



KPMG Κυριάκου Ορκωτοί Ελεγκτές ΑΕ
Στρατηγού Τόμπρα 3
153 42 Αγία Παρασκευή
Ελλάς
ΑΡΜΑΕ 29527/01ΑΤ/Β/93/162/96

Telephone Τηλ: +30 210 60 62 100
Fax Φαξ: +30 210 60 62 111
Internet www.kpmg.gr
e-mail postmaster@kpmg.gr

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
Καβαλιεράτου 7
145 64 Κάτω Κηφισιά

Our ref αντ/MAT(972454)

2 Νοεμβρίου 2007

Αξιότιμοι κύριοι

Συνοπτική Έκθεση Αποτίμησης και Γνωμοδότηση επί του Δίκαιου και Λογικού της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ και ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε., σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Τα Διοικητικά Συμβούλια της Εταιρείας ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (εφεξής η «ΕΛΤΕΒ» ή η «Απορροφώσα») και της Εταιρείας ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (εφεξής η «ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ» ή η «Απορροφώμενη»), (από κοινού αποκαλούμενες οι «Εταιρείες»), σύμφωνα με τις ανακοινώσεις των Διοικητικών Συμβουλίων των Εταιρειών, προτίθενται να προχωρήσουν σε διαδικασία συγχώνευσης με απορρόφηση της δεύτερης (ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ) από την πρώτη (ΕΛΤΕΒ), (εφεξής η «Συναλλαγή»). Η συγχώνευση θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2, 69-70 και 72-77 κ.ν. 2190/1920 σε συνδυασμό με τα άρθρα 1-5 ν. 2166/1993, ως ισχύουν, δυνάμει ισολογισμού μετασχηματισμού της 31ης Αυγούστου 2007, ρητώς διευκρινιζόμενου ότι, μεσούσης της υπόψη συγχώνευσης και πριν την κατά νόμο ολοκλήρωση αυτής, η ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ θα έχει εισφέρει, κατ' άρθρα 1-5 ν. 2166/1993, προς την, κατά το χρόνο εκείνο, εξ ολοκλήρου θυγατρική της, ΜΕΤΟΧΙ Α.Ε. – ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΡΓΩΝ (εφεξής «ΜΕΤΟΧΙ»), το σύνολο του κλάδου κατασκευαστικών δραστηριοτήτων της, μετά του επ' αυτών αναλογούντος πτυχίου 7ης τάξης Μ.Ε.Ε.Π. και των επί της επωνυμίας και σήματος της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗΣ δικαιωμάτων, ως (τα υπόψη περιουσιακά στοιχεία) θα εξάγονται βάσει λογιστικής κατάστασης της 31^{ης} Αυγούστου 2007, και αντίστοιχα η ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ θα έχει αναλάβει, συνεπεία ανταλλαγής, το σύνολο των μετοχών της ΜΕΤΟΧΙ που αντιστοιχούν στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της τελευταίας, ένεκα της προς αυτό εισφοράς του κατασκευαστικού κλάδου της πρώτης, ώστε τοιουτοτρόπως η περιουσία της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗΣ να απαρτίζεται, για σκοπούς της συγχώνευσής της μετά της ΕΛΤΕΒ, από (i) τη συμμετοχή της στην εξ ολοκλήρου θυγατρική της εταιρεία, ΜΕΤΟΧΙ, το μοναδικό, ουσιώδες, περιουσιακό στοιχείο της οποίας θα είναι τα εξ αναδοχής ληφθέντα στοιχεία (ενεργητικού και παθητικού) του κατασκευαστικού κλάδου της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗΣ, πλέον (ii) των περιουσιακών στοιχείων των υφιστάμενων κλάδων παραχωρήσεων έργων υποδομής και παροχής υπηρεσιών της τελευταίας, και (B) απόσχισης από την ΕΛΤΕΒ και

εισφοράς προς την εξ ολοκλήρου θυγατρική της εταιρεία, “ΑΣΤΙΚΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΙΣ Α.Ε.”, του κλάδου παραχωρήσεων έργων υποδομής, ως ο τελευταίος θα έχει στο μεταξύ εμπλουτισθεί, συνεπεία προγενέστερης ολοκλήρωσης της απορρόφησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗΣ, δια των ομολογών στοιχείων της τελευταίας βάσει των διατάξεων των άρθρων 1-5 ν. 2166/1993 και με ημερομηνία λογιστικής κατάστασης του κλάδου την 31η Αυγούστου 2007. Το σύνολο των προβλεπομένων στην παρούσα εταιρικών μετασχηματισμών εκτιμάται ότι θα ολοκληρωθούν περί το μήνα Δεκέμβριο 2007, υπό την αίρεση λήψης των κατά το νόμο, το καταστατικό ή άλλως πως προβλεπομένων αδειών και εγκρίσεων, καθώς και της τήρησης λοιπών διατυπώσεων.

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

Στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, μας ανέθεσε, δυνάμει της από 24 Απριλίου 2007 υπογεγραμμένης πρότασής μας, την αποτίμηση της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗΣ και των θυγατρικών της, καθώς και τον προσδιορισμό ενός εύρους «δικαιών» και «λογικών» σχέσεων αξιών και ακολούθως λόγων ανταλλαγής μετοχών των δύο Εταιρειών. Την εκτίμηση της αξίας της ΕΛΤΕΒ και των θυγατρικών της διενήργησε η ανεξάρτητη εταιρεία ορκωτών ελεγκτών ERNST & YOUNG (ΕΛΛΑΣ) ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ Α.Ε..

1 Εισαγωγή

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

- Έλεγχο του από 2 Νοεμβρίου 2007, προσχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης.
- Διατύπωση αιτιολογημένης γνώμης (fairness opinion), ως προς το δίκαιο και λογικό της προτεινόμενης, από τα Διοικητικά Συμβούλια των προς συγχώνευση Εταιρειών, σχέσης ανταλλαγής μετοχών.

Ειδικότερα, στο πλαίσιο των προαναφερθεισών αποτιμήσεων, επισκοπήσαμε τα συγκριτικά οικονομικά μεγέθη των συγχωνευομένων Εταιρειών, συμπεριλαμβανομένων:

- i. Των συνθηκών και των όρων της προτεινόμενης συγχώνευσης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ δια απορρόφησης από την ΕΛΤΕΒ,
- ii. των συνθηκών ανταγωνισμού και των επιδράσεων του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται οι συγχωνευόμενες Εταιρείες,
- iii. των κυριότερων παραγόντων και των σχετικών τάσεων που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη των συγχωνευομένων Εταιρειών,

- iv. της οικονομικής θέσης των συγχωνευομένων εταιρειών, ως αυτή υφίστατο κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, ήτοι κατά την 31^η Αυγούστου 2007,
- v. της διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευομένων εταιρειών,
- vi. των στοιχείων από δημοσιευμένες ή μη πηγές, καθώς και των πληροφοριών που οι Διοικήσεις των συγχωνευομένων Εταιρειών μας χορήγησαν,
- vii. των στοιχείων που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των συγχωνευομένων Εταιρειών, αναφορικά με τη θέση και τις προοπτικές τους στον κλάδο στον οποίο οι συγχωνευόμενες Εταιρείες δραστηριοποιούνται,
- viii. των αποτελεσμάτων από την εφαρμογή γενικά αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης που κρίθηκαν κατάλληλες,
- ix. λοιπών πληροφοριών, μελετών και αναλύσεων, καθώς και χρηματοοικονομικών και χρηματιστηριακών δεικτών που θεωρήσαμε σχετικούς και κατάλληλους για τους σκοπούς της γνωμοδότησής μας.

2 Αποτιμήσεις

Για τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των υπό συγχώνευση Εταιρειών προβήκαμε σε εκτίμηση της αξίας της Απορροφώμενης και λάβαμε υπόψη μας την εκτίμηση της αξίας της Απορροφώσας την οποία διενήργησε η ERNST & YOUNG (ΕΛΛΑΣ) ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ Α.Ε..

Οι αποτιμήσεις διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις γενικώς αποδεκτές αρχές και μεθοδολογίες που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθηκε, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθοδολογίας. Τόσο η καταλληλότητα των μεθοδολογιών που υιοθετήθηκαν, για τη συγκεκριμένη περίπτωση, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μια από αυτές είναι οι ενδεδειγμένες και λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Η έκφραση γνώμης, για το δίκαιο και λογικό της σχέσης αξιών, βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που μας παραδόθηκαν από τη Διοίκηση της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, η οποία μας βεβαίωσε περί της ακρίβειας και πληρότητάς τους.

Ειδικότερα, εφαρμόστηκαν κατά περίπτωση οι κατωτέρω διεθνώς αποδεκτές μεθοδολογίες αποτίμησης:

Μεθοδολογία Αποτίμησης	Εταιρεία
Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση / Καθαρή θέση	Θυγατρικές των ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ & ΕΛΤΕΒ
Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ
Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ
Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	Κατασκευαστική δραστηριότητα ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΛΤΕΒ και θυγατρικές ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΛΤΕΒ
Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων	Θυγατρικές των ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ & ΕΛΤΕΒ
Χρηματιστηριακή Αξία	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ και θυγατρικές της ΕΛΤΕΒ

Η αποτίμηση των προς συγχώνευση Εταιρειών, αφορά το σύνολο του εκδοθέντος μετοχικού κεφαλαίου που ανέρχεται την 31 Αυγούστου 2007 σε 42 091 356 και σε 158 847 328 κοινές ονομαστικές μετοχές, για την ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ και την ΕΛΤΕΒ, αντίστοιχα.

Η περιγραφή των προαναφερθέντων μεθοδολογιών, ο τρόπος εφαρμογής και τα αποτελέσματα τους, παρατίθεται στη συνέχεια.

2.1 Μεθοδολογίες αποτίμησης

Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών

Η μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας, θα πρέπει να ισούται με το ποσό που θα ήσαν διατεθειμένοι να πληρώσουν για το μετοχικό της κεφάλαιο επενδυτές που είναι καλά πληροφορημένοι και ενεργούν ορθολογικά. Με αυτή τη μεθοδολογία, το πρώτο βήμα συνίσταται στην επιλογή ενός δείγματος εταιρειών, που είναι συγκρίσιμες με την υπό μελέτη εταιρεία και των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά.

Το κρίσιμο σημείο, κατά την εφαρμογή αυτής της μεθοδολογίας, είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών, βάσει κάποιων λογικών κριτηρίων.

Για κάθε εταιρεία του δείγματος, υπολογίζεται μια σειρά από δείκτες, που περιλαμβάνουν τους λόγους χρηματιστηριακή αξία προς κάποιο θεμελιώδες μέγεθος (π.χ. κύκλος εργασιών, κέρδη προ φόρων, ταμειακή ροή κ.λ.π.). Στη συνέχεια υπολογίζεται ένας μέσος όρος (αριθμητικός, σταθμισμένος) για όλο το δείγμα. Οι μέσοι όροι πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη, της υπό αποτίμηση εταιρείας και τα γινόμενα παρέχουν μία πρώτη εκτίμηση της αξίας της εταιρείας, όπως προκύπτει σε σχέση με το κάθε θεμελιώδες μέγεθος.

Η μεθοδολογία αυτή υποθέτει ότι οι χρηματιστηριακές αξίες αντικατοπτρίζουν τις εύλογες αγοραίες αξίες και συνεπώς ότι η αγορά είναι αποτελεσματική (efficient market hypothesis).

Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Η μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών, προσδιορίζει την αξία μιας εταιρείας, συγκρίνοντας την με παρόμοιες εταιρείες που αποτέλεσαν αντικείμενα πρόσφατων αγοραπωλησιών. Το πρώτο βήμα της μεθοδολογίας είναι ο προσδιορισμός του δείγματος τέτοιων εταιρειών. Αυτές οι εταιρείες μπορεί να είναι εισηγμένες ή μη, ολόκληρες εταιρείες ή τμήματα εταιρειών, κ.λ.π.. Για κάθε εταιρεία του δείγματος προσδιορίζονται διάφοροι δείκτες σχετικοί με την αγοραπωλησία. Αυτοί οι δείκτες μπορεί να περιλαμβάνουν τους λόγους αξία συναλλαγής (τίμημα) / καθαρά έσοδα από τόκους, αξία συναλλαγής / σύνολο ενεργητικού κ.λ.π.. Με βάση αυτούς τους δείκτες, ο εμπειρογνώμονας επιλέγει τον καταλληλότερο μέσο δείκτη κατά περίπτωση, ο οποίος, εφαρμόζόμενος στα μεγέθη της υπό μελέτη εταιρείας, θα δώσει την εκτίμηση της αξίας της. Αυτή η εκτίμηση μπορεί να αναμορφωθεί κατά την κρίση του εμπειρογνώμονα με κατάλληλες σταθμίσεις, για την όποια μειωμένη συγκρισιμότητα της εταιρείας με τις εταιρείες του δείγματος των συναλλαγών. Το αναμορφωμένο αποτέλεσμα εκφράζει την αξία της εταιρείας σύμφωνα με τη μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών.

Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας της Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, λήφθηκαν υπόψη οι προβλέψεις και οι παραδοχές των Διοικήσεων των Εταιρειών, υπό το ισχύον λειτουργικό περιβάλλον.

Συγκεκριμένα, για το σκοπό των αποτιμήσεων, ετοιμάστηκαν χρηματοοικονομικά μοντέλα, στα οποία εισήχθησαν οι παραπάνω αναφερόμενες προβλέψεις και οι σχετικές παραδοχές.

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 εταιρειών.

Επιπλέον, διενεργήθηκε ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis), σε βασικές παραμέτρους των χρηματοοικονομικών μοντέλων, ώστε να εξετάσουμε την ευαισθησία της εκτιμώμενης εύλογης αγοραίας αξίας σε αυτές τις παραμέτρους.

Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων

Η αξία μιας εταιρείας προέρχεται από τις μελλοντικές πηγές εισοδήματός της και συνεπώς ο θεωρητικά ορθός τρόπος για τον καθορισμό της αξίας της είναι η εξέταση της δυναμικής της για μελλοντική κερδοφορία.

Η εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής συνεπάγεται αρχικά μια πρόβλεψη των μερισμάτων που προκύπτουν από τη λειτουργία της εταιρείας για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα

πρόβλεψης. Τα μερίσματα προεξοφλούνται στο παρόν δίνοντας έτσι την παρούσα αξία του ταμειακού εισοδήματος της εταιρείας / μετοχής. Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των μερισμάτων που ακολουθούν μετά από το πέρας του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται προβλέψεις (υπολειμματική αξία). Η τελική αξία της εταιρείας προκύπτει από το άθροισμα των προεξοφλημένων μερισμάτων της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Ο χρονικός ορίζοντας που επιλέγεται για τη διενέργεια αναλυτικών προβλέψεων πρέπει να έχει τέτοια διάρκεια ώστε να διασφαλίζεται για την εταιρεία σταθερότητα κερδών ή να αντικατοπτρίζει έναν ολοκληρωμένο οικονομικό κύκλο στην περίπτωση που η εταιρεία ανήκει σε κλάδο που χαρακτηρίζεται από κυκλικότητα. Συνήθως, η περίοδος πρόβλεψης είναι τουλάχιστον πέντε έτη, αλλά μπορεί να διαφοροποιηθεί ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία.

Το επιτόκιο με το οποίο προεξοφλούνται τα μερίσματα (“προεξοφλητικό επιτόκιο”) πρέπει να αντανακλά όχι μόνο την αξία του χρήματος σε τρέχουσες τιμές, αλλά και τον κίνδυνο που σχετίζεται με τη μελλοντική δραστηριότητα της εταιρείας.

Στον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας πρέπει να ληφθεί υπόψη η δυνατότητα της εταιρείας για περαιτέρω ανάπτυξη μετά το τέλος του χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης. Η πιο συνηθισμένη μέθοδος είναι η εφαρμογή του “μοντέλου σταθερού ρυθμού ανάπτυξης”, με βάση το οποίο αναμένεται στο διηνεκές ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης των προβλεπόμενων μερισμάτων του τελευταίου έτους του διαστήματος πρόβλεψης.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την εξαγωγή λογικών αποτελεσμάτων κατά την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας είναι ο σχηματισμός ορθών προβλέψεων για τα μελλοντικά μερίσματα της εταιρείας.

Σημειώνουμε ότι η διανομή μερισμάτων αποτελεί απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της συγκεκριμένης εταιρείας. Συνήθως τα διανεμόμενα μερίσματα είναι χαμηλότερα από τα μέγιστα που θα μπορούσαν να διανεμηθούν. Επομένως εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία αυτή χρησιμοποιήθηκε ένα ποσοστό διανομής των προβλεπόμενων κερδών το οποίο η Διοίκηση της κάθε εταιρείας θεωρεί λογικό.

Η μεθοδολογία της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων βασίζεται σε ένα μεγάλο αριθμό παραδοχών, κάποιες εκ των οποίων ασκούν σημαντική επίδραση στον προσδιορισμό της αξίας. Για το λόγο αυτό κρίθηκε αναγκαία η ανάλυση σεναρίων ευαισθησίας (sensitivity analysis) ώστε να εκτιμηθεί η ευαισθησία της εκτιμώμενης αξίας σε μεταβολές αυτών των βασικών παραμέτρων.

Χρηματιστηριακή Αξία

Για τον προσδιορισμό εύρους αξιών για την ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, εξετάστηκε παράλληλα η χρηματιστηριακή αξία για διάφορα χρονικά διαστήματα εντός των τελευταίων 12 μηνών, και

συγκεκριμένα για αυτά των 12, 9, 6, 3 και 1 μηνών έως την πρώτη ημερομηνία ανακοίνωσης της προτεινόμενης συγχώνευσης, ήτοι την 31 Μαρτίου 2007. Η χρηματιστηριακή αξία κατά το χρονικό διάστημα μετά την ανωτέρω ημερομηνία δεν ελήφθησαν υπόψη στην αποτίμησή μας, αφού αυτή είναι λογικό να έχει επηρεαστεί από τη σχετική ανακοίνωση.

Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση – Καθαρή Θέση

Η μεθοδολογία της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης βασίζεται αποκλειστικά στη στατική εικόνα που διαφαίνεται μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις που αναπροσαρμόζονται ανάλογα, λαμβάνοντας υπόψη πραγματικές αποτιμήσεις των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού μιας εταιρείας. Ως Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση ορίζεται η διαφορά μεταξύ του αναπροσαρμοσμένου Ενεργητικού και του αναπροσαρμοσμένου Παθητικού της εταιρείας.

Για την αναπροσαρμογή της δημοσιευμένης Καθαρής Θέσης λάβαμε υπόψη τις παρατηρήσεις των Ορκωτών Ελεγκτών και τις σημειώσεις της Διοίκησης στους τελευταίους δημοσιευμένους Ισολογισμούς των υπό αποτίμηση εταιρειών.

Στην περίπτωση όπου δεν υφίστανται πραγματικές αποτιμήσεις των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού μιας εταιρείας ή/και παρατηρήσεις από ορκωτούς ελεγκτές ή και σημειώσεις της Διοίκησης στους ισολογισμούς των υπό αποτίμηση εταιρειών, ως αξία αυτών θεωρείται η αξία των ιδίων κεφαλαίων τους.

2.2 Αποτίμηση των Εταιρειών

Για τον προσδιορισμό της αξίας του συνόλου των δραστηριοτήτων της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ και της ΕΛΤΕΒ χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της «Άθροισης των Επιμέρους Περιουσιακών Στοιχείων». Με βάση την εν λόγω μεθοδολογία πραγματοποιήθηκε καταρχήν αποτίμηση των επιμέρους θυγατρικών και συγγενών της εταιρειών, ήτοι Λοιπές Δραστηριότητες καθώς και των Κατασκευαστικών Δραστηριοτήτων, βάσει γενικά παραδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης, οι οποίες χρησιμοποιούνται διεθνώς (όπως αυτές περιγράφονται στην παράγραφο 2.1). Η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε σε κάθε περίπτωση είναι η πλέον ενδεδειγμένη και εύλογη και επιλέχθηκε βάσει παραγόντων όπως η φύση της δραστηριότητας που ασκείται από την εταιρεία, η ωριμότητα της δραστηριότητας, η χρονική της διάρκεια και το ποσοστό συμμετοχής της μητρικής σε αυτή.

Επιπρόσθετα, κατά την αποτίμηση της αξίας του συνόλου των δραστηριοτήτων της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ εξετάστηκαν και οι μεθοδολογίες των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών, Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών και Χρηματιστηριακής Αξίας.

Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την εκτίμηση της αξίας των Εταιρειών σύμφωνα με τις προαναφερθείσες μεθοδολογίες δεν προέκυψαν.

3 Εύρος σχέσης αξιών & σχέσης ανταλλαγής μετοχών μεταξύ της ΕΛΤΕΒ και της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ

Το τελικό εύρος της εύλογης αγοραίας αξίας της κάθε Εταιρείας προέκυψε αξιολογώντας την αποτίμηση της κάθε Εταιρείας ανάλογα με την καταλληλότητα κάθε μεθοδολογίας για τη συγκεκριμένη περίπτωση.

Τα αποτελέσματα της αποτίμησης του συνόλου των δραστηριοτήτων της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ σταθμίστηκαν ανάλογα με την καταλληλότητα κάθε μεθοδολογίας για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Μεγαλύτερη βαρύτητα αποδόθηκε στις μεθόδους της Άθροισης των Επιμέρους Περιουσιακών Στοιχείων και της Χρηματιστηριακής Αξίας. Μικρότερη βαρύτητα αποδόθηκε στις μεθοδολογίες των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών και των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών.

Η αποτίμηση του συνόλου των δραστηριοτήτων της ΕΛΤΕΒ βασίστηκε αποκλειστικά στη μέθοδο της Άθροισης των Επιμέρους Περιουσιακών Στοιχείων.

Με βάση το εύρος της εύλογης αγοραίας αξίας, που υπολογίστηκε ανά Εταιρεία, προσδιορίστηκε το εύρος της σχέσης αξιών μεταξύ της ΕΛΤΕΒ και της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ:

7,64727027076558 έως 9,43327336769379 προς 1 (ΕΛΤΕΒ προς ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ)
--

Επιπλέον το εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προκύπτει έχει ως εξής:

2,02637324434573 έως 2,49962824407672 μετοχές της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, για κάθε μια (1) μετοχή της ΕΛΤΕΒ

Κατά τις αποτιμήσεις μας λήφθηκαν υπόψη οι προβλέψεις και οι παραδοχές της Διοίκησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, υπό το ισχύον λειτουργικό περιβάλλον, τις οποίες ελέγξαμε ως προς τη λογικότητά τους.

4 Έλεγχος του προσχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

Ελέγξαμε το προσχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης με ημερομηνία 2 Νοεμβρίου 2007 προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι δίκαιη και λογική και προκύπτει από την προαναφερθείσα αποτίμηση των προς συγχώνευση εταιρειών.

5 Συμπεράσματα

Τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών, σύμφωνα με το από 2 Νοεμβρίου 2007, καταρτισθέν προσχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προτείνουν την ακόλουθη σχέση ανταλλαγής μετοχών:

- Για τους Μετόχους της Απορροφώμενης Α.Ε.:

Μετοχές της Απορροφώμενης Α.Ε. που κατέχουν έναντι Μετοχών της Απορροφώσας Α.Ε. που δικαιούνται: 2,318574 προς 1 ή άλλως 1 προς 0,43129958, ήτοι οι μέτοχοι της Απορροφώμενης Α.Ε. θα ανταλλάσσουν 1 κοινή, ονομαστική, μετά ψήφου, άυλη μετοχή της Απορροφώμενης Α.Ε., ονομαστικής αξίας 1,25 Ευρώ εκάστη, προς 0,43129958 κοινές, ονομαστικές, μετά ψήφου, άυλες μετοχές της Απορροφώσας Α.Ε., νέας ονομαστικής αξίας 1,03 Ευρώ.

- 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 1,03 Ευρώ εκάστη.

Τα κλασματικά δικαιώματα νέων μετοχών, που τυχόν προκύψουν από τη συγχώνευση, θα ρυθμιστούν με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Απορροφώσας.

Σύμφωνα με την προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών σχέση ανταλλαγής μετοχών, οι μέτοχοι της Απορροφώμενης ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ θα ανταλλάσσουν κάθε μια παλιά μετοχή προς 0,43129958 νέες μετοχές της Απορροφώσας ΕΛΤΕΒ. Η προαναφερθείσα σχέση ανταλλαγής μετοχών υποδηλώνει την παρακάτω σχέση αξιών:

ΕΛΤΕΒ προς ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	8,75 προς 1
-----------------------	-------------

και η οποία κατά τη γνώμη μας εμπίπτει μέσα στο εύρος της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε από την αποτίμηση των Εταιρειών. Επομένως η προτεινόμενη σχέση είναι εύλογη και λογική σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 69, 70, 72-77 του Κ.Ν.2190/1920 και σύμφωνα με τις προβλέψεις, διατάξεις και απαλλαγές των άρθρων 1 έως 5 του Ν.2166/1993, όπως ισχύουν, λαμβανομένων επίσης υπόψη των οικείων διατάξεων του Κανονισμού του Χ.Α., ως ισχύουν.

6 Πρόσθετες παρατηρήσεις και διευκρινίσεις

Σημειώνεται ότι οι μεθοδολογίες Αποτίμησης, οι οποίες εφαρμόστηκαν για τον προσδιορισμό της εύλογης αγοραίας αξίας της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ και ΕΛΤΕΒ, κρίνονται οι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση και κατά την εφαρμογή των μεθοδολογιών αυτών, δεν παρουσιάστηκαν δυσχέρειες ή δυσκολίες.

Οι διαδικασίες για την αποτίμηση των Εταιρειών διενεργήθηκαν υπό την παραδοχή της αυτοτελούς συνέχισης της δραστηριότητας της κάθε Εταιρείας. Συνεπώς δεν εξετάστηκαν τυχόν θετικές ή αρνητικές επιδράσεις της συγχώνευσης, όπως ενδεικτικά είναι οι δυνατότητες για οικονομίες κλίμακας, λοιπές συνέργιες, έξοδα υλοποίησης της συγχώνευσης κ.λ.π..

Επισημαίνεται ότι, τα αποτελέσματα της εργασίας μας δεν αποσκοπούν στον αντικειμενικό προσδιορισμό της αξίας της μετοχής κάθε μιας Εταιρείας ξεχωριστά, αλλά στη σχετική αξία τους στο πλαίσιο της προτεινόμενης συγχώνευσης.

Οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον, λόγω αλλαγών των εκάστοτε οικονομικών και επιχειρηματικών συνθηκών της αγοράς, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της εργασίας μας, μεταβολή, η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

Τέλος, σημειώνεται ότι η παρούσα έκθεση ισχύει, εφόσον η συγχώνευση της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ με την ΕΛΤΕΒ ολοκληρωθεί σύμφωνα με τους όρους που έχουν αποφασισθεί και ανακοινωθεί. Σε κάθε διαφορετική περίπτωση η παρούσα έκθεση θα πρέπει να αναδιαμορφωθεί.

Με εκτίμηση,

Νικόλαος Βουνισέας
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΑ 18701