

Προς:

το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας
«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»

Αθήνα, 16 Οκτωβρίου 2003

Αγαπητοί Κύριοι,

Σε συνέχεια της εντολής σας από 15/07/2003 και στα πλαίσια της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών 94/13-2-2003 άρθρο 1.5. παράγραφος γ) διατυπώνουμε στην παρούσα την κατωτέρω γνώμη μας όσον αφορά τη συγχώνευση με απορρόφηση της **«INTERSONIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ»** από την εταιρία **«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»**, η οποία διενεργείται σύμφωνα με τα άρθρα 69,70, 72-77 του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύουν και σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 5 του Ν.2166/1993, όπως ισχύουν.

A. ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΙ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Στο παρακάτω κεφάλαιο παρουσιάζουμε τις μεθόδους και παραδοχές που λήφθηκαν υπόψη κατά την αποτίμηση των εταιρειών.

INTERSONIC A.B.E.E.

Από την αξιολόγηση των ιστορικών στοιχείων, και του πενταετούς επιχειρηματικού της προγράμματος (business plan) που έχει καταρτίσει η εταιρεία, προκύπτει ότι αυτή βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης. Έχει καταρτιστεί business plan που έχει κατατεθεί για την χορήγηση επιδότησης για την κατασκευή εργοστασίου στα Οινόφυτα Βοιωτίας και επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε αυτά δεδομένα του για να προσδιορίσουμε την αξία της εταιρείας με την **μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών**. Σημειώνουμε ότι για τον υπολογισμό της αξίας της εταιρείας με την προαναφερόμενη μέθοδο και δεδομένου ότι η συγκεκριμένη τεχνολογία (CDR – DVD-R) που παράγει η εταιρεία, εκτιμάται ότι έχει διάρκεια ζωής (τεχνολογικός κύκλος) περίπου 10 -12

έτη, υπολογίσαμε τις επενδύσεις σε εξοπλισμό και την τερματική ταμειακή ροή (ροή στο διηνεκές), με την παραδοχή αυτή. Αναφέρουμε ότι δεν τίθεται θέμα going concern (συνέχισης δραστηριότητας) για την εταιρεία, διότι ο συγκεκριμένος χρόνος ζωής της τεχνολογίας αυτής αφενός είναι εκτιμώμενος και αφετέρου η παρούσα εργασία δεν αποτιμά ούτε υπολογίζει νέες επενδύσεις και νέα προϊόντα που η εταιρεία έχει ήδη αρχίσει να ερευνά για να αναπτύξει

Ως δεύτερη μέθοδο επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε αυτήν των Πολλαπλασίων των Χρηματιστηριακών Δεικτών, αφού υπάρχουν παρόμοιας δραστηριότητας εταιρείες εισηγμένες σε Χρηματιστήρια του εξωτερικού και μπορέσαμε να αντλήσουμε τα απαραίτητα στοιχεία για την εξαγωγή των απαραίτητων χρηματιστηριακών δεικτών για την εφαρμογή της μεθόδου.

Σημειώνεται ότι οι αξίες που προέκυψαν από τις παραπάνω μεθόδους, είναι υπολογισμένες μετά από την αφαίρεση του Liquidity Discount. Το Liquidity Discount υπολογίζεται λόγω του ότι η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, οπότε οι μετοχές αυτές δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης μιας οργανωμένης κεφαλαιαγοράς, γεγονός που μειώνει την δυνατότητα ρευστοποίησης της και αυξάνει τους κινδύνους του μετόχου.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η επικείμενη συγχώνευση αλλάζει εντελώς τα δεδομένα για την INTERSONIC, αλλά η αποτίμησή μας γίνεται με βάση την αρχή ότι οι επιχειρήσεις θα συνεχίσουν όπως ακριβώς είναι κατά την ημερομηνία μετασχηματισμού (Stand Alone).

Οι μέθοδοι που επιλέχθηκαν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση της εταιρείας είναι:

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

Η εταιρεία είναι συμμετοχών (holding), οπότε η **μια μέθοδος** για την αποτίμηση της επιλέχθηκε να είναι η **Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση**, σύμφωνα με την αναπροσαρμοσμένη αξία των συμμετοχών και χρεογράφων της. Αποτιμήθηκαν όλες οι συμμετοχές της εταιρείας με συγκεκριμένες παραδεκτές μεθόδους και αναπροσαρμόστηκε η αξία τους με βάση τα αποτελέσματα. Ακόμα, αποτιμήθηκαν τα χρεόγραφα της εταιρείας με την μέση τιμή έτους (1/7/02-30/6/03) και

αναπροσαρμόστηκε η αξία τους σύμφωνα με την τιμή αυτή. **Η δεύτερη μέθοδος** που επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθεί, είναι η **μέθοδος της Μέσης Χρηματιστηριακής Τιμής**. Βασίστηκε στο γεγονός ότι η εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών και ως εκ τούτου έπρεπε να ληφθεί υπόψη η αποτίμηση της, όπως αποτυπώνεται από το επενδυτικό κοινό.

Λόγω της χαμηλής εμπορευσιμότητάς της μετοχής, υπολογίστηκε liquidity discount 5% στην προκύπτουσα αξία.

Οι μέθοδοι που επιλέχθηκαν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση της εταιρείας είναι:

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

Το σύνολο των πιο πάνω μεθόδων, κατά την εκτίμησή μας, μπορεί να δώσει μία ικανοποιητική προσέγγιση στην αξία των επιχειρήσεων, αφού τα μειονεκτήματα της κάθε μίας αντirroπούνται από τα πλεονεκτήματα της άλλης.

Οι αξίες αποτίμησης που προέκυψαν από τις μεθόδους που εφαρμόσαμε εμφανίζονται αναλυτικά στις κατ'ιδίαν εκθέσεις που συντάξαμε και αφορούν την αποτίμηση των συγχωνευομένων εταιρειών. Στις εκθέσεις αυτές παραπέμπουμε για αναλυτικές πληροφορίες.

Οι αξίες αποτίμησης που προέκυψαν από τις μεθόδους που εφαρμόσαμε αναλύονται πιο κάτω:

INTERSONIC A.B.E.E

Οι αξία της εταιρείας διαφοροποιείται ανάλογα με την παραδοχή που κάνουμε για τον τεχνολογικό της κύκλο. Έτσι, το εύρος των τιμών που μπορεί να λάβει η αξία της εταιρείας είναι:

ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ INTERSONIC ΜΕ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΚΥΚΛΟ 10 ΕΤΩΝ	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	Αποτίμηση εταιρείας (σε '000 €)
Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Τεχνολογικός Κύκλος 10 ετών)	45.510,60
Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών Αγοράς	36.642,15
Σύνολο αξίας εταιρείας	41.076,38

ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ INTERSONIC ΜΕ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΚΥΚΛΟ 12 ΕΤΩΝ	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	Αποτίμηση εταιρείας (σε '000 €)
Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Τεχνολογικός Κύκλος 12 ετών)	56.454,68
Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών Αγοράς	36.642,15
Σύνολο αξίας εταιρείας	46.548,42

Σημειώνουμε ότι για την εξαγωγή της τελικής αξίας της εταιρείας σε κάθε σενάριο ανάλογα με την παραδοχή για τον τεχνολογικό κύκλο, λάβαμε τον μέσο όρο των αξιών και δεν επιλέξαμε να εφαρμόσουμε συντελεστές βαρύτητας στο αποτέλεσμα της κάθε μεθόδου.

- ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

Η ΝΤΕΣΠΕΚ συμμετέχει κατά 51% στην εταιρεία INTERSONIC και ως εκ τούτου η αξία της διαφοροποιείται ανάλογα με την αξία της INTERSONIC, όπως διαμορφώνεται από τα δύο σενάρια για τον τεχνολογικό της κύκλο.

Έτσι, το εύρος των τιμών που μπορεί να λάβει η αξία της εταιρείας είναι:

ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ (σε χιλ. €) - (Τεχνολογικός Κύκλος 10 ετών)	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	Αποτίμηση εταιρείας (σε '000 €)
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Τεχνολογικός Κύκλος 10 ετών)	26.632,51
Χρηματιστηριακή Αξία Εταιρείας	56.840,94
Σύνολο αξίας εταιρείας	41.736,73

ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ (σε χιλ. €) - (Τεχνολογικός Κύκλος 12 ετών)	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	Αποτίμηση εταιρείας (σε '000 €)
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Τεχνολογικός Κύκλος 12 ετών)	29.423,26
Χρηματιστηριακή Αξία Εταιρείας	56.840,94
Σύνολο αξίας εταιρείας	43.132,10

Σημειώνουμε ότι για την εξαγωγή της τελικής αξίας της εταιρείας σε κάθε σενάριο ανάλογα με την παραδοχή για τον τεχνολογικό κύκλο, λάβαμε τον μέσο όρο των αξιών και δεν επιλέξαμε να εφαρμόσουμε συντελεστές βαρύτητας στο αποτέλεσμα της κάθε μεθόδου.

Πιο κάτω αναλύονται οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την αποτίμηση της κάθε εταιρείας

Για την εταιρεία INTERSONIC A.B.E.E

Η μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την αποτίμηση της εταιρείας, είναι:

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

1. Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές

Το μοντέλο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών ορίζει την αξία της εταιρείας ως την αξία των προεξοφλημένων μελλοντικών της αδέσμευτων ταμειακών ροών. Η ανάλυση των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών είναι μια μέθοδος που απομονώνει τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για την αποπληρωμή του χρέους της εταιρείας και να εξασφαλίσει απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Η καθαρή παρούσα αξία των αδέσμευτων ταμειακών ροών στο κεφάλαιο υπολογίζεται πάνω σε μια προβλεπόμενη περίοδο που βασίζεται στο αντιλαμβανόμενο ρίσκο που χρειάζεται για να επιτευχθούν οι ταμιακές ροές. Έτσι αν θέλουμε να λάβουμε υπόψη χρονική αξία του χρήματος, η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών θεωρείται η πιο κατάλληλη για την εκτίμηση της αξίας της εταιρείας.

Το μοντέλο της Προεξοφλητικής Ταμειακής Ροής (Discounted Cash Flow Model) εκτιμά τα ίδια κεφάλαια μιας εταιρείας ως την αξία της εκμετάλλευσης της εταιρείας μείον την αξία του χρέους και διαφόρων άλλων απαιτήσεων που υπερβαίνουν το ύψος των ιδίων κεφαλαίων. Σημειώνεται ότι η αξία της επιχείρησης σήμερα εξομοιώνει πάντοτε την μελλοντική προεξοφλητική ταμειακή ροή με το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου.

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία. Το WACC είναι το μέσο σταθμικό κόστος κάθε νέας νομισματική μονάδας που αποκτάται από την εταιρεία. Με άλλα λόγια είναι ο ελάχιστος συντελεστής απόδοσης τον οποίο πρέπει να εξασφαλίζει η επιχείρηση από την τοποθέτηση των στοιχείων του ενεργητικού της ανάμεσα σε εναλλακτικές επενδύσεις, ώστε να ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών της. Η προσέγγιση του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) γίνεται με βάση το γεγονός ότι τα σχέδια των ενεργών εταιριών είναι ταυτοχρόνως χρηματοδοτούμενα και από τα δάνεια και από τα ίδια κεφάλαια. Ανεξάρτητα από τους φόρους, το κόστος των δανείων αντιστοιχεί στο επιτόκιο δανεισμού. Παραταύτα, με δεδομένους τους φόρους που πληρώνει η εταιρεία, το κόστος του χρέους που αναλογεί είναι το μετά τον φόρο κόστος χρέους.

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου ορίζεται ως :

$$\text{Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)} = k_e * \frac{E}{D+E} + (k_d * \frac{D}{D+E} * (1-T))$$

όπου:

k_e = Το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

k_d = Η αξία των Τοκοφόρων Δανείων

T = Ο Φορολογικός Συντελεστής

D = Η Αξία των Ξένων Κεφαλαίων

E = Η Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων

Ο συντελεστής στάθμισης για τα ίδια κεφάλαια και ο συντελεστής στάθμισης για το χρέος είναι ενδεικτικοί δείκτες. Οι ενδεικτικοί δείκτες εκφράζονται γενικά σε αγοραίες αξίες, όχι σε λογιστικές αξίες.

Χρησιμοποιούμε το Μοντέλο Τιμολόγησης Κεφαλαιουχικών Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model) για να υπολογίσουμε το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων (Cost of Equity). **Το Μοντέλο Τιμολόγησης Κεφαλαιουχικών**

Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM) καθορίζει την σχέση μεταξύ του κινδύνου και των συντελεστών απόδοσης των κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων όταν αυτά κρατώνται σε πλήρως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Η αναμενόμενη απόδοση ενός κεφαλαιακού στοιχείου είναι γραμμική συνάρτηση του συστηματικού κινδύνου του συγκεκριμένου κεφαλαιακού στοιχείου.

Έτσι, το Κόστος Κεφαλαίου ορίζεται:

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (E_{rm} - R_f)$$

Όπου:

R_f = Το άνευ κινδύνου επιτόκιο απόδοσης. Ως τιμή του, χρησιμοποιούμε την μακροχρόνια απόδοση της δεκαετούς κρατικής ομολογίας του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ).

E_{rm}-R_f = Το πριμ κινδύνου της αγοράς. Το πριμ κινδύνου είναι η απόδοση που πρέπει να αναμένει ο επενδυτής για να προβεί σε μια επένδυση. Αυτό ορίζεται ως η διαφορά του E_{rm}, που εκφράζει την απόδοση της αγοράς (Χρηματιστήριο) και της απόδοσης χωρίς ρίσκο, δηλαδή του ΟΕΔ.

Beta = Ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας.

Σημαντικές Επεξηγήσεις:

- Η τιμή του Επιτοκίου 10ετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ), είναι η τιμή την 30/06/2003, ημερομηνία της αποτίμησης της εταιρείας.
- Το κόστος των Ξένων Κεφαλαίων είναι το κόστος δανεισμού όπως προκύπτει από το άθροισμα του ΟΕΔ και της επιβάρυνσης που έχει μία εταιρεία με την κεφαλαιακή δομή και φάση ανάπτυξης της INTERSONIC για να δανειστεί, δηλαδή του ύψους του 2%.
- Ο φορολογικός συντελεστής προκύπτει από τις Προβλεπόμενες Οικονομικές Καταστάσεις.
- Το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων προκύπτει από το CAPM.
- Ο συντελεστής Beta προκύπτει από τον σταθμισμένο μέσο όρο Beta's των συναφών εταιρειών με την INTERSONIC, οι οποίες είναι εισηγμένες στα Χρηματιστήρια του Εξωτερικού και τα οποία αντλήσαμε από το Bloomberg.
- Το πριμ κινδύνου της αγοράς (E_{rm} - R_f), προκύπτει από μελέτες για την μέση απόδοση του Αμερικάνικου Χρηματιστηρίου τα τελευταία 100 χρόνια

Η εκτίμηση της αξίας της εταιρείας βάση της μεθόδου των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών ανέρχεται στο ποσό των **χιλ. ευρώ 45.510,60** με δεδομένο ότι ο τεχνολογικός κύκλος διαρκεί συνολικά 10 έτη και στο ποσό των **χιλ. € 56.454,68** με δεδομένο ότι ο τεχνολογικός κύκλος διαρκεί συνολικά 12 έτη.

Σημειώνεται ότι οι παραπάνω αξίες είναι υπολογισμένες μετά από την αφαίρεση του Liquidity Discount. Το Liquidity Discount υπολογίζεται λόγω του ότι η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, οπότε οι μετοχές αυτές δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης μιας οργανωμένης κεφαλαιαγοράς, γεγονός που μειώνει την δυνατότητα ρευστοποίησης της και αυξάνει τους κινδύνους του μετόχου.

Συγκεκριμένα:

ΠΟΣΑ ΣΕ ΧΙΛ. EURO – ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ 10 ΕΤΩΝ						
	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	Διηνεκές
Καθαρές ταμειακές ροές	-7.386	6.599	19.261	19.606	24.659	92.087
Συντελεστής προεξόφλησης	1,03	1,09	1,16	1,25	1,37	1,52
Παρούσα αξία καθαρών ταμειακών ροών	-7.189	6.068	16.586	15.628	18.023	60.762
Συνολική παρούσα αξία ταμειακών ροών (1)	109.877					
Μείον : Καθαρός Δανεισμός 30/06/2003 (2)	39.861					
Αξία εταιρείας (1)-(2)	39.861					
Αξία μετά από αφαίρεση του Liquidity Discount (35%)	45.510,60					

ΠΟΣΑ ΣΕ ΧΙΛ. EURO – ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ 12 ΕΤΩΝ						
	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	Διηνεκές
Καθαρές ταμειακές ροές	-7.386	6.599	19.261	19.606	24.659	117.605
Συντελεστής προεξόφλησης	1,03	1,09	1,16	1,25	1,37	1,52
Παρούσα αξία καθαρών ταμειακών ροών	-7.189	6.068	16.586	15.628	18.023	77.599
Συνολική παρούσα αξία ταμειακών ροών (1)	126.714					
Μείον : Καθαρός Δανεισμός 30/06/2003 (2)	39.861					
Αξία εταιρείας (1)-(2)	86.853					
Αξία μετά από αφαίρεση του Liquidity Discount (35%)	56.454,68					

2. Μέθοδος των Πολλαπλασίων Χρηματοοικονομικών Δεικτών της αγοράς

Μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης είναι η χρησιμοποίηση πολλαπλάσιων συγκεκριμένων δεικτών της αγοράς. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών

δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και συγκρίσιμες εταιρείες, οι μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο.

Η μέθοδος αυτή λοιπόν βασίζεται στην παραδοχή ότι, η αγορά, λειτουργώντας αποτελεσματικά, εκτιμάει την αξία των μετοχών λαμβάνοντας υπ' όψη της όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, όπως η οικονομική κατάσταση και οι προοπτικές της εταιρείας και του κλάδου.

Οι σημαντικότεροι δείκτες αποτίμησης είναι οι εξής:

P/E : Είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή. Επομένως το P/E είναι ένας αριθμός που αντιπροσωπεύει τον αριθμό των ετών μέσα στα οποία τα κέρδη της (χωρίς να προεξοφλούνται στο παρόν) γίνονται ίσα με την αξία της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα που προκύπτει δείχνει το ποσό που είναι διατεθειμένος να πληρώσει οι επενδυτές για κάθε ευρώ κέρδους της εταιρείας ή τον αριθμό των ετών που θα χρειαστούν ώστε τα κέρδη της εταιρείας να αποπληρώσουν το κόστος της αγοράς της.

P/S : Είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τις πωλήσεις ανά μετοχή. Επομένως το P/S είναι ένας αριθμός που αντιπροσωπεύει τον αριθμό των ετών μέσα στα οποία οι πωλήσεις της (χωρίς να προεξοφλούνται στο παρόν) γίνονται ίσες με την αξία της επιχείρησης.

EV/EBITDA : Είναι ο λόγος της Αξίας της εταιρείας (Enterprise Value) προς το EBITDA (Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων). Ο δείκτης αυτός είναι σημαντικός, γιατί ουσιαστικά υπολογίζει το πραγματικό περιθώριο κέρδους μιας εταιρείας.

Οι αρχές της συγκεκριμένης μεθόδου είναι:

- Όσο μεγαλύτεροι είναι οι χρηματιστηριακοί δείκτες τόσο πιο ψηλά είναι διατεθειμένος ένας επενδυτής να αγοράσει μια μετοχή.
- Το βασικότερο κίνητρο του επενδυτή, είναι η προσδοκία ότι η τιμή της μετοχής θα ανέβει και θα έχει μεγαλύτερη απόδοση.
- Έχει ιδιαίτερη σημασία η σύγκριση της τρέχουσας με την μελλοντική τιμή των χρηματιστηριακών δεικτών. Αν η τρέχουσα τιμή τους είναι μεγαλύτερη από την μελλοντική, τότε δεν είναι συμφέρουσα η επένδυση, αντίθετα η προσδοκία

μεγαλύτερων μελλοντικών χρηματιστηριακών δεικτών, καθιστά την επένδυση ελκυστική.

- ❑ Σαν αριθμητής χρησιμοποιείται η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία (market value) της μετοχής για εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών και η εσωτερική της αξία της μετοχής (internal stock value) για εταιρείες μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών.
- ❑ Σαν παρονομαστής χρησιμοποιούνται τα κέρδη της παρούσας χρήσης ή τα αναμενόμενα μεγέθη της επόμενης χρήσης.
- ❑ Πρέπει να σημειώσουμε ότι αν χρησιμοποιηθεί η εσωτερική λογιστική αξία της μετοχής, η αξία της εταιρείας είναι δυνατό να διαμορφωθεί στο επίπεδο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Για αυτό το λόγο είναι συνήθης πρακτική οι εταιρείες να αποτιμώνται με βάση κλαδικούς χρηματιστηριακούς δείκτες, οι οποίοι πολλαπλασιάζονται με τα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας για να βρεθεί η αξία της εταιρείας.

Η αποτίμηση με βάση τους χρηματιστηριακούς δείκτες ακολουθεί τα εξής στάδια:

Στάδιο 1: Επιλογή Συγκρίσιμων/ Παρεμφερών Εταιρειών.

- Συγκεντρώσαμε από το Bloomberg εταιρείες εισηγμένες σε χρηματιστήρια του Εξωτερικού, οι οποίες κατασκευάζουν CDR και DVD-R. Οι 9 εταιρείες αυτές είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια της Ταϊβάν, Μαλαισίας, Σιγκαπούρης και Ινδίας.
- Καταχωρήσαμε τους Ισολογισμούς τους για τις δύο προηγούμενες χρήσεις (2001 και 2002) για να εξάγουμε τους απαραίτητους χρηματοοικονομικούς δείκτες και να τους συγκρίνουμε με αυτούς της INTERSONIC A.B.E.E. για τις αντίστοιχες χρήσεις.
- Μετά από την εξαγωγή των δεικτών επιλέξαμε τις πωλήσεις της κάθε εταιρείας καθώς και άλλους 9 δείκτες και κατατάξαμε όλες τις εταιρείες με βάση τα κριτήρια αυτά, βαθμολογώντας τις εταιρείες από το 1 (καλύτερη) έως το 10 (χειρότερη).
- Παρατηρούμε ότι η INTERSONIC κατατάσσεται στην 1η κατηγορία. Κατά συνέπεια θα λάβουμε τους δείκτες της εταιρείας που βρίσκεται στην 1η κατηγορία καθώς και τους δείκτες των εταιρειών της 2ης κατηγορίας, της πλησιέστερης στην κατηγορία της INTERSONIC, ώστε να έχουμε ικανό δείγμα ομοειδών εταιρειών για να εφαρμόσουμε την μέθοδο. Από τις εταιρείες της 2ης κατηγορίας εξαιρείται η

εταιρεία CMC, διότι δεν υπάρχουν όλοι οι δείκτες διαθέσιμοι, λόγω μη εκτίμησης από το Bloomberg, των μελλοντικών της κερδών (χρήσης 2003).

Στάδιο 2: Υπολογισμός των χρηματιστηριακών δεικτών των εταιρειών του δείγματος.

- Για τις εταιρείες του δείγματος, υπολογίζουμε τους χρηματιστηριακούς δείκτες τους οποίους επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε στην εργασία μας, και συγκεκριμένα τους δείκτες P/E, P/S και EV/EBITDA.
- Λάβαμε την μέση χρηματιστηριακή αξία των παραπάνω μετοχών για την περίοδο από 28/2/2003 έως 31/07/2003. Όλοι οι δείκτες εξήχθησαν με βάση τα στοιχεία από το Bloomberg ή / και τα στοιχεία από τους επίσημους δικτυακούς τόπους των εταιρειών.

Σημαντικές Επεξηγήσεις

- Τα κέρδη των εταιρειών είναι μετά φόρων.
- Το Enterprise Value ορίζεται ως το άθροισμα της Κεφαλαιοποίησης της εταιρείας και των δανείων της.
- Σημειώνουμε ότι θεωρούμε ότι οι δείκτες των εταιρειών ενσωματώνουν τα στοιχεία από τις νέες οικονομικές καταστάσεις (Ισολογισμοί 2002) στις 28/02/2003 (ημερομηνία δημοσίευσης ισολογισμών).
- Η εταιρεία MBI, δημοσιεύει ισολογισμό στις 30/5/2003, αλλά για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας θεωρήσαμε ότι δημοσιεύει στις 28/2/2003.
- Λόγω του διαφορετικού κόστους κεφαλαίου του χρήματος ανάμεσα στις αγορές της Ελλάδας, Ταϊβάν, Μαλαισίας και Ινδίας, με βάση επίσημα στοιχεία των Financial Times, θεωρήσαμε σκόπιμο να αναπροσαρμόσουμε την χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών της Ινδίας (MBI) και της Μαλαισίας (MEGAN), με τις οποίες υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις, ώστε να λάβουμε ομοειδείς δείκτες.

Στάδιο 3: Υπολογισμός των χρηματιστηριακών δεικτών της υπό εκτίμηση εταιρείας.

Από τους χρηματιστηριακούς δείκτες των εταιρειών του δείγματος εξάγονται οι απαραίτητοι δείκτες.

- Λάβαμε το Ελάχιστο (Min) και το Μέγιστο (Max) του κάθε δείκτη για τις ομοειδείς εταιρείες.
- Έπειτα υπολογίσαμε το εύρος τους και το χωρίσαμε σε 4 τεταρτημόρια. Λάβαμε τα όρια (min και max) του 1ου τεταρτημορίου, στο οποίο εντάσσεται η INTERSONIC, τα οποία εφαρμόστηκαν στα οικονομικά στοιχεία του 2003 της εταιρείας.

Στάδιο 4: Υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης με τους τρεις χρηματιστηριακούς δείκτες.

- Από τις Min και Max αξίες που προέκυψαν με τους επιμέρους δείκτες, υπολογίσαμε τον μέσο όρο.
- Προεξοφλήσαμε με το Κόστος Κεφαλαίου (Ke) της εταιρείας τις παραπάνω αξίες για μισό έτος, για να απεικονίζουν την αξία στις 30/06/2003.

Στάδιο 5: Εκτίμηση της αξίας της εταιρείας.

- Για τον υπολογισμό της αξίας της εταιρείας υπολογίσαμε Liquidity Discount ύψους 35%, το οποίο αφαιρείται από την αξία του min και max της εταιρείας, για να διαμορφωθεί η τελική αξία της INTERSONIC. Το Liquidity Discount υπολογίζεται λόγω του ότι η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, οπότε οι μετοχές αυτές δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης μιας οργανωμένης κεφαλαιαγοράς, γεγονός που μειώνει την δυνατότητα ρευστοποίησης της και αυξάνει τους κινδύνους του μετόχου.
- Για τον υπολογισμό της τελικής αξίας της εταιρείας με αυτή την μέθοδο, λάβαμε τον μέσο όρο του Min και Max μετά από το discount.

Η εκτίμηση της αξίας της εταιρείας βάση την μέθοδο των Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών της Αγοράς ανέρχεται στο ποσό των **χιλ. ευρώ 36.642,15.**

Αναλυτικότερα:

	ΟΜΟΕΙΔΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ		ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ		ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ		ΑΞΙΑ INTERSONIC ΜΕ ΣΤΟΙΧΕΙΑ 2003	
	MIN	MAX		σε χιλ. €	MIN	MAX	MIN	MAX
P/SALES	0,82	2,94	Πωλήσεις 2003	30.220,00	2,41	2,94	72.779,12	88.747,85
P/EPS h	9,10	11,15	EPS προ Εκτάκτων 2003	434,55	10,64	11,15	4.623,90	4.846,61
EV/EBITDA	5,81	8,78	EBITDA 2003	10.570,00	8,03	8,78	42.853,30	50.680,31
			Δάνεια 2003	42.074,61				
P/EPS exp	6,24	8,49	EPS προ Εκτάκτων 2004	13.096,06	7,92	8,49	103.784,16	111.125,83
ΜΕΣΗ MIN/MAX ΑΞΙΑ							56.010,12	63.850,15
ΑΞΙΑ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΜΕ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (KE)							13,02%	52.685,23
LIQUIDITY DISCOUNT							35%	34.245,40
ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕ ΣΤΟΙΧΕΙΑ 2003							36.642,15	

Για την εταιρεία ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

Η μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την αποτίμηση της εταιρείας, είναι:

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

1. Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Η εταιρεία είναι συμμετοχών (holding), οπότε η για την αποτίμηση της επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθεί η **Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση**, σύμφωνα με την αναπροσαρμοσμένη αξία των συμμετοχών και χρεογράφων της. Αποτιμήθηκαν όλες οι συμμετοχές της εταιρείας με συγκεκριμένες παραδεκτές μεθόδους και αναπροσαρμόστηκε η αξία τους με βάση τα αποτελέσματα. Ακόμα, αποτιμήθηκαν τα χρεόγραφα της εταιρείας με την μέση τιμή έτους (1/7/02-30/6/03) και αναπροσαρμόστηκε η αξία τους σύμφωνα με την τιμή αυτή.

Οι συμμετοχές της εταιρείας και οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν για κάθε μία από αυτές, είναι:

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ	ΕΙΔΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ	ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ
NTEΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	100,000%	Άμεση	A.K.Θ. & BID
ΨΗΦΙΑΚΑ ΜΕΣΑ Α.Ε.Β.Ε.	99,998%	Άμεση	A.K.Θ.
ELNET A.B.E.E.	100,000%	Άμεση	A.K.Θ.
- INT ELECTRONICS A.E.	51,000%	Έμμεση	A.K.Θ.
- GRAPHICS GARAGE A.E.	50,000%	Έμμεση	A.K.Θ.
CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ Α.Ε.	41,460%	Άμεση	MCAP
EAGLE RESEARCH A.E.	42,000%	Άμεση	A.K.Θ.
- MOTION FX A.E.	67,000%	Έμμεση	A.K.Θ.
DENICON BUSINESS SERVICES A.E.	99,990%	Άμεση	A.K.Θ.
INTERSONIC A.B.E.E.	51,000%	Άμεση	DCF & MULTIPLES
DESPEC CYPRUS LTD.	66,660%	Άμεση	A.K.Θ.
ENALIOS REAL ESTATE DEVELOPMENTS A.E.	30,000%	Άμεση	A.K.Θ.
DESBIL A.S.	50,000%	Άμεση	BID
- DESPEC BILGISAYAR A.S.	49,930%	Έμμεση	A.K.Θ.
IT INVESTMENTS ROMANIA S.R.L.	99,800%	Άμεση	A.K.Θ.
BRAVELEND HOLDING B.V.	30,000%	Άμεση	A.K.Θ. & COMP TRANS
- DESPEC GROUP B.V.**	100,000%	Έμμεση	A.K.Θ.
DESPEC ROMANIA SRL	50,000%	Άμεση	DCF

Όπου:

A.K.Θ.	: Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση
BID	: Επίσημη προσφορά για εξαγορά (όπως εμφανίζεται στα Πρακτικά του Δ.Σ. της DESPEC GROUP την 14/07/2003)
MCAP	: Χρηματιστηριακή Αξία
DCF	: Προεξοφλημένες Μελλοντικές Ταμειακές Ροές, όπως προκύπτουν από το Business Plan
MULTIPLES:	Πολλαπλασίοι Χρηματιστηριακοί Δείκτες της Αγοράς
COMP TRANS	: Συγκρίσιμες Συναλλαγές

Η αξία της εταιρείας με την μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης υπολογίστηκε στις παρακάτω αξίες, ανάλογα με την αξία των συμμετοχών της, όπως αυτή διαμορφώνεται από τις διαφορετικές τιμές της αξίας της INTERSONIC (παραδοχή για τεχνολογικό της κύκλο).

Αποτίμηση ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	Στοιχεία 30/6/2003 Ποσά σε '000 €
+ <i>Ιδια Κεφάλαια (πριν την αφαίρεση των Ιδίων Μετοχών)</i>	15.074,14
- <i>Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις</i>	42.641,14
- <i>Χρεόγραφα (και οι Ίδιες Μετοχές)</i>	10.140,38
+ <i>Σημερινή αξία χρεογράφων (ιδίων)</i>	3.795,40
+ <i>Σημερινή αξία χρεογράφων (pc systems)</i>	888,43
+ <i>Σημερινή αξία απαιτήσεως από EFG EUROBANK</i>	146,73
+ <i>Αποτίμηση Συμμετοχών με Τεχν. Κύκλο Intersonic 10 έτη</i>	59.509,34
- <i>Παρατηρήσεις Ορκωτού</i>	0,00
Αποτίμηση ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ	26.632,51

Αποτίμηση ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	Στοιχεία 30/6/2003 Ποσά σε '000 €
+ <i>Ιδια Κεφάλαια (πριν την αφαίρεση των Ιδίων Μετοχών)</i>	15.074,14
- <i>Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις</i>	42.641,14
- <i>Χρεόγραφα (και οι Ίδιες Μετοχές)</i>	10.140,38
+ <i>Σημερινή αξία χρεογράφων (ιδίων)</i>	3.795,40
+ <i>Σημερινή αξία χρεογράφων (pc systems)</i>	888,43
+ <i>Σημερινή αξία απαιτήσεως από EFG EUROBANK</i>	146,73
+ <i>Αποτίμηση Συμμετοχών με Τεχν. Κύκλο Intersonic 12 έτη</i>	62.300,08
- <i>Παρατηρήσεις Ορκωτού</i>	0,00
Αποτίμηση ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ	29.423,26

Σημειώνουμε ότι:

- ⇒ Στα χρεόγραφα που αφαιρούμε προσθέτουμε την αξία των Ιδίων Μετοχών της εταιρείας, ύψους χιλ. € 7.719,68, τα οποία εμφανίζονται αφαιρετικά των Ιδίων Κεφαλαίων στον Ισολογισμό.
- ⇒ Για την αποτίμηση των χρεογράφων της Pc Systems, λάβαμε την Μέση Χρηματιστηριακή Τιμή έτους (1/7/02 – 30/6/03) η οποία είναι € 2,23 και ο αριθμός των μετοχών που κατέχει η εταιρεία είναι 398.400.
- ⇒ Η απαίτηση από την EFG Eurobank αφορά χρήματα που είχαν δοθεί για πραγματοποίηση επένδυσης, η οποία δεν έγινε.

2. Μέθοδος Μέσης Χρηματιστηριακής Τιμής

Η αποτίμηση της εταιρείας με την αυτή μέθοδο υπολογίστηκε με βάση την μέση χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας, όπως αυτή διαμορφώθηκε σε διάστημα ενός έτους (1/7/2002 – 30/6/2003).

Η αξία της υπολογίστηκε σε χιλ. € **56.840,94**

Η μέση τιμή υπολογίστηκε για το προαναφερόμενο διάστημα διαιρώντας τον Συνολικό Όγκο Συναλλαγών με τον Συνολικό Όγκο που διαπραγματεύτηκε. Η μέση τιμή που προέκυψε είναι € 1,837.

Λάβαμε discount 5% για λόγους μειωμένης εμπορευσιμότητας των μετοχών της εταιρείας.

Έτσι η αποτίμηση της εταιρείας με την μέθοδο αυτή διαμορφώνεται:

Αρ. μετοχών	Μέση Τιμή 1/7/2002– 30/6/2003	Discount	ΑΞΙΑ σε χιλ. €
32.577.900	1,837	5%	56.840,94

B. ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ «INTERSONIC A.B.E.E» και «ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»

Λαμβάνοντας υπόψη όσα προαναφέρθηκαν, η αξία που υπολογίσθηκε για τις εξεταζόμενες εταιρείες με βάση τις μεθόδους που εφαρμόστηκαν, παρουσιάζονται παρακάτω.

Η **αξία** της εταιρείας «**INTERSONIC A.B.E.E**» προσδιορίζεται από τον μέσο όρο των δύο (2) μεθόδων αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε, και ανάλογα με την παραδοχή για την διάρκεια του τεχνολογικού κύκλου των προϊόντων που παράγει η εταιρεία.

Έτσι, το εύρος της αξίας της εταιρείας είναι:

ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ INTERSONIC ΜΕ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΚΥΚΛΟ 10 ΕΤΩΝ	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	Αποτίμηση εταιρείας (σε '000 €)
Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Τεχνολογικός Κύκλος 10 ετών)	45.510,60
Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών Αγοράς	36.642,15
Σύνολο αξίας εταιρείας	41.076,38

ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ INTERSONIC ΜΕ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΚΥΚΛΟ 12 ΕΤΩΝ	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	Αποτίμηση εταιρείας (σε '000 €)
Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Τεχνολογικός Κύκλος 12 ετών)	56.454,68
Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών Αγοράς	36.642,15
Σύνολο αξίας εταιρείας	46.548,42

Η **αξία** της εταιρείας «**ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ**» προσδιορίζεται από τον μέσο όρο των μεθόδων αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε, και ανάλογα με την παραδοχή για την διάρκεια του τεχνολογικού κύκλου της εταιρείας INTERSONIC.

Έτσι, το εύρος της αξίας της εταιρείας είναι:

ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ (σε χιλ. €)	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	Αποτίμηση εταιρείας (σε '000 €)
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Τεχνολογικός Κύκλος 10 ετών)	26.632,51
Χρηματιστηριακή Αξία Εταιρείας	56.840,94
Σύνολο αξίας εταιρείας	41.736,73


ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ (σε χιλ. €)	
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	Αποτίμηση εταιρείας (σε '000 €)
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Τεχνολογικός Κύκλος 12 ετών)	29.423,26
Χρηματιστηριακή Αξία Εταιρείας	56.840,94
Σύνολο αξίας εταιρείας	43.132,10

Με βάση το εύρος των αξιών των εταιρειών, προέκυψε η σχέση ανταλλαγής των μετοχών τους.

Γ. ΔΥΣΚΟΛΙΕΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Σύμφωνα με το άρθρο 1.5. παράγραφος γ) της απόφασης 94/13-2-2003 του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με τη συγχώνευση με απορρόφηση της Ανώνυμης Εταιρείας «INTERSONIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ» από την εταιρία «ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ», η οποία γίνεται με βάση τα άρθρα 69,70, 72-77 του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύουν και σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 5 του Ν.2166/1993, όπως ισχύουν, απαιτείται δήλωση του κάθε ελεγκτικού οίκου που διενήργησε τις αποτιμήσεις των συγχωνευομένων εταιριών, για το εάν προέκυψαν δυσκολίες κατά την αποτίμηση.

Στα πλαίσια των προαναφερομένων δηλώνουμε ότι κατά την αποτίμηση δεν προέκυψαν ιδιαίτερες δυσκολίες για την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης.

Με εκτίμηση,
Για την Grant Thornton 

Βασίλης Καζάς
Ορκωτός Ελεγκτής – Λογιστής
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ 13281

Δ. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ

Με τις εκθέσεις μας, αποτιμήσαμε τις εταιρίες **«INTERSONIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ»** και **«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»**, προκειμένου να καθοριστεί η σχέση ανταλλαγής των μετοχών τους, κατά τη διαδικασία απορρόφησης της πρώτης από την δεύτερη, με βάση τις διατάξεις του ΚΝ 2190/20, τις διατάξεις του Ν. 2166/93 και τις διατάξεις της απόφασης 94/13.2.2003 του ΔΣ του Χρηματιστηρίου Αξιών.

Εφαρμόσαμε κατά τη διαδικασία της αποτίμησης και για τις δύο εταιρίες, τις εξής παραδεκτές μεθόδους:

Για την INTERSONIC A.B.E.E. :

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

Για την ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ :

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ

-ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η Ανώνυμη Εταιρεία «INTERSONIC A.B.E.E.» θα συγχωνευτεί δια απορροφήσεως από την Εταιρεία «ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ».

Η απορρόφηση της εταιρείας «INTERSONIC A.B.E.E.» (Απορροφούμενη) από την εταιρεία «ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ» (Απορροφούσα) θα γίνει σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων από 69 έως και 77 του Κ.Ν. 2190/1920, όπως ισχύει και σε συνδυασμό και με τις ευεργετικές διατάξεις του Νόμου 2166/1993 (Άρθρα 1-5) όπως ισχύει.

Η σχέση ανταλλαγής των μετοχών θα προσδιοριστεί από τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών.

Για την έγκριση και υλοποίηση της συγχώνευσης, επειδή η Απορροφούσα Ανώνυμη Εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, θα απαιτηθεί και η άδεια των

Αρμοδίων Οργάνων του Χρηματιστηρίου Αθηνών στα πλαίσια των ορισμένων στην Χρηματιστηριακή Νομοθεσία, όπως τροποποιηθείσα ισχύει σήμερα.

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Απορροφούσης Ανώνυμης Εταιρείας, που στις 30-6-2003 ανέρχεται σε € 9.773.370, διαιρούμενο σε 32.577.900 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας € 0,30 της κάθε μίας με την Συγχώνευση των δύο Εταιρειών θα αυξηθεί κατά € 4.884.729,00, ποσό που αντιστοιχεί : 1) σε ποσό € 2.966.156,20 που αντιστοιχεί στο καταβεβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο, κατά την 30-6-2003, της Απορροφούμενης Ανώνυμης Εταιρείας, που ανέρχεται συνολικά σε € 6.053.380,00, διαιρούμενο σε 2.066.000 ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας € 2,93 της κάθε μίας, μειωμένου όμως κατά € 3.087.223,80, ποσό που αντιστοιχεί σε 1.053.660 ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας € 2,93 της κάθε μίας, που κατέχει σήμερα η Απορροφώσα Ανώνυμη Εταιρεία και οι οποίες, σύμφωνα με τον Κ.Ν. 2190/1920 όπως ισχύει και το Ν. 2166/1993 όπως ισχύει, θα πρέπει να ακυρωθούν και να μην ληφθούν υπ' όψιν στις σχέσεις ανταλλαγής των μετοχών, και το οποίο Μετοχικό Κεφάλαιο θα πρέπει να εισφερθεί στην Απορροφούσα Ανώνυμη Εταιρεία, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο Ν. 2166/1993 όπως ισχύει, και 2) σε ποσό € 1.918.572,80 που προέρχεται από το λογαριασμό «Διαφορά από την υπέρ το άρτιο έκδοση μετοχών» της Απορροφούσης Ανώνυμης Εταιρείας, το οποίο ποσό θα κεφαλαιοποιηθεί για λόγους στρογγυλοποίησης.

Με την ολοκλήρωση της Συγχώνευσης, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Απορροφούσης Ανώνυμης Εταιρείας θα ανέλθει συνολικά στο ποσό των € 14.658.099,00, διαιρούμενο σε 48.860.330 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας € 0,30 της κάθε μίας μετοχής.

Επειδή η ΝΤΕΣΠΕΚ κατέχει ήδη το 51% της INTERSONIC, η δεύτερη κατά την διαδικασία της απορρόφησης, θα εισφέρει το 49% του μετοχικού κεφαλαίου της. Με βάση το ποσοστό αυτό, καθορίζεται και η σχέση ανταλλαγής των μετοχών των δύο εταιρειών.

Οι αξίες των μετοχών της κάθε εταιρείας που θα εισφερθούν κατά την συγχώνευση με απορρόφηση και σύμφωνα με την αποτίμηση των εταιρειών από την εργασία μας (αναφορά στις αξίες των εταιρειών από την αποτίμηση γίνεται στο κεφάλαιο Β), παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

Σενάριο Α – Τεχνολογικός Κύκλος 10 ετών					
Μέτοχοι της :	Αριθμός Μετοχών πριν τη συγχώνευση	Αξία Μετοχής από αξίες αποτίμησης	Αξία Εταιρείας πριν τη συγχώνευση	Εσωτερική Αξία Νέας Μετοχής	Σχέση Ανταλλαγής
ΝΤΕΣΠΕΚ	32.577.900	1,28	41.736.730	1,27	1,01
INTERSONIC (49% της εταιρείας)	1.012.340	19,88	20.127.420	1,27	15,70
Σύνολο			61.864.150		

Σενάριο Β – Τεχνολογικός Κύκλος 12 ετών					
Μέτοχοι της :	Αριθμός Μετοχών πριν τη συγχώνευση	Αξία Μετοχής από αξίες αποτίμησης	Αξία Εταιρείας πριν τη συγχώνευση	Εσωτερική Αξία Νέας Μετοχής	Σχέση Ανταλλαγής
ΝΤΕΣΠΕΚ	32.577.900	1,32	43.132.100	1,37	0,97
INTERSONIC (49% της εταιρείας)	1.012.340	23,45	23.739.690	1,37	17,13
Σύνολο			66.871.790		

Έτσι, το εύρος της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, είναι:

Μέτοχοι της :	Σχέση Ανταλλαγής (τεχνολογικός κύκλος 10 ετών)	Σχέση Ανταλλαγής (τεχνολογικός κύκλος 12 ετών)
ΝΤΕΣΠΕΚ	1,01	0,97
INTERSONIC (49% της εταιρείας)	15,70	17,13

Με βάση το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης των εταιρειών, η σχέση ανταλλαγής ορίστηκε από τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών σε:

Μέτοχοι της :	Σχέση Ανταλλαγής
ΝΤΕΣΠΕΚ	1,00
INTERSONIC (49% της εταιρείας)	16,0839540075

Η πιο πάνω σχέση ανταλλαγής, με βάση και τα αποτελέσματα της αποτίμησής μας, κρίνεται δίκαια και λογική.

Τα παραπάνω συμπεράσματα που αφορούν τη σχέση αξιών των συγχωνευόμενων εταιρειών και τη σχέση ανταλλαγής μετοχών, προκύπτουν με βάση τα δεδομένα της αποτίμησης των συγχωνευόμενων εταιρειών, τα αποτελέσματα των οποίων αξιολογήθηκαν και σταθμίσθηκαν κατά την κρίση μας, με βάση τις υφιστάμενες συνθήκες και τις ιδιαιτερότητες κάθε εταιρείας. Είναι δυνατόν, κάτω από διαφορετική εκτίμηση των δεδομένων, να προκύψουν διαφορετικά συμπεράσματα. Ο υπογράφων την παρούσα Ορκωτός Ελεγκτής, δεν έχει ευθύνη για τις συνέπειες αποφάσεων ή πράξεων της εταιρείας ή τρίτων, οι οποίες αποφάσεις ή πράξεις έχουν σαν αιτία τους τα παραπάνω συμπεράσματα, αφού αυτά δε μπορούν να χαρακτηριστούν, με απόλυτο τρόπο, μοναδικά.

Προς:

το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας
«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»

Αθήνα, 16 Οκτωβρίου 2003

Αγαπητοί Κύριοι,

Σε συνέχεια της εντολής σας από 15/07/2003 και στα πλαίσια της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών 94/13-2-2003 άρθρο 1.5. παράγραφος δ) διατυπώνουμε στην παρούσα την κατωτέρω γνώμη μας για την καταλληλότητα των χρησιμοποιούμενων μεθόδων, όσον αφορά τη συγχώνευση με απορρόφηση της «**INTERSONIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ**» από την εταιρία «**ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ**», η οποία διενεργείται σύμφωνα με τα άρθρα 69,70, 72-77 του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύουν και σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 5 του Ν.2166/1993, όπως ισχύουν.

INTERSONIC A.B.E.E.

Η εταιρεία βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης και στην χρήση 2003 ολοκλήρωσε την επένδυση της στα Οινόφυτα Βοιωτίας. Η αποτίμηση της εταιρείας με την *μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών* βασίστηκε στο business plan έχει ήδη καταρτίσει η εταιρεία και αυτό έχει εγκριθεί από το Δημόσιο και τις Τράπεζες, για την επιχορήγηση της επένδυσης του εργοστασίου. Επίσης, τα θετικά αποτελέσματα του πρώτου εξαμήνου 2003 επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις σε μεγάλο βαθμό. Κατά συνέπεια θεωρούμε ότι το business plan (από το οποίο προκύπτουν οι μελλοντικές ταμειακές ροές) παρέχει ασφαλείς πληροφορίες και προβλέψεις. Επίσης, αποτυπώνει τα μεγέθη της εταιρείας τόσο στην φάση ανάπτυξης που βρίσκεται, όσο και στην φάση ωρίμανσης, η οποία προσδιορίζεται στα δύο τελευταία χρόνια της

προβλεπόμενης πενταετίας, οπότε η μέθοδος αποτίμησης αντλεί στοιχεία και από τις δύο φάσεις ανάπτυξης της εταιρείας. Σημειώνουμε, ότι δεδομένου ότι η συγκεκριμένη τεχνολογία (CDR – DVD-R) που παράγει η εταιρεία, εκτιμάται ότι έχει διάρκεια ζωής (τεχνολογικός κύκλος) περίπου 10 -12 έτη, υπολογίσαμε τις επενδύσεις σε εξοπλισμό και την τερματική ταμειακή ροή (ροή στο διηνεκές), με την παραδοχή αυτή. Αναφέρουμε ότι δεν τίθεται θέμα going concern (συνέχισης δραστηριότητας) για την εταιρεία, διότι ο συγκεκριμένος χρόνος ζωής της τεχνολογίας αυτής αφενός είναι εκτιμώμενος και αφετέρου η παρούσα εργασία δεν αποτιμά ούτε υπολογίζει νέες επενδύσεις και νέα προϊόντα που η εταιρεία έχει ήδη αρχίσει να ερευνά για να αναπτύξει.

Η αξία που προκύπτει από την εφαρμογή της παραπάνω μεθόδου, είναι υπολογισμένη μετά από την αφαίρεση του *Liquidity Discount* (35%). Το *Liquidity Discount* υπολογίζεται λόγω του ότι η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, οπότε οι μετοχές αυτές δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης μιας οργανωμένης κεφαλαιαγοράς, γεγονός που μειώνει την δυνατότητα ρευστοποίησης της και αυξάνει τους κινδύνους του μετόχου.

Η *μέθοδος των Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών*, υπολογίζει την αξία της εταιρείας με βάση συγκεκριμένους δείκτες, όπως προκύπτουν από εταιρείες παρεμφερούς δραστηριότητας. Οι εταιρείες αυτές, κατηγοριοποιούνται με βάση την απόδοση τους, όπως αυτή μετράται από συγκεκριμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Έτσι προκύπτουν οι εταιρείες που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία με την INTERSONIC, ώστε να ληφθούν από αυτές οι χρηματιστηριακοί δείκτες που απαιτούνται από την μέθοδο, προκειμένου να υπολογιστεί η αξία της αποτιμώμενης εταιρείας. Εξήχθησαν τρεις δείκτες, οι οποίοι εφαρμόστηκαν σε ιστορικά και μελλοντικά οικονομικά δεδομένα της εταιρείας και από τον μέσο όρο τους προέκυψε η αξία της εταιρείας με την συγκεκριμένη μέθοδο.

Η αξία που προκύπτει από την εφαρμογή της παραπάνω μεθόδου, είναι υπολογισμένη μετά από την αφαίρεση του *Liquidity Discount* (35%). Το *Liquidity Discount* υπολογίζεται λόγω του ότι η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, οπότε οι μετοχές αυτές δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης μιας οργανωμένης κεφαλαιαγοράς, γεγονός που μειώνει την δυνατότητα ρευστοποίησης της και αυξάνει τους κινδύνους του μετόχου.


ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

Η εταιρεία είναι συμμετοχών (holding), οπότε η **μία μέθοδος** για την αποτίμηση της επιλέχθηκε να είναι η **Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση**, σύμφωνα με την αναπροσαρμοσμένη αξία των συμμετοχών και χρεογράφων της. Αποτιμήθηκαν όλες οι συμμετοχές της εταιρείας με συγκεκριμένες παραδεκτές μεθόδους και αναπροσαρμόστηκε η αξία τους με βάση τα αποτελέσματα. Ακόμα, αποτιμήθηκαν τα χρεόγραφα της εταιρείας με την μέση τιμή έτους (1/7/02-30/6/03) και αναπροσαρμόστηκε η αξία τους σύμφωνα με την τιμή αυτή.

Η δεύτερη μέθοδος που επιλέχθηκε να χρησιμοποιηθεί, είναι η **μέθοδος της Μέσης Χρηματιστηριακής Τιμής**. Βασίστηκε στο γεγονός ότι η εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών και ως εκ τούτου έπρεπε να ληφθεί υπόψη η αποτίμηση της, όπως αποτυπώνεται από το επενδυτικό κοινό.

Λόγω της χαμηλής εμπορευσιμότητάς της μετοχής, υπολογίστηκε *liquidity discount* 5% στην προκύπτουσα αξία.

Το σύνολο των πιο πάνω μεθόδων και ρυθμίσεων, κατά την εκτίμησή μας, μπορεί να δώσει μία ικανοποιητική προσέγγιση στην αξία της επιχείρησης. Οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν κρίνονται κατάλληλες για την αποτίμηση των εξεταζόμενων εταιρειών.

Με εκτίμηση,
Για την Grant Thornton 

Βασίλης Καζάς
Ορκωτός Ελεγκτής - Λογιστής
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ 13281

Προς:

το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας
«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»

Αθήνα, 16 Οκτωβρίου 2003

Αγαπητοί Κύριοι,

Σε συνέχεια της εντολής σας από 15/07/2003 και στα πλαίσια της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών 94/13-2-2003 άρθρο 1.5. παράγραφος ε) διατυπώνουμε στην παρούσα την κατωτέρω γνώμη μας όσον αφορά τη συγχώνευση με απορρόφηση της **«INTERSONIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ»** από την εταιρία **«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»**, η οποία διενεργείται σύμφωνα με τα άρθρα 69,70, 72-77 του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύουν και σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 5 του Ν.2166/1993, όπως ισχύουν.


Από τις αποτιμήσεις των ανωτέρω εταιριών που διενεργήσαμε και διατυπώνονται στις εκθέσεις αποτίμησης μας, έχουμε τη γνώμη ότι:

α. η σχέση ανταλλαγής των μετοχών των μετόχων της **«INTERSONIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ»** με τις μετοχές της **«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»** μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης είναι εύλογη και λογική και

β. η σχέση ανταλλαγής των μετοχών των μετόχων της **«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»** με τις μετοχές της

«INTERSONIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ»

μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης είναι εύλογη και λογική.

Με εκτίμηση,
Για την Grant Thornton 

Βασίλης Καζάς
Ορκωτός Ελεγκτής - Λογιστής
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ 13281

Προς:

το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας
«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»

Αθήνα, 16 Οκτωβρίου 2003

Σε συνέχεια της εντολής σας από 15/07/2003 και στα πλαίσια της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών 94/13-2-2003 άρθρο 1.5. παράγραφος στ) διατυπώνουμε στην παρούσα την κατωτέρω γνώμη μας για τις επιπτώσεις της συγχώνευσης στην περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της απορροφούσας, όπως αυτή προκύπτει μετά την συγχώνευση με απορρόφηση της **«INTERSONIC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ»** από την εταιρία **«ΝΤΕΣΠΕΚ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ»**, η οποία διενεργείται σύμφωνα με τα άρθρα 69,70, 72-77 του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύουν και σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 5 του Ν.2166/1993, όπως ισχύουν.

Ε. ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΟΥΣΑΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ

Με βάση τις οικονομικές καταστάσεις των συγχωνευόμενων εταιριών συντάχθηκε proforma οικονομική κατάσταση για να διαπιστωθεί η επίδραση επί των οικονομικών μεγεθών. Η proforma οικονομική κατάσταση προέκυψε από άθροιση των επιμέρους κονδυλίων των δύο εταιριών (ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ & INTERSONIC Α.Β.Ε.Ε).


	ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε.	INTERSONIC Α.Β.Ε.Ε	NEA ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	30/06/2003	30/06/2003	Proforma
Έξοδα Εγκατάστασης	1.212.093,14	356.278,40	1.568.371,54
Σύνολο Πάγιου Ενεργητικού	47.112.608,50	27.966.006,64	71.991.391,34
Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού	3.155.547,13	11.568.708,65	14.724.255,78
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού	0,00	185078,56	185.078,56
Σύνολο Ενεργητικού	51.480.248,77	40.076.072,25	88.469.097,22

	ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε.	INTERSONIC Α.Β.Ε.Ε	NEA ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	30/06/2003	30/06/2003	Proforma
Ίδια Κεφάλαια	7.354.450,73	12.433.062,24	16.700.289,17
Προβλέψεις	0,00	15.000,00	15.000,00
Υποχρεώσεις	44.125.798,04	27.611.365,83	71.737.163,87
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Παθητικού	0,00	16.644,18	16.644,18
Σύνολο Παθητικού	51.480.248,77	40.076.072,25	88.469.097,22

	ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε.	INTERSONIC Α.Β.Ε.Ε	NEA ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ	30/06/2003	30/06/2003	Proforma
Κύκλος εργασιών	61.813,22	8.148.294,73	8.210.108
Κόστος Πωληθέντων	0,00	6.271.415,15	6.271.415
Μικτά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης	61.813,22	1.876.879,58	1.938.692,80
Μερικά Αποτελέσματα Εκμετάλλευσης	-995.513,67	1.064.472,86	68.959,19
Αποτελέσματα Χρήσεως Προ Φόρων	-1.227.260,30	3.273.103,86	2.045.843,56

Όπως προκύπτει από την ανάλυση των βασικών οικονομικών μεγεθών η εταιρεία που θα προκύψει από συγχώνευση της ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ και της INTERSONIC Α.Β.Ε.Ε, πρόκειται να παρουσιάσει αρχικά (χωρίς την εξέταση των επιχειρησιακών σχεδίων), όλα τα κύρια οικονομικά της

μεγέθη εξαιρετικά βελτιωμένα. Σημειώνεται ότι η γνώμη μας αυτή βασίζεται στα ελεγμένα λογιστικά στοιχεία και ότι δεν εξετάστηκαν από την πλευρά μας οι επιπτώσεις από τη συγχώνευση σε ότι αφορά τα μελλοντικά αποτελέσματα.

Με εκτίμηση,
Για την Grant Thornton 

Βασίλης Καζάς
Ορκωτός Ελεγκτής - Λογιστής
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ 13281