

**ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ
ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΕΥΡΟΥΣ
ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΞΙΩΝ ΤΩΝ ΥΠΟ
ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΡΜΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ
Α.Ε. ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.**

**ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΕΥΡΟΥΣ
ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΔΕΙΩΝ ΤΩΝ ΥΠΟ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΡΜΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε. ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε. ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΙΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΤΟΥ Ν.2166/1993 ΚΑΙ
ΤΟΥ Κ.Ν.2190/1920 ΚΑΙ ΣΕ ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΦΑΣΗ 94/13-02-
2003 ΤΟΥ Δ.Σ. ΤΟΥ Χ.Α.**

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2004

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
2. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	3
3. ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ	4
3.1. ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ	4
3.2. ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ...	5
3.3. ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	5
3.4. ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	6
3.5. ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ.....	6
4. ΑΞΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΕΚΥΨΑΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΚΑΘΕ ΜΕΘΟΔΟΥ	8
4.1. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΟΥΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.	8
4.2. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΟΥΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.....	8
4.3. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΟΥΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΤΕΡΝΑ Α.Ε.	9
5. ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑΣ	10
6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	12
6.1. ΕΥΡΟΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΞΙΩΝ ΕΡΜΗΣ Α.Ε. – Γ.Ε.Κ. Α.Ε.	12
6.2. ΓΝΩΜΗ ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ	13

Προς

το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας

ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.

Μεσογείων 85,

115 26 Αθήνα

Αθήνα, 3 Σεπτεμβρίου 2004

Γνωμοδότηση σχετικά με τους προτεινόμενους όρους συγχώνευσης των εταιρειών (μετασχηματιζόμενες εταιρίες) ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε. (η «ΕΡΜΗΣ Α.Ε.» ή «Απορροφώσα») και ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε (η «Γ.Ε.Κ. Α.Ε.» ή «Απορροφώμενη») με απορρόφηση της Γ.Ε.Κ. Α.Ε. (η «Συγχώνευση»), με ημερομηνία την 31η Μαρτίου 2004 (η «ημερομηνία μετασχηματισμού») σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1-5 του Ν. 2166/1993 σε συνδυασμό με αυτές των άρθρων 68-89 του Κ.Ν. 2190/1920 και την απόφαση 94 του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μετά από σχετική εντολή που μας δόθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας ΕΡΜΗΣ Α.Ε., διενεργήσαμε ειδική μελέτη συγκριτικής αποτίμησης των Εταιρειών ΕΡΜΗΣ Α.Ε. και Γ.Ε.Κ. Α.Ε. (οι «Εταιρείες»), προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο οι προτεινόμενοι όροι συγχώνευσης από το Διοικητικό Συμβούλιο είναι εύλογοι και δίκαιοι για τους μετόχους της ΕΡΜΗΣ Α.Ε., όπως προβλέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 1-5 του Ν. 2166/93.

Στα πλαίσια αυτής της εργασίας, εξετάσαμε τα οικονομικά μεγέθη των Εταιρειών, με σκοπό να αξιολογήσουμε εάν οι όροι ανταλλαγής των μετοχών είναι εύλογοι και δίκαιοι για τους μετόχους της ΕΡΜΗΣ Α.Ε.. Για την αξιολόγηση εξετάσαμε μεταξύ άλλων τα παρακάτω στοιχεία:

- Το σχέδιο σύμβασης συγχώνευσης, με ημερομηνία 23.7.2004.
- Τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης Συγχώνευσης με απορρόφηση.
- Τον Ελεγμένο Ισολογισμό Μετασηματισμού της 31.3.2004, καθώς και τον Ελεγμένο Ισολογισμό 31.12.2003 της ΕΡΜΗΣ Α.Ε..
- Τον Ελεγμένο Ισολογισμό Μετασηματισμού της Γ.Ε.Κ. Α.Ε. με ημερομηνία 31 Μαρτίου 2004, καθώς και τον Ελεγμένο Ισολογισμό της 31.12.2003 της Απορροφώμενης.
- Τις Οικονομικές Καταστάσεις των θυγατρικών εταιρειών της ΕΡΜΗΣ Α.Ε. και της Γ.Ε.Κ. Α.Ε.
- Τις Εκθέσεις ανεξάρτητων εκτιμητών για την εμπορική αξία των ακινήτων:
 - των θυγατρικών εταιρειών της ΕΡΜΗΣ Α.Ε.: ΜΟΝΑΣΤΗΡΙΟΥ Α.Ε., CARLIA LTD, CRASMIRA LTD και EUROTERRA Α.Ε.
 - της θυγατρικής εταιρείας της Γ.Ε.Κ. Α.Ε.: Α.Β.Γ. ΚΑΛΥΦΤΑΚΙ Α.Ε.
 - της έμμεσης συμμετοχής της Γ.Ε.Κ. Α.Ε.: Γ.Ε.Κ.Α. Α.Ε.
 - των έμμεσων συμμετοχών της Γ.Ε.Κ. Α.Ε.: ΜΟΝΑΣΤΗΡΙΟΥ Α.Ε. και EUROTERRA Α.Ε.
- Την από 10.7.2004 έκθεση αποτίμησης του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών των ακινήτων που περιλαμβάνονται στο Πάγιο Ενεργητικό της ΕΡΜΗΣ Α.Ε..
- Τα Ετήσια Ενημερωτικά Δελτία των εισηγμένων εταιρειών.
- Ιστορικά στοιχεία των μετασηματιζόμενων Εταιρειών.
- Προβλεπόμενα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών ΤΕΡΝΑ Α.Ε. και ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε., τα οποία μας δόθηκαν από τις Διοικήσεις των εταιρειών.

- Συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των Εταιρειών σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές των Εταιρειών στον κλάδο στον οποίο αυτές δραστηριοποιούνται.
- Χρηματιστηριακά στοιχεία ομοειδών εισηγμένων στο Χ.Α. εταιρειών.
- Ανάλυση της χρηματιστηριακής αξίας των μετασηματιζομένων Εταιρειών σε συνδυασμό με τα οικονομικά τους μεγέθη.

2. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Για τη διαμόρφωση του συμπεράσματός μας, αποτιμήσαμε τις μετασηματιζόμενες Εταιρείες και τις θυγατρικές τους χρησιμοποιώντας τις κάτωθι κοινώς αποδεκτές μεθόδους:

- 2.1. **Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση:** Η εν λόγω μέθοδος συνίσταται στην αναμόρφωση της Καθαρής Θέσης της επιχείρησης, με βάση τα πορίσματα της επισκόπησης των λογαριασμών του Ισολογισμού από την GRANT THORNTON A.E. και πληροφορίες που μας δόθηκαν.
- 2.2. **Χρηματιστηριακή Αξία:** Η μέθοδος προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης, ως το γινόμενο του αριθμού των μετοχών της επί τη Μέση Χρηματιστηριακή Τιμή τους για συγκεκριμένη περίοδο.
- 2.3. **Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF):** Η μέθοδος αυτή συνίσταται στην αναγωγή του συνόλου των μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης σε παρούσες τιμές με προεξοφλητικό επιτόκιο που ισούται με το σταθμικό μέσο όρο του κόστους μετοχικού κεφαλαίου και του κόστους δανεισμού, αφού ληφθεί υπόψη η επίδραση της φορολογίας. Επιπλέον, η μέθοδος στηρίζεται σε εκτιμήσεις αναφορικά με το ύψος των μελλοντικών κερδών, των μελλοντικών επενδυτικών αναγκών και άλλων σημαντικών οικονομικών μεγεθών των εταιρειών.

- 2.4. **Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών:** Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης, με βάση χρηματιστηριακούς δείκτες οι οποίοι υπολογίστηκαν με βάση τη Μέση Χρηματιστηριακή Τιμή μετοχών και αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη ομοειδών εταιρειών του κλάδου στον οποίον ανήκει η επιχείρηση.

3. ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ

3.1. Γενικές Παραδοχές

- 3.1.1. Το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή των παραπάνω μεθόδων βασίστηκε στα τελευταία και επίκαιρα στοιχεία. Ο καθορισμός της τελικής εκτίμησης της συγκριτικής αξίας των Εταιρειών, βασίστηκε στην αντικειμενική αλλά και την ποιοτική αξιολόγηση των μεγεθών, τα οποία αξιολογήθηκαν με βάση την εμπειρία και τη γνώση μας.
- 3.1.2. Οι αναπροσαρμογές των αξιών των ακινήτων που περιλαμβάνονται στο Πάγιο Ενεργητικό, όπου προσδιορίστηκαν, βασίστηκαν σε εκθέσεις ανεξάρτητων εκτιμητών, τις εκτιμήσεις των οποίων χρησιμοποιήσαμε για τη γνωμοδότησή μας και οι οποίες δε διαφέρουν ουσιωδώς από τις εκτιμήσεις που διενήργησε το Σώμα Ορκωτών Εκτιμητών επί των ακινήτων που περιλαμβάνονται στο Πάγιο Ενεργητικό της εταιρείας ΕΡΜΗΣ Α.Ε..
- 3.1.3. Η έκφραση γνώμης για τους προτεινόμενους όρους συγχώνευσης, βασίστηκε σε δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από τις Εταιρείες, τις οποίες θεωρήσαμε ως ακριβείς και πλήρεις, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο.
- 3.1.4. Η μελέτη μας δεν εξέτασε και ούτε και είχε σκοπό να εξετάσει, την επιχειρηματική ορθότητα της απόφασης συγχώνευσης.
- 3.1.5. Η έκφραση γνώμης βασίζεται στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την ημερομηνία της παρούσας επιστολής. Δεν έχουμε

οποιαδήποτε υποχρέωση αναθεώρησης της γνώμης μας σε περίπτωση αλλαγής των συνθηκών σε μεταγενέστερο στάδιο, εκτός αν μας ζητηθεί γραπτώς να το κάνουμε από το διοικητικό συμβούλιο της ΕΡΜΗΣ Α.Ε..

- 3.1.6. Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον λόγω αλλαγών των οικονομικών, επιχειρηματικών και άλλων συνθηκών της αγοράς εν γένει, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της γνωμοδότησής μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

Πιο συγκεκριμένα οι παραδοχές για κάθε μέθοδο έχουν ως εξής:

3.2. Παραδοχές Μεθόδου Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Κατά τον προσδιορισμό της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης των Εταιρειών Γ.Ε.Κ. Α.Ε. και ΕΡΜΗΣ Α.Ε., εκτός από τις αναμορφώσεις, της λογιστικής καθαρής θέσης εκτιμήσαμε την αξία των θυγατρικών τους εταιρειών προκειμένου να προσδιορισθούν μη λογισθείσες υποαξίες ή υπεραξίες των συμμετοχών και χρεογράφων των υπό συγχώνευση εταιρειών. Εξάλλου, λάβαμε υπ' όψιν μας μη λογισθείσες υπεραξίες ακινήτων των εν λόγω θυγατρικών εταιρειών, οι οποίες προέκυψαν με βάση τις εκθέσεις ανεξάρτητων εκτιμητών.

3.3. Παραδοχές Μεθόδου της Χρηματιστηριακής Αξίας

Η Χρηματιστηριακή Τιμή των μετοχών των μετασχηματιζομένων εταιρειών προσδιορίστηκε με βάση τη Μέση Χρηματιστηριακή Τιμή για περίοδο έτους (1.4.2003 – 31.3.2004), ενώ ο αριθμός των μετοχών με βάση τις μετοχές που είχε η κάθε επιχείρηση σε κυκλοφορία κατά την 31.3.2004. Η Μέση Τιμή υπολογίστηκε για διάστημα ενός έτους, καθώς η εν λόγω περίοδος θεωρήθηκε ως η πλέον αντιπροσωπευτική για τον υπολογισμό της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης, καθόσον εξομαλύνει τυχόν διακυμάνσεις που δεν οφείλονται στη λειτουργική πορεία της εταιρείας.

3.4. Παραδοχές Μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της αξίας των θυγατρικών της Γ.Ε.Κ. Α.Ε., ΤΕΡΝΑ Α.Ε., και ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ. Επίσης, με βάση τη συγκεκριμένη μέθοδο προσδιορίσαμε αξίες από εκμετάλλευση ακινήτων των εταιρειών: ΔΙ.ΚΕ.ΒΕ Α.Ε. (συμμετοχή της ΤΕΡΝΑ Α.Ε.) και ΑΘΗΝΑΪΚΟΙ ΣΤΑΘΜΟΙ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ (συμμετοχή της Γ.Ε.Κ. Α.Ε.)

Οι προβλέψεις που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της μεθόδου της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών μας δόθηκαν από τις διοικήσεις των Εταιρειών κι εξετάστηκαν για τη λογικότητά τους σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία και την περιουσιακή κατάσταση της Εταιρείας, καθώς και το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μελλοντικές προοπτικές του κλάδου στην Ελλάδα τα επόμενα χρόνια.

Οι Μελλοντικές Ταμειακές Ροές προσδιορίστηκαν για τον κατασκευαστικό κλάδο της ΤΕΡΝΑ Α.Ε., χωρίς να ληφθούν υπ' όψιν οι ροές από τις συμμετοχές της. Κάθε μία συμμετοχή της εταιρείας αποτιμήθηκε χωριστά και το σύνολο των υπολογισθέντων αξιών προστέθηκε στην προσδιορισθείσα αξία του Κατασκευαστικού Κλάδου της ΤΕΡΝΑ Α.Ε. για τον υπολογισμό της Τελικής Αξίας της εταιρείας.

3.5. Παραδοχές Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών

Για τη μέθοδο αυτή προσδιορίσαμε την αξία της επιχείρησης με βάση χρηματιστηριακούς δείκτες ομοειδών επιχειρήσεων εσωτερικού. Χρησιμοποιήσαμε τους δείκτες: *Τιμή Μετοχής / Κέρδη προ Φόρων (P/E)*, *Τιμή Μετοχής / Ίδια Κεφάλαια (P/BV)* και *Τιμή Μετοχής / Κύκλο Εργασιών (P/S)*, οι οποίοι προσδιορίστηκαν με βάση τα αναμορφωμένα στοιχεία των ενοποιημένων Ισολογισμών των ομοειδών εταιρειών. Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε για την ΤΕΡΝΑ Α.Ε. (θυγατρική της ΓΕΚ) σε ομοειδείς εταιρείες του κλάδου, εισηγμένες στο Χ.Α., όπου στα κριτήρια επιλογής των ομοειδών εταιρειών, λήφθηκε υπόψη και το ανεκτέλεστο υπόλοιπο των έργων, καθόσον επηρεάζει κατά τη γνώμη μας, σημαντικά την χρηματιστηριακή πορεία μιας κατασκευαστικής εταιρείας. Οι δείκτες που λήφθηκαν υπόψη προσδιορίστηκαν από τα μεγέθη των εταιρειών ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ και J & P ΑΒΑΞ. Η Τιμή Μετοχής προσδιορίστηκε βάσει της

Μέσης Χρηματιστηριακής Τιμής της μετοχής κάθε ομοειδούς εταιρείας για περίοδο έτους (1.4.2003 – 31.3.2004).

- 3.6. Οι μέθοδοι οι οποίες εφαρμόστηκαν για να καταλήξουμε στο συμπέρασμά μας κρίνονται κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση, ενώ κατά την εφαρμογή των μεθόδων αυτών δεν παρουσιάστηκαν ιδιαίτερες δυσχέρειες ή δυσκολίες.

4. ΑΞΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΕΚΥΨΑΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΚΑΘΕ ΜΕΘΟΔΟΥ

4.1. Προσδιορισμός του Εύρους της Αξίας της ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.

Η αξία της ΕΡΜΗΣ Α.Ε. με βάση τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους αποτίμησης, παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΡΜΗΣ ΑΕ (σε χιλ. €)			
		Αξία Αποτίμησης	
Προτεινόμενη Μέθοδος Αποτίμησης G.T.	-5%		+5%
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	109.398	115.156	120.914
Χρηματιστηριακή Αξία έτους (1/4/2003-31/3/2004)	92.330		
ΕΥΡΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε. € 92.330 - 120.914 ΧΙΛ.			

4.2. Προσδιορισμός του Εύρους της Αξίας της ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.

Η αξία της ΓΕΚ Α.Ε. με βάση τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους αποτίμησης, παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα:

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΓΕΚ ΑΕ (σε χιλ. €)		
	ΕΥΡΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	
Προτεινόμενη Μέθοδος Αποτίμησης G.T.		
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	222.890	247.123
Χρηματιστηριακή Αξία έτους (1.4.2003-31.3.2004)	188.974	
ΕΥΡΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΓΕΚ Α.Ε. € 188.974 - 247.123 ΧΙΛ.		

4.3. Προσδιορισμός του Εύρους της Αξίας της ΤΕΡΝΑ Α.Ε.

Στα πλαίσια αποτίμησης της εταιρείας Γ.Ε.Κ. Α.Ε., η αξία της θυγατρικής της ΤΕΡΝΑ Α.Ε. με βάση τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους αποτίμησης προσδιορίστηκε ως ακολούθως:

<i>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΤΕΡΝΑ ΑΕ (σε χιλ. €)</i>	
<i>Προτεινόμενη Μέθοδος Αποτίμησης G.T.</i>	<i>Αξίες</i>
Χρηματιστηριακή Αξία	269.817
Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές	306.519
Πολλαπλάσιοι Χρηματιστηριακοί Δείκτες	277.145
<i>ΕΥΡΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΕΡΝΑ Α.Ε. € 269.817 - 306.519 ΧΙΛ.</i>	

Το εύρος της αξίας της εταιρείας προσδιορίστηκε με βάση τις μεθόδους: Χρηματιστηριακή Αξία, Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές και Πολλαπλάσιοι Χρηματιστηριακοί Δείκτες, καθώς οι παραπάνω μέθοδοι κρίθηκαν ως οι πλέον κατάλληλες για τον υπολογισμό της παραπάνω αξίας.

5. ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΦΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑΣ

Συγκρίνοντας τις Pro-Forma Οικονομικές Καταστάσεις των Εταιρειών για την περίοδο 1.1 – 31.3.2004 (βλ. Παράρτημα 1) με τον Ισολογισμό Μετασχηματισμού της ΕΡΜΗΣ Α.Ε. για την ίδια περίοδο, προκύπτει ότι:

- 5.1. Μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, το Συνολικό Ενεργητικό της Απορροφώσας αυξάνεται από € 122,87 εκατ. σε € 250,76 εκατ., σημειώνοντας άνοδο της τάξεως του 104,08%.
- 5.2. Σημαντική αύξηση σημειώνεται στις συμμετοχές της ΕΡΜΗΣ Α.Ε., εξαιτίας των υψηλών συμμετοχών της Γ.Ε.Κ. Α.Ε.. Πιο συγκεκριμένα, οι συμμετοχές της Απορροφώσας αυξάνονται από € 23,52 εκατ. σε € 138,28 εκατ. μετά τη συγχώνευση.
- 5.3. Τα Ίδια Κεφάλαια της ΕΡΜΗΣ Α.Ε. παρουσιάζουν άνοδο της τάξεως του 104,63%, αφού από € 115,87 εκατ. αυξάνονται σε € 237,11 εκατ.. Ειδικότερα, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Απορροφώσας αυξάνεται από € 6,4 εκατ. σε € 23,5 εκατ. περίπου μετά τη συγχώνευση.
- 5.4. Οι δείκτες μόχλευσης της νέας εταιρείας παρουσιάζουν βελτίωση, όπως φαίνεται και στον ακόλουθο πίνακα:

Δείκτες Μόχλευσης		ΕΡΜΗΣ Α.Ε.	ΕΡΜΗΣ Α.Ε. & Γ.Ε.Κ. Α.Ε.
<i>Δείκτης Χρέους</i>	<i>Σύν. Υποχρεώσεων / Σύνολο Ενεργητικού</i>	5,67%	5,27%
<i>Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια</i>	<i>Σύν. Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια</i>	6,01%	5,57%

- 5.5. Εξετάζοντας την αποδοτικότητα της νέας εταιρείας, παραθέτουμε τον ακόλουθο πίνακα αριθμοδεικτών για την περίοδο 1.1 – 31.3.2004. Από τα στοιχεία αυτά προκύπτει ότι,

μετά τη συγχώνευση, τα περιθώρια κέρδους αλλά και η αποδοτικότητα των κεφαλαίων της Απορροφώσας βελτιώνονται σημαντικά.

Δείκτες Αποδοτικότητας		ΕΡΜΗΣ Α.Ε.	ΕΡΜΗΣ Α.Ε. & Γ.Ε.Κ. Α.Ε.
<i>Πωλήσεις Προς Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης</i>	<i>Πωλήσεις Εταιρείας / Κ.Κ.Κ.</i>	2,16%	3,21%
<i>Μικτό Περιθώριο Κέρδους</i>	<i>(Πωλήσεις - Κόστος Πωλήσεων) / Πωλήσεις</i>	65,49%	75,85%
<i>Λειτουργικό Περιθώριο</i>	<i>ΚΠΤΦ / Πωλήσεις Εταιρείας</i>	56,05%	67,82%
<i>Περιθώριο Καθαρού Κέρδους προ Φόρων</i>	<i>ΚΠΦ / Πωλήσεις Εταιρείας</i>	20,05%	48,20%
<i>Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων*</i>	<i>ΚΠΦ / Ίδια Κεφάλαια</i>	1,19%	2,19%
<i>Αποδοτικότητα Ενεργητικού*</i>	<i>ΚΠΦ / Σύνολο Ενεργητικού</i>	1,12%	2,07%

* Για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων και Αποδοτικότητα Ενεργητικού, έγινε αναγωγή των Κερδών προ Φόρων του Α' Τριμήνου 2004 σε ετήσια βάση.

- 5.6. Συνοψίζοντας, από την αντιπαραβολή Pro-Forma Οικονομικών Καταστάσεων και Ισολογισμού Μετασχηματισμού της ΕΡΜΗΣ Α.Ε., προκύπτει ότι η πραγματοποίηση της συγχώνευσης θα βελτιώσει την περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της Απορροφώσας.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1. Εύρος Σχέσης Αξιών ΕΡΜΗΣ Α.Ε. – Γ.Ε.Κ. Α.Ε.

Το εύρος της σχέσης αξιών που παρουσιάζεται παρακάτω προκύπτει από τη σύγκριση των αποτελεσμάτων των χρησιμοποιούμενων για κάθε εταιρεία μεθόδων αποτίμησης. Αναλυτικότερα, συγκρίνονται το μέγιστο αποτέλεσμα της μίας εταιρείας με το ελάχιστο της άλλης και αντιστρόφως, αναφορικά με τη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και αντιπαραβάλλονται με τα αποτελέσματα της μεθόδου της Μέσης Χρηματιστηριακής Αξίας.

Η σχέση αξιών που προκύπτει από τις ανωτέρω συγκριτικές αποτιμήσεις έχει ως κάτωθι:

ΕΥΡΟΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΞΙΩΝ ΕΡΜΗΣ Α.Ε. – Γ.Ε.Κ. Α.Ε.			
	ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (σε χιλ. €)		
<i>Εταιρεία</i>	<i>Μέση Χρηματιστηριακή Αξία έτους (1/4/2003-31/3/2004)</i>	<i>Α.Κ.Θ. Ανώτερη ΕΡΜΗΣ / Κατώτερη ΓΕΚ</i>	<i>Α.Κ.Θ. Κατώτερη ΕΡΜΗΣ / Ανώτερη ΓΕΚ</i>
ΕΡΜΗΣ ΑΕ	92.330	120.914	109.398
ΓΕΚ ΑΕ	188.974	222.890	247.123
Σχέση ανταλλαγής ΕΡΜΗΣ / ΓΕΚ	0,49	0,54	0,45
	ΕΥΡΟΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΞΙΩΝ ΕΡΜΗΣ / ΓΕΚ		0,45 - 0,54

Σημειώνεται ότι το ανωτέρω εύρος σχέσης αξιών αφορά στο σύνολο του Μετοχικού Κεφαλαίου των δύο Εταιρειών, δηλαδή στη σχέση αξιών του 100% του Μετοχικού Κεφαλαίου της ΕΡΜΗΣ Α.Ε. προς το 100% του Μετοχικού Κεφαλαίου της Γ.Ε.Κ. Α.Ε..

6.2. Γνώμη επί της Σχέσης Ανταλλαγής

Ελέγξαμε το από 23.7.2004 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης της Γ.Ε.Κ. Α.Ε. από την ΕΡΜΗΣ Α.Ε. προκειμένου να διαπιστώσουμε ότι η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής είναι εύλογη και δίκαια. Σχετικά με τη σχέση ανταλλαγής, στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης προβλέπονται τα εξής:


- Ως σχέση αξιών μεταξύ της Απορροφώσας και της Απορροφώμενης προέκυψε η αριθμητική αναλογία 0,48 προς 1. Ως εκ τούτου το διαμορφούμενο μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας θα είναι 32,43243243% προς 67,56756756% της Απορροφώμενης. Έτσι, στο νέο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας € 23.566.809,60 θα αντιστοιχούν στους μετόχους της Απορροφώσας 21.231.360 και στους μετόχους της Απορροφώμενης 44.232.000 κοινές ονομαστικές μετοχές με ψήφο, νέας ονομαστικής αξίας € 0,36 έκαστη.

Με βάση την ανωτέρω σχέση αξιών των συγχωνευόμενων εταιρειών, η σχέση ανταλλαγής των παλαιών με τις νέες μετοχές είναι η ακόλουθη:

- Κάθε μία (1) από τις Παλαιές Μετοχές (ονομαστικής αξίας € 0,30) των Μετόχων της Απορροφώσας θα αντιστοιχεί σε μία (1) Νέα Μετοχή (ονομαστικής αξίας € 0,36).
- Κάθε μία (1) από τις Παλαιές Μετοχές (ονομαστικής αξίας € 0,60) των Μετόχων της Απορροφώμενης θα αντιστοιχούν σε 1,595670995671 Νέες Μετοχές (ονομαστικής αξίας € 0,36).

Έχοντας εξετάσει τη σχέση αξιών που προτείνεται από τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιρειών, ήτοι 0,48 για την Απορροφώσα προς 1 για την Απορροφώμενη, σε συνδυασμό με τα πορίσματα της Ειδικής Μελέτης Συγκριτικής Αποτίμησης που διενεργήσαμε, συμπεραίνουμε ότι η «προτεινόμενη σχέση αξιών» είναι εύλογη και δίκαιη για τους μετόχους της ΕΡΜΗΣ Α.Ε., καθώς αυτή βρίσκεται μέσα στο εύρος των συγκριτικών αξιών που αναφέρονται στον ανωτέρω πίνακα (Παράγραφος 6.1).

Με εκτίμηση,

Γιώργος Δεληγιάννης
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
Α.Μ. Σ.Ο.Ε.Λ. 15791
Grant Thornton 

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1:

Α. ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΥ ΤΗΣ «ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.» ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1.1 – 31.3.2004.

Β. ΣΥΝΕΝΩΜΕΝΟΣ (PRO – FORMA) ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ «ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.» ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΟΥΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «Γ.Ε.Κ. Α.Ε.» ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1.1 – 31.3.2004.

