

ΕΥΡΩΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΑΕ

ΟΡΚΩΤΟΙ ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ: ΚΑΣΙΜΑΤΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

: ΖΟΥΡΙΔΑΚΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

Αθήνα, 18 Ιουνίου 2004

ΕΚΘΕΣΗ ΕΛΕΓΧΟΥ

Για το σκοπό της συγχώνευσης με απορρόφηση της ανωνύμου εταιρείας με την επωνυμία «ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» από την «ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ» με βάση τα άρθρα 69,70,72-77 Ν.2190/1920 και κατά τις προβλέψεις, διατάξεις και απαλλαγές του Ν. 2166/1993.

Προς

Το Διοικητικό Συμβούλιο

ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ

ΒΙΠΑ Αυλώνος

Κύριοι,

Κατόπιν σχετικής εντολής που μας δόθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της «ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΗΜΙΚΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΑΕ » (εφεξής ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ Α.Ε.) για το σκοπό της συγχώνευσης της με απορρόφηση από την ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ (εφεξής ΕΛΤΟΝ ΑΕΒΕ) και ειδικότερα αναφορικά με:

(α) Τη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων των εταιρειών ΕΛΤΟΝ ΑΕ και ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ.

(β) Τη διατύπωση γνώμης, ως προς το εάν η σχέση ανταλλαγής των μετοχών στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης είναι εύλογη και λογική και,

(γ) Την ειδική και αιτιολογημένη αναφορά σχετικά με την επίπτωση της συγχώνευσης στην περιουσιακή διάρθρωση της απορροφώσας όπως αυτή προκύπτει μετά την συγχώνευση, προβήκαμε στα ακόλουθα:

1. Διαπιστώσαμε τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων που απεικονίζονται στον Ισολογισμό Μετασχηματισμού της 31.12.2003, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 69, 70, 72 - 77 του Ν. 2190/1920 και των άρθρων 1 - 5 του Ν. 2166/1993. Η διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων του Ισολογισμού Μετασχηματισμού βασίστηκε στις Οικονομικές Καταστάσεις της χρήσης που έληξε την 31^η Δεκεμβρίου 2003, επί των οποίων η εταιρεία Σ.Ο.Λ. Α.Ε. διενήργησε τακτικό έλεγχο σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 37 του Κ.Ν. 2190/1920 και τις ελεγκτικές διαδικασίες που έκρινε κατάλληλες με βάση τις αρχές και κανόνες ελεγκτικής που ακολουθεί το ΣΟΕΛ και εξέδωσε το υπό ημερομηνία 5 Φεβρουαρίου 2004 πιστοποιητικό της. Επειδή η ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού συμπίπτει με την ημερομηνία των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων του Κ.Ν. 2190/1920 και επειδή βασιστήκαμε στον έλεγχο που διενήργησαν οι τακτικοί ορκωτοί ελεγκτές της Εταιρείας δεν προβήκαμε σε επανέλεγχο των Οικονομικών αυτών Καταστάσεων .

Από την εργασία μας διαπιστώσαμε ότι η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων που απεικονίζονται στον Ισολογισμό Μετασχηματισμού της 31.12.2003 προκύπτει από τα βιβλία και στοιχεία που τηρεί η ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ, συμφωνεί με τον ελεγμένο ισολογισμό της 31 Δεκεμβρίου 2003 που συντάχθηκε με βάση τις διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920 και προκύπτει από το βιβλίο απογραφών και ισολογισμού της εταιρείας.

2. Για τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών εφαρμόσαμε διεθνώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης. Οι μέθοδοι που

υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές είναι η ενδεδειγμένη και λογική. Κατωτέρω παραθέτουμε τις μεθόδους αποτίμησης που εφαρμόστηκαν και τη σχέση αξιών που προέκυψε μεταξύ απορροφώμενης και απορροφώσας, από την εφαρμογή της κάθε μεθόδου.

ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

(ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)

	<u>ΕΛΤΟΝ</u>	<u>ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ</u>	<u>ΑΞΙΑ</u> <u>Απορροφούμενου</u> <u>ποσοστού(48%)</u> <u>της Μοσχολιος ΑΕ</u>	<u>Σχέση</u> <u>αξιών</u>
	<u>ΑΕ</u>	<u>ΑΕ</u>		
Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση (με βάση τις παρατηρήσεις του πιστοποιητικού ελέγχου)	€ 7.242	€ 7.823	3.755	0,5185
Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών (βασικό σενάριο)	€ 78.240	€ 33.186	15.929	0,2036
Κεφαλαιοποίηση μέσου όρου πιθανών κερδών προσεχούς πενταετίας	€ 37.038	€ 30.181	14.487	0,3911

ΣΧΕΣΗ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΛΤΟΝ ΑΕΒΕ- ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ

Από τις παραπάνω εκτιμήσεις που προηγήθηκαν προέκυψε ότι τα αποτελέσματα κάθε μιας από τις τρεις μεθόδους που εφαρμόσαμε μας δίνουν αποτελέσματα τα οποία αποκλίνουν μεταξύ τους. Ετσι κάθε μια από τις παραπάνω μεθόδους προσδιορίζει και μια διαφορετική σχέση ανταλλαγής. Οι προσδιοριζόμενες σχέσεις ανταλλαγής έχουν ως εξής :

Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση (με βάση τις παρατηρήσεις του πιστοποιητικού ελέγχου)	6,25453313
Προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών (Βασικό σενάριο)	2,45599360
Κεφαλαιοποίηση μέσου όρου πιθανών κερδών προσεχούς 5ετίας	4,71825894

Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών καθώς και αυτή της κεφαλαιοποίησης των πιθανών κερδών της προσεχούς πενταετίας στηρίζονται σε προβλέψεις που είναι βασισμένες σε παραδοχές που μπορεί να μην εκπληρωθούν και να μη πραγματοποιηθούν στο μέλλον, και για τις οποίες προβλέψεις δεν εκφέρουμε γνώμη. Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης είναι στατική δηλαδή δεν λαμβάνει υπόψη την αξία που προσδίδουν στην εταιρία άλλα στοιχεία πέραν αυτών που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις (π.χ. φήμη και πελατεία). Σημειώνουμε ότι, η αποτίμηση εταιρειών ή επιχειρήσεων δεν μπορεί να θεωρηθεί επακριβής επιστήμη και έτσι τα συμπεράσματα που εξάγονται από τις μεθόδους αυτές είναι ή μπορεί να θεωρηθούν ως βάσιμα μόνον εφόσον εκπληρωθούν οι παραδοχές αυτές, γι αυτό ενδέχεται άλλοι εκτιμητές να καταλήξουν σε άλλα συμπεράσματα. Μετά τις ανωτέρω επισημάνσεις θεωρούμε για την περίπτωση μας ότι η ενδεδειγμένη σχέση ανταλλαγής θα πρέπει να βρίσκεται μεταξύ του εύρους των τιμών 2,45599360 και 6,25453313 που δίνουν οι ανωτέρω μέθοδοι.

Η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών της απορροφώσας μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης (κατωτέρω «νέες μετοχές») με τις προ της συγχωνεύσεως μετοχές της ΕΛΤΟΝ ΑΕ και της ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ (κατωτέρω «παλαιές μετοχές»), είναι η ακόλουθη:

(α) Κάθε μία (1) από τις παλαιές μετοχές των μετόχων της ΕΛΤΟΝ ΑΕ θα αντιστοιχεί προς μία (1) νέα μετοχή.

(β) Κάθε μία (1) από τις παλαιές μετοχές των μετόχων της ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ θα αντιστοιχούν προς πέντε και εξακόσιες δέκα επτά διακόσια τριάντα δύο δεκάκις εκατομμυριοστά (5,0617232) νέες μετοχές.

Η προταθείσα από τη Διοίκηση ως άνω σχέση ανταλλαγής των μετοχών ώστε κάθε μέτοχος της απορροφώμενης εταιρείας να λάβει για κάθε μια (1) παλαιά μετοχή του που ακυρώνεται 5,0617232 μετοχές της

απορροφώσας είναι εύλογη και λογική γιατί εκτός του ότι βρίσκεται εντός του εύρους των σχέσεων ανταλλαγής που προσδιορίζουν οι ανωτέρω μέθοδοι, προσεγγίζει και το μέσο όρο των αποτελεσμάτων των τριών αυτών μεθόδων και ο οποίος είναι $\{(6,25453313 + 2,45599360 + 4,71825894) / 3 =\}$ 4,47626189.

Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την εκτίμηση της αξίας με τις ως άνω μεθόδους δεν προέκυψαν.

3. Προκειμένου να αξιολογηθεί η επίπτωση της συγχώνευσης της ΕΛΤΟΝ ΑΕ με την ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ στην περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της πρώτης, όπως αυτή προκύπτει μετά την συγχώνευση, σχηματίσθηκαν proforma συνενωμένες οικονομικές καταστάσεις της 31.12.2003 των δύο υπό συγχώνευση εταιρειών με άθροιση των ομοειδών κονδυλίων αποτελεσμάτων και ισολογισμού με την αφαίρεση των διεταιρικών συναλλαγών μεταξύ των δύο εταιρειών. Συγκρίνοντας βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες της απορροφώσας ΕΛΤΟΝ ΑΕ της 31.12.2003 και των proforma οικονομικών καταστάσεων της 31.12.2003 προκύπτουν τα εξής :

Αύξηση των εξόδων εγκατάστασης κατά 94 % περίπου

Αύξηση του πάγιου ενεργητικού κατά 225 % περίπου

Αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού κατά 42 % περίπου

Αύξηση του συνόλου του ενεργητικού κατά 70 % περίπου

Αύξηση του συνόλου των Ιδίων Κεφαλαίων κατά 63 % περίπου

Αύξηση των υποχρεώσεων κατά 76 % περίπου

Αύξηση του συνολικού κύκλου εργασιών κατά 95 % περίπου

Με τη συγχώνευση των δύο εταιρειών προβλέπεται εκτός των ανωτέρω ότι θα υπάρξουν μειώσεις στα λειτουργικά έξοδα, ορθολογικότερη και αποτελεσματικότερη οργάνωση και συντονισμός, οικονομίες κλίμακας από την δημιουργία μιας πιο ισχυρής οικονομικής μονάδας, κλπ.

Με τιμή
Οι Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΚΑΣΙΜΑΤΗΣ
ΑΜ ΣΟΕΛ 10841

ΖΟΥΡΙΔΑΚΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΑΜ ΣΟΕΛ 10641