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης υποβλήθηκε από κάθε μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, στις κατ' άρθρο 69 παρ. 3 ΚΝ 2190/20, οριζόμενες διατυπώσεις δημοσιότητας με καταχώριση την 16.7.2008 στο Μητρώο Αωνύμων Εταιριών της Διεύθυνσης Α.Ε. και Πίστεως της Γεν. Δ/σης Εσωτ. Εμπορίου του Υπουργείου Ανάπτυξης για την απορροφώσα και την 16.7.2008 για την απορροφώμενη και δημοσίευση των υπ' αριθμ. πρωτ. Κ2- 8395 και Κ2- 8394 Ανακοινώσεων στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως αντιστοίχως την 17.7.2008 (ΦΕΚ/ΤΑΕ & ΕΠΕ 7660) και την 17.7.2008 (ΦΕΚ/ΤΑΕ & ΕΠΕ 7660) αντίστοιχα. Περίληψη δε του εν λόγω Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης δημοσιεύθηκε την 25.7.2008., στο υπ' αριθμ. 18186 φύλλο της ημερήσιας οικονομικής εφημερίδας «ΗΜΕΡΗΣΙΑ».

Ήδη, το Διοικητικό Συμβούλιο της Απορροφώσας, σε εκτέλεση της οριζόμενης στο άρθρο 4.1.4.1.3. του Κανονισμού του Χ.Α. υποχρέωσής του, υποβάλλει την παρούσα Έκθεση, η οποία περιλαμβάνει τα ακόλουθα στοιχεία και πληροφορίες : Συνοπτική παράθεση των μεθόδων αποτίμησης, των παραδοχών που λήφθηκαν υπόψη, των τυχόν δυσκολιών που προέκυψαν κατά την αποτίμηση και του τρόπου βάσει του οποίου προσδιορίσθηκε η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, καθώς και κάθε άλλου στοιχείου που μπορεί να προβλέπεται από ειδικές διατάξεις Δήλωση του εμπειρογνώμονα που διενήργησε τις αποτιμήσεις των συγχωνευομένων εταιριών, για το εάν οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση, και Γνώμη του εμπειρογνώμονα που διενήργησε τις αποτιμήσεις των συγχωνευομένων εταιριών, για το εάν η σχέση ανταλλαγής που προέκυψε από τις εν λόγω αποτιμήσεις είναι εύλογη και λογική.

(II) Έκθεση ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Απορροφώσας Εταιρείας ενημερώνει τους κ.κ. Ομολογιούχους Δανειστές ότι στην από 15/7/2008 επιστολή – Έκθεση Ανεξάρτητου Εμπειρογνώμονα, ήτοι





της ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ προς τα Διοικητικά Συμβούλια των συγχωνευομένων εταιριών, αναφέρεται ότι :

«Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ 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 ΑΓΡΙ 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 μετασχηματισμού 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 απόφασης 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:

- A) Έλεγχο του από 27 Ιουνίου 2008 υπογραφέντος Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης.
- B) 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 δραστηριότητας 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 Ταμιακών Ροών

Με τη μέθοδο της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμιακών 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 Ελευθέρων 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 Αξιόγραφων (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 εξαγάγουμε 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
ΚΕΓΟ	60,03

(ποσά σε εκ. ευρώ)	Πολ.Δείγματος	Προκύπτουσα Αξία
Νηρέας	1,2	205,3
ΚΕΓΟ	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 ΚΕGO 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:

Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

**Συντελεστής
Στάθμισης**

25%





ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.

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 Μεθόδου	Σταθμισμένη 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 η 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 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 ΤΩΝ 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	1,000000000000	1,000000000000
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 (μια) κατεχόμενη μετοχή αυτής, με 0.95000040100058 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»

(III) Εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου προς τους κ.κ. Ομολογιούχους Δανειστές

Ενόψει των ανωτέρω και λαμβάνοντας υπόψη ότι :

(i) Οι μεθοδολογίες αποτίμησης οι οποίες εφαρμόστηκαν για τον προσδιορισμό της εύλογης αγοραίας αξίας των συγχωνευομένων εταιρειών ήταν οι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση.

(ii) Η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι δίκαιη και λογική , όπως άλλωστε επιβεβαιώνεται στην από 15/7/2008 Έκθεση της ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ, η οποία , σημειωτέον, είχε συνταχθεί υπό το καθεστώς του άρθρου 289 παρ. 5 του προϊσχύσαντος Κανονισμού του Χ.Α. και καλύπτει πλήρως τη νέα διάταξη 4.1.4.1.3. του ισχύοντος απο 22/7/2008 Κανονισμού του Χ.Α. που ρυθμίζει την ίδια ως άνω υποχρέωση πληροφόρησης των αρχών και του επενδυτικού κοινού.

(iii) Τα συμφέροντα των μετόχων των συγχωνευομένων εταιρειών και των ομολογιούχων της απορροφώσας ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε. , διασφαλίζονται πλήρως κατά τα ανωτέρω.

(iv) Από τον προτεινόμενο μετασχηματισμό, εκτιμάται ότι θα προκύψουν οφέλη για τους μετόχους των συγχωνευομένων εταιρειών, και

(v) Οι απαιτούμενες για την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού αποφάσεις των αρμοδίων οργάνων καθώς και η κατάρτιση του από 27/6/2008 Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις, κατά περίπτωση, εφαρμοστέες διατάξεις του Κ.Ν. 2190/20 και του Ν. 2166/1993, ως ισχύουν,

Το Διοικητικό Συμβούλιο εισηγείται προς τους κ.κ. Ομολογιούχους Δανειστές όπως εγκρίνουν το από 27/6/2008 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης της ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε. δια απορροφήσεως της ΚΕΓΟ Α.Ε. με ταυτόχρονη απόσχιση του κλάδου αγροκτηνοπτηνοτροφικών προϊόντων και





ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.

εισφορά στην θυγατρική σε ποσοστό 100% εταιρεία ΚΕΓΟ ΑΓΡΙ Α.Ε. , συμπεριλαμβανομένης κάθε άλλης ενέργειας, δήλωσης ή δικαιπραξίας που απαιτείται για το σκοπό αυτό.

Σημειωτέον ότι η εκδότρια ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε. θα προβεί σε όλες τις νόμιμες διαδικασίες μετατροπής ομολογιών σε μετοχές, συνεπεία ασκήσεως σχετικού δικαιώματος, καθώς και στην διαδικασία εισαγωγής των ομολογιών εκ του απο 12/7/2007 εκδοθέντος Ομολογιακού μετατρέψιμου σε μετοχές Δανείου προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α., αμέσως μόλις ολοκληρωθούν οι διαδικασίες συγχώνευσης των εν λόγω δύο εισηγμένων εταιρειών του Ομίλου.

Κορωπί Αττικής, 25/7/2008

ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

