

Έκθεση Γνωμοδότησης

Έκθεση Γνωμοδότησης επί του Δίκαιου, Εύλογου και Λογικού Εύρους της Σχέσης Ανταλλαγής των Μετοχών των Εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. και ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. για τους Σκοπούς του άρθρου 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στα Πλαίσια της Συγχώνευσης δι' Απορρόφησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. από την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε., σύμφωνα με τις Διατάξεις των Αρθρων 68 παρ. 2, 69-70 και 72 - 77 του Κ.Ν. 2190/1920 και του Ν. 2166/93



ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ

02 Νοεμβρίου 2007

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε.

*Υπόψη: κ. Αναστάσιου Καλλιτσάντη,
Πρόεδρο Διοικητικού Συμβουλίου Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ Α.Ε.*

Θέμα: Έκθεση Γνωμοδότησης επί του Δίκαιου, Εύλογου και Λογικού Εύρους της Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών των εταιρειών Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ Α.Ε. και Παντεχνική Α.Ε.

Κύριοι,

Με βάση την από 20/04/2007 επιστολή ανάθεσης της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. για την παροχή συμβουλευτικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών από την Ernst & Young (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε. (εφεξής «E&Y»), αναλάβαμε την εκπόνηση μελέτης συγκριτικής αποτίμησης της αγοραίας αξίας (“market value”) της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. καθώς και επισκόπηση της αντίστοιχης αποτίμησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.¹, με σκοπό την παροχή γνωμοδότησης (fairness opinion) επί του δίκαιου, εύλογου και λογικού εύρους της σχέσης ανταλλαγής μετοχών των εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. και ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε., στα πλαίσια των σχεδιαζόμενων εταιρικών μετασχηματισμών μεταξύ τους (και με ημερομηνία ισολογισμού μετασχηματισμού την 31/08/2007). Η έκθεση γίνεται για τους σκοπούς του άρθρου 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στα πλαίσια της συγχώνευσης δι’ απορρόφησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. από την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε., σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2, 69-70 και 72 - 77 του Κ.Ν. 2190/1920 και του Ν. 2166/93.

Η παρούσα έκθεση περιλαμβάνει τις πληροφορίες και τα στοιχεία στα οποία βασιστήκαμε για την εκπόνηση της εργασίας μας, τις μεθοδολογίες αποτίμησης που εφαρμόσαμε, τα συμπεράσματά μας αναφορικά με το εύρος αξιών των εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. και ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. και τους περιορισμούς της εργασίας μας.

Η συναλλαγή

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. (εφεξής «ΕΛΤΕΒ»), από κοινού με την ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (εφεξής «ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ») (και από κοινού εφεξής «Εταιρείες»), αποφάσισε να προωθήσει τις διαδικασίες συγχώνευσης δια απορροφήσεως από την ΕΛΤΕΒ του συνόλου των

¹ Η αποτίμηση της εταιρείας ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. διενεργήθηκε από την «KPMG Κυριάκου Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.»

περιουσιακών στοιχείων της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ. Ο ισολογισμός μετασηματισμού του ανωτέρω εταιρικού μετασηματισμού συντάχθηκε με ημερομηνία 31 Αυγούστου 2007. Σημειώνεται ότι η απόφαση αυτή έρχεται να αντικαταστήσει προγενέστερη απόφαση των Διοικητικών Συμβουλίων των Εταιρειών της 12/02/2007, για την απορρόφηση από την ΕΛΤΕΒ πλειοψηφικού μέρους των κατασκευαστικών δραστηριοτήτων, ορισμένων εκ των εταιρικών συμμετοχών και ορισμένων εκ των περιουσιακών στοιχείων της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ.

Η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής ορίστηκε σε 1 κοινή, εισηγμένη, μετά ψήφου, μετοχή της ΕΛΤΕΒ, νέας ονομαστικής αξίας 1,03 Ευρώ εκάστη προς 2,318574 κοινές, εισηγμένες, μετά ψήφου, μετοχές της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, ονομαστικής αξίας 1,25 Ευρώ, η οποία αποτελεί επακριβώς τη σχέση ανταλλαγής μετοχών, ως όπως αυτή είχε προτέρως ανακοινωθεί στα πλαίσια διάσπασης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ και υπολαμβάνει ως σχέση αξιών της ΕΛΤΕΒ προς την ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ την αριθμητική αναλογία 8,75:1.

Σημειώνεται ότι ως Ημερομηνία Αποτίμησης θα ληφθεί η ημερομηνία Ισολογισμού Μετασηματισμού, ήτοι η 31/08/2007.

Περιορισμοί Εργασίας

Η συγκριτική αποτίμηση των Εταιρειών υπόκειται στους περιορισμούς εργασίας που αναπτύσσονται παρακάτω:

- Οι οικονομικές και επιχειρηματικές πληροφορίες, τα στοιχεία, οι υποθέσεις και παραδοχές και οι προβλέψεις που παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιρειών σχετικά με την πορεία αυτών, ιστορικά και στο μέλλον, θεωρήσαμε ότι είναι σωστές και πλήρεις και δεν προβήκαμε σε ανεξάρτητη επαλήθευση, διερεύνηση, έλεγχο ή επιβεβαίωση αυτών, ούτε εκδώσαμε οποιοδήποτε σχετικό πιστοποιητικό. Για την εγκυρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων των Εταιρειών που τέθηκαν υπόψη μας, την πλήρη ευθύνη φέρουν οι Διοικήσεις των Εταιρειών.
- Δεν εγγυόμαστε για την ακρίβεια των χρησιμοποιηθέντων στοιχείων καθώς και τις γνώμες, ενδείξεις, πληροφορίες ή στοιχεία που μας παρασχέθηκαν από τρίτους και χρησιμοποιήθηκαν για την πραγματοποίηση της εργασίας μας. Παρά το γεγονός ότι έχουμε λάβει διαβεβαιώσεις από τις Εταιρείες, ότι οι χρησιμοποιηθείσες πληροφορίες δεν περιλαμβάνουν λανθασμένα ή ψευδή στοιχεία αναφορικά με ουσιώδη θέματα ούτε παραλείπουν να παρουσιάσουν κάποια σημαντικά γεγονότα, τα οποία θα μπορούσαν να καταστήσουν τις πληροφορίες που περιέχουν παραπλανητικές, δεν δίνουμε διαβεβαιώσεις ή εγγυήσεις αναφορικά με την ορθότητα ή την περιεκτικότητα ή την πληρότητα των πληροφοριών που μας δόθηκαν.
- Για την εργασία αυτή και σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην επιστολή ανάθεσής μας, στηριχθήκαμε σε αποτίμηση της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, την οποία διενήργησε η εταιρεία «KPMG Κυριάκου Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.» (εφεξής «KMPG»), με ημερομηνία 31/08/2007, για τους σκοπούς της συγχώνευσης ΕΛΤΕΒ-ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ. Η Ε&Υ προέβη σε επισκόπηση (review) της εν λόγω αποτίμησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, εργασία η οποία περιελάμβανε την εξέταση και συμφωνία με την KPMG επί των κατωτέρω: την επιλογή των κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης, την ορθή χρήση και εφαρμογή αυτών, καθώς και τη λογικότητα των βασικών υποθέσεων, παραδοχών και των αποτελεσμάτων που χρησιμοποιήθηκαν ή προέκυψαν κατά περίπτωση στην εκτίμηση της αγοραίας αξίας της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ.
- Με τη σύμφωνη γνώμη των Διοικήσεων των Εταιρειών βασιστήκαμε όσον αφορά την αποτίμηση ορισμένων πάγιων περιουσιακών στοιχείων, σε σχετική εργασία και έκθεση που εκπονήθηκε από τρίτους εκτιμητές, οι οποίοι και επελέγησαν από τις Διοικήσεις των Εταιρειών.

- Δεν προβήκαμε σε μελέτη αγορών, ανταγωνισμού ή τεχνολογίας και δεν εξετάσαμε τεχνικά, εργατικά, περιβαλλοντικά, νομικά, φορολογικά και άλλα παρεμφερή θέματα.
- Η εργασία μας δεν περιλαμβάνει καμία εγγύηση για την επίτευξη των προβλέψεων ή των παραδοχών εργασίας στις οποίες αυτή βασίστηκε, ούτε διαβεβαιώνει ότι έλαβε υπόψη σημαντικά γεγονότα που ίσως προέκυπταν από εκτενέστερες διαδικασίες ελέγχου. Σημειώνεται, ότι ενδέχεται να προκύψουν διαφορές μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων στο μέλλον, εξαιτίας απρόβλεπτων και αστάθμητων παραγόντων, οι οποίες διαφορές μπορεί να είναι σημαντικές.
- Τα συμπεράσματα μας δεν είναι δυνατόν να συνεκτιμήσουν άλλους, μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως τα αποτελέσματα ελεύθερων διαπραγματεύσεων ή άλλους «στρατηγικής» φύσεως λόγους, οι οποίοι σε περιπτώσεις εξαγοράς κάποιας εταιρείας ενδεχομένως να οδηγούσαν σε αποτίμηση εκτός του εύρους αξιών που παρατίθεται στην παρούσα.
- Θεωρούμε ότι όλα τα προνόμια των Εταιρειών που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία τους και την επίτευξη των οικονομικών προβλέψεών τους (πχ. άδειες λειτουργίας από νομοθετικές ή διοικητικές αρχές και οργανισμούς) και πάνω στα οποία βασίζεται η αξία που έχουμε υπολογίσει σ' αυτή την εργασία, έχουν ήδη αποκτηθεί και υπάρχει δυνατότητα ανανέωσής τους.
- Υποθέσαμε ότι οι Εταιρείες λειτουργούν σύμφωνα με το ισχύον νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο στις χώρες που δραστηριοποιούνται, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά. Σύμφωνα με τις διαβεβαιώσεις που έχουμε λάβει, δεν υπάρχουν εκκρεμή νομικά θέματα, αμφισβητήσεις ή άλλα ζητήματα που να εμπλέκουν τις Εταιρείες και να έχουν ουσιαστική επίπτωση επί της διενεργηθείσας συγκριτικής αποτίμησης.
- Η συγκριτική αποτίμηση διενεργήθηκε με βάση Διεθνή Πρότυπα Αποτίμησης (International Valuation Standards) και η συγκριτική αποτίμηση βασίστηκε στον προσδιορισμό της αγοραίας αξίας (market value).
- Υποθέσαμε ότι οι Εταιρείες διοικούνται ικανοποιητικά και υπεύθυνα σύμφωνα με τις πρόπουσες επιχειρηματικές αρχές. Επίσης, ότι οι Εταιρείες θα συνεχίσουν κανονικά την δραστηριότητά τους αυτοτελώς (on a stand-alone basis). Αυτή η παραδοχή προϋποθέτει α) ότι οι σημερινές Διοικήσεις των Εταιρειών θα παραμείνουν και θα εφαρμόσουν εκείνες τις λειτουργικές και χρηματοοικονομικές στρατηγικές, οι οποίες θα μεγιστοποιήσουν την αξία των Εταιρειών και β) ότι δεν υπάρχει αβεβαιότητα για μελλοντικά γεγονότα (όπως π.χ. συνεχείς λειτουργικές ζημιές, ιδιαίτερα αδύναμη χρηματοοικονομική διάρθρωση, ισχυροποίηση ανταγωνισμού, διακοπή κάποιας άδειας απαραίτητης για τη λειτουργία των Εταιρειών κλπ.), τα οποία θα μπορούσαν να αμφισβητήσουν την βασική παραδοχή ότι οι Εταιρείες θα συνεχίσουν κανονικά τη λειτουργία τους (going concern).
- Οι αποτιμήσεις εταιρειών δύναται να διαφέρουν μεταξύ διαφορετικών εκτιμητών, ακόμα και αν αυτοί ελάμβαναν υπόψη τα ίδια στοιχεία, καθότι ενέχουν το στοιχείο της υποκειμενικότητας. Θεωρούμε ότι το εύρος αξιών στο οποίο έχουμε καταλήξει στην παρούσα έκθεση είναι δίκαιο και λογικό, τεκμηριώνεται δε από τα στοιχεία που ετέθησαν στη διάθεσή μας.
- Για τους σκοπούς της παρούσας, στηριχθήκαμε σε αναγνωρισμένες βάσεις δεδομένων, τις οποίες θεωρούμε μεν αξιόπιστες, για τα στοιχεία των οποίων όμως δεν μπορούμε να εγγυηθούμε.
- Όλα τα δεδομένα, οι υποθέσεις, εκτιμήσεις, και κρίσεις που περιέχονται στην παρούσα έχουν συζητηθεί με την ΕΛΤΕΒ και έχουν συμφωνηθεί μαζί της. Επιπρόσθετα η ΕΛΤΕΒ έχει βεβαιώσει, με την παροχή επιστολής (Representation Letter) προς την E&Y, ότι δεν υπάρχουν σε γνώση της άλλα σημαντικά για την αποτίμηση στοιχεία, τα οποία να μην μας έχει γνωστοποιήσει.

- Η εργασία αυτή συντάχθηκε μόνο για τον σκοπό που περιγράφεται στην παρούσα έκθεση και δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανέναν άλλο σκοπό. Η E&Y δεν φέρει καμία ευθύνη απέναντι σε τρίτους εκτός της ΕΛΤΕΒ, η οποία είναι και ο κύριος του παραδοτέου αυτής της εργασίας.
- Δεν φέρουμε καμία ευθύνη για τυχόν αλλαγές στις συνθήκες αγοράς και δεν έχουμε καμία υποχρέωση αναθεώρησης αυτής της εργασίας βάσει των νέων συνθηκών, οι οποίες ενδεχομένως θα ανακύψουν μετά την παράδοση της.

Βασικές Παραδοχές Αποτίμησης και Πηγές Πληροφόρησης

Για την εκτέλεση του εργασιών η E&Y βασίστηκε στα παρακάτω:

1. Ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της ΕΛΤΕΒ σε ενοποιημένο επίπεδο για την οικονομική χρήση που έληξε 31/12/2006,
2. Επιχειρησιακό σχέδιο για τον κατασκευαστικό κλάδο της ΕΛΤΕΒ για την περίοδο 2007-2011, το οποίο παρασχέθηκε από τη Διοίκηση της και αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες της σχετικά με την εξέλιξη των εργασιών του κατασκευαστικού κλάδου,
3. Επιχειρησιακά σχέδια και προβλέψεις οικονομικών στοιχείων για τις εταιρείες ΒΕΑΛ Α.Ε., Αποτεφρωτήρας, ΗΛΕΚΤΩΡ, Herhoff Recycling Center Osnabruck καθώς και για τα αιολικά πάρκα της ΕΛΤΕΒ για την περίοδο λειτουργίας τους, το οποίο παρασχέθηκε από τη Διοίκηση της ΕΛΤΕΒ και αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες της σχετικά με την εξέλιξη των εργασιών των προαναφερθέντων εταιρειών,
4. Προβλεπόμενα μερίσματα που εκρέουν από τις συμμετοχές στα παρακάτω έργα παραχώρησης: α) Αττική Οδός, β) Γέφυρα Ρίο – Αντίριο, γ) Υποθαλάσσια Αρτηρία Θεσσαλονίκης, δ) Αυτοκινητόδρομος Κόρινθος – Τρίπολη – Καλαμάτα και Κλάδος Λεύκτρο – Σπάρτη, ε) Αυτοκινητόδρομος Μαλιακός – Κλειδί, στ) Αυτοκινητόδρομος Ελευσίνα – Κόρινθος – Πάτρα – Πύργος – Τσακώνα, ζ) Αθηναϊκοί Σταθμοί Αυτοκινήτων, η) Smyrni Park και η) Μαρίνα Σύρου. Παράλληλα στοιχεία που αφορούν το δευτερογενή δανεισμό των προαναφερθέντων έργων παραχώρησης,
5. Επιχειρησιακό σχέδιο για την Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας, που καλύπτει την περίοδο 2007-2013 και αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες της ΕΛΤΕΒ σχετικά με την εξέλιξη των εργασιών της Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας, καθώς και εκτιμήσεις της ΕΛΤΕΒ για τον προϋπολογισμό της χρήσης 2007 σχετικά με τη συμμετοχή στο Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας,
6. Στοιχεία και πληροφόρηση που παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της ΕΛΤΕΒ και αφορούν τον καθαρό δανεισμό και τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων κατά την 31/08/2007 για τις συγγενείς και θυγατρικές εταιρείες της ΕΛΤΕΒ,
7. Εκτιμήσεις της αξίας των εξής ακινήτων της ΕΛΤΕΒ: α) ακίνητο στο Μαρούσι (οδός Ακακίων και Μονεμβασιάς) β) ακίνητο επί της οδού Φιλελλήνων στο Χαλάνδρι και γ) ακίνητο επί της οδού Λ. Ριανκούρ στην Αθήνα. Οι εκτιμήσεις αυτές διενεργήθηκαν το Μάιο του 2007 από την εταιρεία «Praxis Κτηματομεσιτική»,
8. Εκτιμήσεις της αξίας των εξής παγίων στοιχείων: α) γηπεδικές εκτάσεις στο Μαρούσι, ιδιοκτησίας της συγγενούς εταιρείας της ΕΛΤΕΒ «ΠΕΙΡΑ» και της θυγατρικής της «Δηλαβέρης» β) ακίνητο επί

της Α. Θηβών στη Νίκαια, ιδιοκτησία της «Δηλαβέρης» και γ) γηπεδικές εκτάσεις στη Μεταμόρφωση, ιδιοκτησία της «Δηλαβέρης». Οι εκτιμήσεις αυτές διενεργήθηκαν το Μάιο του 2007 από την εταιρεία «American Appraisal»,

9. Εκτιμήσεις της αξίας των εξής παγίων στοιχείων: α) οικόπεδα στην περιοχή της Κάντζας, ιδιοκτησία της «Κάντζα Αναπτυξιακή» και β) αγροτεμάχια στην περιοχή της Γυαλούς στα Σπάτα Αττικής, ιδιοκτησίας της «Γυαλού Αναπτυξιακή Α.Ε.». Οι εκτιμήσεις αυτές διενεργήθηκαν από την εταιρεία «Lambert Smith Hampton»,
10. Ιστορικά και προβλεπόμενα στοιχεία που συλλέξαμε από συζητήσεις μας με τη Διοίκηση της ΕΛΤΕΒ σχετικά με την προηγούμενη, παρούσα και μελλοντική λειτουργία της ΕΛΤΕΒ για την περίοδο 2007-2011 και τις προοπτικές ανάπτυξής της,
11. Εργασία αποτίμησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ που διενεργήθηκε από την KPMG για τους σκοπούς της γνωμοδότησης επί της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Εταιρειών, την οποία και επισκόπησε η E&Y,
12. Δημοσιευμένες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό, και
13. Στοιχεία από αναγνωρισμένες βάσεις δεδομένων (Bloomberg, One Source, Factiva κλπ.) αναφορικά με στοιχεία που αφορούν συγκρίσιμες εταιρείες, τιμές μετοχών, προβλεπόμενα οικονομικά στοιχεία εταιρειών (consensus), ιστορικά οικονομικά στοιχεία εταιρειών, κλπ.

Μεθοδολογία

Για τη συγκριτική αποτίμηση των Εταιρειών εφαρμόστηκαν οι κυριότερες κάτωθι αναφερόμενες μεθοδολογίες αποτίμησης, τα αποτελέσματα των οποίων συνδυάστηκαν μέσω της μεθόδου της «Αθροίσης των Επιμέρους Περιουσιακών Στοιχείων» - “Sum of Parts”. Οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατά τη γνώμη μας κατάλληλες για τη συγκριτική αποτίμηση των Εταιρειών, χρησιμοποιούνται ευρέως και είναι διεθνώς αναγνωρισμένες.

Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών (“DCF”)

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών χρηματοροών ή της Καθαρής Παρούσας Αξίας των Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow analysis ή ‘DCF’) βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία μιας επένδυσης / εταιρείας είναι η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών, δηλαδή των μετρητών που θα στοιχίσει η επένδυση και αυτών που θα αποφέρει στον επενδυτή, προεξοφλημένη με ένα επιτόκιο που ανταποκρίνεται στη συγκεκριμένη αγορά και τη συγκεκριμένη επένδυση.

Η μέθοδος αυτή αποτελεί τον πλέον δόκιμο τρόπο εκτίμησης μιας επένδυσης ή εταιρείας, εφ’ όσον υπάρχουν εύλογες παραδοχές όσο αφορά τα εξής :

1. τις μελλοντικές ταμειακές ροές,
2. την υπολειμματική αξία της επένδυσης, η οποία είναι η τελευταία ταμειακή ροή που θα προκύψει
3. την εκτίμηση του προεξοφλητικού επιτοκίου.

Συγκεκριμένα, η αποτίμηση έχει γίνει βάσει της παραλλαγής της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows). Στην περίπτωση της μεθόδου Discounted Free Cash Flows, η ελεύθερη ταμειακή ροή για το κάθε έτος προεξοφλείται χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC), λαμβάνοντας υπόψη το λόγο

δανεισμού προς ίδια κεφάλαια. Το άθροισμα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης και της προεξοφληθείσας υπολειμματικής αξίας της μας δίνει την Καθαρή Παρούσα Αξία της εταιρείας. Από το άθροισμα των ταμειακών ροών αφαιρείται το ύψος του δανεισμού της εταιρείας και προστίθεται το ύψος των διαθεσίμων την στιγμή αποτίμησης για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχών της εταιρείας (Equity Value).

Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών (Stock Market Quotation Analysis)

Για εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά, η εκτίμηση της αξίας τους μπορεί να ληφθεί απ' ευθείας και ανά πάσα στιγμή από την αγορά. Παράγοντες που επηρεάζουν την ποιότητα και ακρίβεια των στοιχείων εκτίμησης μιας μετοχής είναι η υψηλή ρευστότητα, ο μεγάλος αριθμός αγοραστών/ πωλητών, η διαφάνεια, η επαρκής πληροφόρηση, το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας, η εποπτεία κλπ.

Για την καλύτερη εφαρμογή της μεθόδου, η αξία μιας μετοχής μπορεί να υπολογιστεί με βάση την πιο πρόσφατη τιμή κλεισίματος, σε συνδυασμό με μέσες τιμές κλεισίματος για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα (π.χ. μήνας, τρίμηνο, εξάμηνο), ή σε συνδυασμό με σταθμισμένες βάσει όγκου μέσες τιμές κλεισίματος για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα, τα οποία λαμβάνονται κατά την κρίση του διενεργούντος την αποτίμηση αφού ληφθούν υπόψη τυχόν ειδικοί παράγοντες όπως π.χ. έκτακτα γεγονότα σχετιζόμενα με την εταιρεία, την αγορά της, τη χώρα κλπ. Οι αξίες που προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθόδου της Ανάλυσης Χρηματιστηριακών Τιμών δύναται να αναπροσαρμοσθούν για την κατοχή ή μη πλειοψηφικού μεριδίου στην εκάστοτε συμμετοχή.

Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model – “DDM”)

Με τη μέθοδο αυτή προσδιορίζεται η αξία της υπό εξέταση εταιρείας προεξοφλώντας τα μερίσματα που εκρέουν προς τους μετόχους της εταιρείας. Ο συντελεστής προεξόφλησης που χρησιμοποιείται είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity), που υπολογίζεται συνήθως με βάση το υπόδειγμα Capital Asset Pricing Model - CAPM.

Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών (Market Multiples)

Η προσέγγιση αυτή στην αποτίμηση εταιρειών βασίζεται στην συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εκτίμηση εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών.

Ένα κρίσιμο βήμα σε αυτή την μέθοδο αποτίμησης είναι η επιλογή ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την υπό εξέταση εταιρεία και παρουσιάζουν ομοιότητες ως προς τα χαρακτηριστικά λειτουργίας και την ανάπτυξη.

Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται ένας αριθμός δεικτών που συνήθως περιλαμβάνει βασικούς δείκτες που είναι διεθνώς αποδεκτοί και χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών, όπως Χρηματιστηριακή Αξία προς Κέρδη (Price to Earnings), Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια (Price to Book Value), Χρηματιστηριακή Αξία προς Κύκλο Εργασιών (Price to Sales), κ.α.

Συγκρίσιμες Συναλλαγές (Comparable Transactions)

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών υπολογίζει την αξία της υπό εξέταση εταιρείας συγκρίνοντας την με το τίμημα που καταβλήθηκε για παρόμοιες εταιρείες στα πλαίσια συναλλαγών που έλαβαν χώρα στο πρόσφατο παρελθόν.

Το πιο κρίσιμο στοιχείο της αποτίμησης είναι η επιλογή κατάλληλου δείγματος συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν κατά την διάρκεια των τελευταίων χρόνων κατά τις οποίες η εταιρεία-στόχος παρουσιάζει ομοιότητες με την υπό εξέταση εταιρεία. Για το λόγο αυτό η χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου θα εξαρτηθεί από το εάν υπάρχουν διαθέσιμες αξιόπιστες πληροφορίες για την συγκρότηση ενός ικανού δείγματος συγκρίσιμων συναλλαγών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό.

Ειδικά Θέματα Αποτίμησης

Κατά τη διάρκεια της εργασίας μας δεν αντιμετωπίσαμε κάποιες ιδιαίτερες δυσκολίες, θα θέλαμε όμως να σημειώσουμε ακολούθως ορισμένα από τα χαρακτηριστικά των αποτιμωμένων Εταιρειών:

- Πολυσχιδείς όμιλοι με ποικίλες δραστηριότητες σε Ελλάδα και εξωτερικό.
- Ύπαρξη παραχωρήσεων (concessions), με συμβόλαια που επεκτείνονται σε μεγάλο βάθος χρόνου (20 και πλέον έτη).
- Σχετική αβεβαιότητα μελλοντικών εσόδων κατασκευαστικού κλάδου.

Συγκριτική Αποτίμηση

Λόγω της πολυσχιδούς δραστηριότητας των Εταιρειών, κάθε επιμέρους εταιρεία / κλάδος / δραστηριότητα αποτιμάται με διαφορετική μεθοδολογία και εν συνεχεία οι προκύπτουσες αξίες αθροίζονται ώστε να προκύψει η τελική αξία της κάθε εταιρείας, βάση της οποίας υπολογίζεται εν συνεχεία η σχέση ανταλλαγής μετοχών. Σε κάθε περίπτωση, η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε είναι η πλέον ενδεδειγμένη και εύλογη και επιλέχθηκε βάσει παραγόντων όπως η φύση της δραστηριότητας που ασκείται από τις Εταιρείες, η ωριμότητα της δραστηριότητας και η χρονική της διάρκεια.

ΕΛΤΕΒ

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τη μεθοδολογία αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της αξίας των εταιρειών / κλάδων / δραστηριοτήτων που απαρτίζουν τον όμιλο της ΕΛΤΕΒ.

	Μεθοδολογία Αποτίμησης
Κλάδος Παραχωρήσεων	
Αττική Οδός και Αττικές Διαδρομές	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Γέφυρα Ρίο – Αντίριο	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Υποθαλάσσια Αρτηρία Θεσσαλονίκης	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Αυτοκινητόδρομος Κόρινθος – Τρίπολη – Καλαμάτα	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM

Αυτοκινητόδρομος Μαλιακός – Κλειδί	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Αυτοκινητόδρομος Ελευσίνα – Κόρινθος – Πάτρα – Πύργος – Τσακώνα	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Αθηνναϊκοί Σταθμοί Αυτοκινήτων	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Smyrni Park	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Μαρίνα Σύρου	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
ΣΕΑ	Αποτίμηση με βάση Αξία Συναλλαγής
ACR	Λογιστική Αξία
Α.Ε. Παραχώρησης Υπογείων Σταθμών Αυτοκινήτων	Λογιστική Αξία
Κλάδος Ενέργειας και Περιβάλλοντος	
Αιολικά Πάρκα	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών – DCF και προσέγγιση Αγοράς
BEAL	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Μονάδα Βιοαερίου Θεσσαλονίκης	Αποτίμηση με βάση το δείκτη Αξία ανά MW
ΗΛΕΚΤΩΡ	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Herhoff Recycling Center Osnabruck	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Αποτεφρωτήρας	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Ελληνική Ενέργεια & Ανάπτυξη	Λογιστική Αξία
Ελληνική Ενέργεια & Ανάπτυξη – Ανανεώσιμες	Λογιστική Αξία
ΔΕΗ Ανανεώσιμες – Ελληνική Τεχνοδομική	Λογιστική Αξία
Κατασκευαστικός Κλάδος	
Κατασκευαστική Δραστηριότητα	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Κλάδος Real Estate	
REDS Α.Ε.	Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών
Μη λειτουργικά ακίνητα	Αποτίμηση Ανεξάρτητων Εκτιμητικών Οίκων και πληροφόρηση Διοίκησης ΕΛΤΕΒ
Λοιπές Συμμετοχές	
Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών – DCF
European Goldfields	Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών
Ελληνικός Χρυσός	Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών και Άθροισμα Μερών
Λοιπές Συμμετοχές ²	Λογιστική Αξία

ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ

Η αποτίμηση της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ βασίστηκε στην εργασία αποτίμησης που εκπόνησε η εταιρεία KPMG και την οποία επισκοπήσαμε. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τη μεθοδολογία αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της αξίας των εταιρειών / κλάδων / δραστηριοτήτων που απαρτίζουν την ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ. Επισημαίνεται ότι το σύνολο των εταιρειών / κλάδων / δραστηριοτήτων της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ αποτιμήθηκε με τη μέθοδο Sum of Parts και με τη χρήση των μεθοδολογιών Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών, Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών και Συγκρίσιμες Συναλλαγές.

² Οι συμμετοχές αφορούν τις εταιρείες Ελληνικά Λατομεία, Ελληνικοί Λιγνίτες, Εταιρεία Αερίου Προαστίων, E-Construction, Διεθνής Άλκη και Αστερίων.

	Μεθοδολογία Αποτίμησης
Κατασκευαστικός Κλάδος	
Κατασκευαστική Δραστηριότητα	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Λοιπές Δραστηριότητες	
Αττική Οδός Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Αττικές Διαδρομές	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Όμιλος Μορέας	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Γέφυρα Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων – DDM
Παντεχνική Α.Ε. – ΑΡΧΙΤΕΧ ΑΤΕ Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων – DDM
Σταθμοί Παντεχνική Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων – DDM
Π. & Π. Στάθμευση Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών – DCF
ΒΙΟΣΑΡ Ενεργειακή Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών – DCF
ΕΦΑ Έργα & Εφαρμογές Φυσικού Αερίου Τεχνική & Εμπορική Α.Ε. Ecogenesis Perivalodiki Α.Ε.	Αποτίμηση με βάση Αξία Συναλλαγής Λογιστική Αξία
Αποτεφρωτήρας Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών – DCF
PROMAS Α.Ε. Σύμβουλοι Διαχείρισης Έργων	Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών
Φραγκάκης Α. Ναυτιλιακή Α.Ε.	Προσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Adjusted N.A.V.)
Ακίνητα ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	Αποτίμηση Ανεξάρτητου Εκτιμητικού Οίκου
Σύνολο Δραστηριοτήτων ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών
	Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών

Συμπεράσματα - Σχέση Αξιών και Ανταλλαγής Μετοχών

Με βάση την προηγηθείσα ανάλυση, συμπεραίνεται ότι το δίκαιο, εύλογο και λογικό εύρος της σχέσης αξιών της ΕΛΤΕΒ και της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ κομμάινεται μεταξύ:


Εύρος Σχέσης Αξιών ΕΛΤΕΒ –ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	
Από	Έως
7,65:1	9,43:1

ενώ το δίκαιο, εύλογο και λογικό εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών της ΕΛΤΕΒ και της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ κομμάινεται μεταξύ:

Εύρος Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών ΕΛΤΕΒ -ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	
Από	Έως
1:2,03	1:2,50

Με εκτίμηση,
Για την
«ERNST & YOUNG (ΕΛΛΑΣ) ΟΡΚΩΤΟΙ
ΕΛΕΓΚΤΕΣ ΛΟΓΙΣΤΕΣ Α.Ε.»

Γιάννης Μυστακίδης
Εταίρος, Ορκωτός Ελεγκτής



ERNST & YOUNG

www.ey.com

© 2006 Ernst & Young
All Rights Reserved.
Ernst & Young is
a registered trademark.