

• ————— •

***Γνωμοδότηση κατ' Άρθρο 289 του  
Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών,  
Σχετικά με την Προτεινόμενη Συγχώνευση  
με Απορρόφηση της  
ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ. από την  
SOLVENCY ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε.  
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ***

• ————— •

**5 Ιουνίου 2006**

5 Ιουνίου 2006

Προς το  
Διοικητικό Συμβούλιο της  
SOLVENCY ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ  
Λ. Μεσογείων 2-4  
115 27 Αθήνα

Κύριοι,

**ΘΕΜΑ: Γνωμοδότηση κατ' Άρθρο 289 του Κανονισμού του  
Χρηματιστηρίου Αθηνών, Σχετικά με την Προτεινόμενη Συγχώνευση με  
Απορρόφηση της ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ. από την  
SOLVENCY ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ**

**1.0 Εισαγωγή**

1.1 Σε εκτέλεση της από 1 Φεβρουαρίου 2006 εντολής που μας δόθηκε με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της SOLVENCY ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

- α) **διαπιστώσαμε τη λογιστική αξία** των περιουσιακών στοιχείων της SOLVENCY ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (κατωτέρω και «SOLVENCY» ή «η Απορροφούσα»), η οποία πρόκειται να απορροφήσει την ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ. (κατωτέρω και «ΔΙΟΛΚΟΣ» ή «η Απορροφώμενη»), εφεξής από κοινού αναφερόμενες και ως οι «Εταιρίες»,
- β) **διενεργήσαμε ανεξάρτητη αποτίμηση των Εταιριών**, με ημερομηνία αποτίμησης την 10<sup>η</sup> Φεβρουαρίου 2006, ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού,
- γ) **ελέγξαμε το από 1 Ιουνίου 2006 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης** με απορρόφηση της ΔΙΟΛΚΟΣ από την SOLVENCY, και

## 1.0 Εισαγωγή (συνεχίζεται)

- δ) **διατυπώνουμε με την παρούσα έκθεσή μας, τη γνώμη** μας για το δίκαιο και λογικό (Fairness Opinion) της προτεινόμενης από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, όπως αυτή περιγράφεται στο από 1 Ιουνίου 2006, Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

1.2 Στα πλαίσια της εργασίας μας και της αποτίμησης των δύο Εταιριών, εξετάσαμε τα συγκριτικά οικονομικά τους μεγέθη και αξιολογήσαμε μεταξύ άλλων και τα εξής:

- α. τις συνθήκες και τους όρους της προτεινόμενης συγχώνευσης,
- β. το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μακροοικονομικές συνθήκες των κλάδων στους οποίους δραστηριοποιούνται αυτές και οι τυχόν σημαντικές θυγατρικές ή συμμετοχές της SOLVENCY,
- γ. τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά τους στοιχεία και μεγέθη,
- δ. την οικονομική θέση της κάθε Εταιρίας κατά την 10<sup>η</sup> Φεβρουαρίου 2006, ήτοι την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού,
- ε. στοιχεία από δημοσιευμένες και άλλες πηγές, καθώς και πληροφορίες που μας δόθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιριών,
- στ. στοιχεία που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των Εταιριών σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές της κάθε Εταιρίας, καθώς και για τις κυριότερες συμμετοχές της SOLVENCY,
- ζ. τους οικονομικούς όρους συγκρίσιμων πρόσφατων εξαγορών και συγχωνεύσεων εταιριών που δραστηριοποιούνται σε αντίστοιχους κλάδους με τις υπό αποτίμηση Εταιρίες (καθώς και των συμμετοχών της SOLVENCY),
- η. λοιπές πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και χρηματοοικονομικούς και χρηματιστηριακούς δείκτες συγκρίσιμων με τις συγχωνευμένες Εταιρίες επιχειρήσεων που θεωρήσαμε συναφείς και κατάλληλους για τους σκοπούς της διαμόρφωσης της γνώμης μας,
- θ. την χρηματιστηριακή πορεία και κεφαλαιοποίηση των Εταιριών κατά τους τελευταίους μήνες.

## **2.0 Διαπίστωση Λογιστικής Αξίας**

Διαπιστώσαμε ότι η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφούσας, προκύπτει από τους λογαριασμούς του Ισολογισμού Μετασχηματισμού της 10<sup>ης</sup> Φεβρουαρίου 2006 και συμφωνεί με τα κατά την ημερομηνία εκείνη τηρούμενα από την SOLVENCY βιβλία και στοιχεία (δείτε αναλυτική Έκθεσή μας).

## **3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών**

- 3.1 Για τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Εταιριών, διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Εταιριών, ήτοι της Απορροφούσας SOLVENCY και της Απορροφώμενης ΔΙΟΛΚΟΣ.
- 3.2 Οι αποτιμήσεις αυτές έγιναν σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθηκε, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Κατά την άποψή μας, τόσο οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, είναι οι ενδεδειγμένες και κατάλληλες για την συγκεκριμένη περίπτωση.
- 3.3 Η έκθεση της γνώμης μας για το δίκαιο και λογικό της προτεινόμενης σχέσης αξιών, βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε πληροφορίες και στοιχεία που μας δόθηκαν από τις Διοικήσεις των υπό συγχώνευση Εταιριών, οι οποίες μας διαβεβαίωσαν ότι είναι ακριβή και πλήρη.
- 3.4 Στο συγκεκριμένο έργο, εφαρμόστηκαν ειδικότερα οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:
  - α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)
  - β) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών
  - γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης
  - δ) Δεικτών Κεφαλαιαγοράς
  - ε) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Όσον αφορά στην αποτίμηση της SOLVENCY, χρησιμοποιήθηκαν οι μέθοδοι: α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης), γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και ε) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών. Όμως για την ανεξάρτητη αποτίμηση ορισμένων συμμετοχών της, χρησιμοποιήθηκαν όλες οι προαναφερθείσες διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης. Όσον αφορά στην αποτίμηση της ΔΙΟΛΚΟΣ χρησιμοποιήθηκαν οι μέθοδοι α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης) και γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, καθώς οι άλλες μέθοδοι δεν κρίθηκαν δόκιμες για να χρησιμοποιηθούν στην συγκεκριμένη εταιρία.

### **3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών** (συνεχίζεται)

#### **3.4.α. Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)**

##### **Εισαγωγή**

Στην περίπτωση αποτίμησης εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών εταιριών, λαμβάνεται αναγκαστικά υπόψη και σε σημαντικό βαθμό κατά την αποτίμηση και η χρηματιστηριακή τους αξία (κεφαλαιοποίηση). Λόγω του γεγονότος ότι η χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο μπορεί να παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις, ακόμα και κατά τη διάρκεια σχετικά μικρών χρονικών διαστημάτων, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη εκτός από την χρηματιστηριακή αξία που έχει μια εταιρία την ημερομηνία αποτίμησης και ο μέσος όρος της χρηματιστηριακής της αξίας σε μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα, περί της ημερομηνίας αυτής, τα οποία μπορεί να είναι ένας, δύο ή και περισσότεροι μήνες.

##### **Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου**

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής συγκεντρώθηκαν στοιχεία για τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση των Εταιριών σε διάφορα χρονικά διαστήματα πριν και μετά από την ημερομηνία ανακοίνωσης της συναλλαγής. Για τον υπολογισμό των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αξιών (κεφαλαιοποιήσεων) των Εταιριών, λήφθηκε υπόψη ο αριθμός των εκδοθέντων μετοχών και οι αντίστοιχες τιμές κλεισίματος (ή μέσος όρος αυτών) των μετοχών τους στο Χ.Α.

Οι κυριότερες παραδοχές που υιοθετήθηκαν για τη χρήση της μεθόδου αυτής είναι ότι:

- α. υπάρχει επαρκής διασπορά των μετοχών των Εταιριών (free float),
- β. οι μετοχές των Εταιριών διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο για επαρκές χρονικό διάστημα,
- γ. υπάρχει επαρκής διαπραγμάτευση των μετοχών (όγκος συναλλαγών) των Εταιριών στο χρηματιστήριο (liquidity),
- δ. οι επενδυτές έχουν ίση και επαρκή πληροφόρηση για τις Εταιρίες,
- ε. δεν υπάρχουν ενδείξεις χειραγώγησης των τιμών των μετοχών τους.

Τα παραπάνω στοιχεία μας επιτρέπουν να εξάγουμε επαρκή συμπεράσματα από την εφαρμογή της μεθόδου αυτής.

### **3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών** (συνεχίζεται)

#### **3.4.β. Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών**

##### **Εισαγωγή**

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους της. Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών προϋποθέτει, μεταξύ άλλων τις εξής αναλύσεις: εσόδων, εξόδων, κεφαλαιουχικών επενδύσεων, κεφαλαιακής δομής και υπολειμματικής αξίας.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, γίνεται πρόβλεψη των αναμενόμενων ταμειακών ροών από τη λειτουργία της επιχείρησης για ένα συγκεκριμένο μελλοντικό χρονικό διάστημα. Οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο και προσδιορίζεται η παρούσα τους αξία. Επίσης, υπολογίζεται η υπολειμματική αξία της επιχείρησης στο τέλος του παραπάνω χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται προβλέψεις και προεξοφλείται και αυτή για να υπολογιστεί η παρούσα αξία της. Τέλος, η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών προστίθεται στην παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας.

##### **Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου**

Η χρήση της μεθόδου αυτής δεν είναι δόκιμη για την αποτίμηση εταιριών συμμετοχών (SOLVENCY – σε επίπεδο μητρικής), εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (ΔΙΟΛΚΟΣ) και εταιριών ακινήτων περιουσίας (ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Α.Π. – συμμετοχή της SOLVENCY). Έτσι, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιήθηκε μόνο για την αποτίμηση της συμμετοχής της SOLVENCY στην ΚΛΑΜΠ ΟΤΕΛ ΛΟΥΤΡΑΚΙ Α.Ε. (και των συμμετοχών της τελευταίας στην ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑ ΚΑΖΙΝΟ ΛΟΥΤΡΑΚΙΟΥ και σε εταιρία που θα δραστηριοποιηθεί στον κλάδο καζίνο στο Βελιγράδι, Σερβίας) και στην θυγατρική OCEANUS REINSURANCE A.I. με έδρα στο Πουέρτο Ρίκο.

Αναπτύχθηκαν εναλλακτικά σενάρια για την ΚΛΑΜΠ ΟΤΕΛ ΛΟΥΤΡΑΚΙ και την ΚΟΙΝΟΠΡΑΞΙΑ ΚΑΖΙΝΟ ΛΟΥΤΡΑΚΙΟΥ (την κυριότερη συμμετοχή της πρώτης), που βασίστηκαν σε προβλέψεις της Διοίκησης της ΚΛΑΜΠ ΟΤΕΛ ΛΟΥΤΡΑΚΙ. Για την επένδυση της ΚΛΑΜΠ ΟΤΕΛ ΛΟΥΤΡΑΚΙ στην Σερβία και για την OCEANUS REINSURANCE βασιστήκαμε στα Επιχειρηματικά Σχέδια των διοικήσεων των ΚΛΑΜΠ ΟΤΕΛ ΛΟΥΤΡΑΚΙ και SOLVENCY αντίστοιχα.

Επίσης, πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας για να διαπιστωθεί η επίδραση που θα έχουν στα αποτελέσματα αποτίμησης, διαφορετικά προεξοφλητικά επιτόκια.

## **3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)**

### **3.4.γ. Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς**

#### **Εισαγωγή**

Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την αξία μίας εταιρίας συγκρίνοντάς την με ομοειδείς εταιρίες, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια και πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις και κριτήρια συγκρισιμότητας.

#### **Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου**

Η μέθοδος αυτή δεν χρησιμοποιήθηκε για τις αποτιμήσεις των SOLVENCY και ΔΙΟΛΚΟΣ, καθώς βάσει της διεθνούς πρακτικής, δεν κρίθηκε δόκιμο να χρησιμοποιηθούν. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιήθηκε όμως για την αποτίμηση της συμμετοχής της SOLVENCY στην ΚΛΑΜΠ ΟΤΕΛ ΛΟΥΤΡΑΚΙ Α.Ε.

### **3.4.δ. Μέθοδος Συγκρίσιμων Αγοραπωλησιών**

#### **Εισαγωγή**

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Αγοραπωλησιών προσδιορίζει την αξία μιας εταιρίας συγκρίνοντας την υπό μελέτη εταιρία με τις αποτιμήσεις παρόμοιων εταιριών των οποίων σημαντικά πακέτα μετοχών υπήρξαν αντικείμενο σχετικά πρόσφατων συναλλαγών.

#### **Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου**

Η μέθοδος αυτή, όπως προαναφέρθηκε, χρησιμοποιήθηκε μόνο για την αποτίμηση της SOLVENCY (και της συμμετοχής της στην ΚΛΑΜΠ ΟΤΕΛ ΛΟΥΤΡΑΚΙ Α.Ε.). Όσον αφορά αυτή τη μέθοδο, συγκεντρώθηκαν στοιχεία από την συναλλαγή όπου η SCIENS HELLENIC CAPITAL Ltd. απέκτησε ποσοστό συμμετοχής 45% στο μετοχικό κεφάλαιο της SOLVENCY από την Τράπεζα Πειραιώς τον Νοέμβριο του 2005. Με βάση τα τελευταία δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της SOLVENCY και τα στοιχεία που αφορούσαν την συγκεκριμένη συναλλαγή, υπολογίσθηκε η αξία της SOLVENCY με βάση το προσφερόμενο τίμημα και το εξαγοραζόμενο ποσοστό συμμετοχής. Στη συνέχεια υπολογίσθηκαν Πολλαπλασιαστές όπως: Τιμή προς Ίδια Κεφάλαια, Πωλήσεις, Κέρδη προ Φόρων, Κέρδη μετά Φόρων κλπ.

### **3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών** (συνεχίζεται)

#### **3.4.ε. Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης**

##### **Εισαγωγή**

Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης είναι μια στατική μέθοδος αποτίμησης της αξίας μίας εταιρίας και βασίζεται στους Ισολογισμούς των εταιριών κατά την ημερομηνία αποτίμησης, σε ορισμένες αναπροσαρμογές που κρίνονται απαραίτητες, κατά περίπτωση κατά την κρίση του αποτιμητή, αλλά και βάσει των τυχόν σημειώσεων των Διοικήσεων των Εταιριών, καθώς επίσης και των τυχόν παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών επί των αντίστοιχων οικονομικών καταστάσεων.

##### **Παραδοχές για την Εφαρμογή της Μεθόδου**

Για τον υπολογισμό της μεθόδου αυτής, λήφθηκε υπόψη ο Ισολογισμός της 10<sup>ης</sup> Φεβρουαρίου 2006 με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π.) της SOLVENCY. Για την ΔΙΟΛΚΟΣ λήφθηκε υπόψη ο Ισολογισμός Μετασχηματισμού ο οποίος επισκοπήθηκε από την εταιρία ορκωτών ελεγκτών – λογιστών BKR ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε.

Η μέθοδος κρίθηκε κατάλληλη για τις αποτιμήσεις των SOLVENCY και ΔΙΟΛΚΟΣ, δεδομένου ότι αντανάκλα την εμπορική αξία των συμμετοχών των εταιριών.

Σημειώνεται ότι, για τον υπολογισμό της αξίας αποτίμησης της SOLVENCY βάσει αυτής της μεθόδου, στη Καθαρή Θέση της SOLVENCY με ημερομηνία 10.2.2006 προστέθηκαν οι υπεραξίες των συμμετοχών της στις εταιρίες ΚΛΑΜΠ ΟΤΕΛ ΛΟΥΤΡΑΚΙ, ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Α.Π και OCEANUS REINSURANCE, όπως αυτές προέκυψαν μέσω των αποτιμήσεων που διενεργήσαμε στις εταιρίες αυτές.

- 3.5 Κατά τη σύγκριση ανά μέθοδο που ακολουθεί, το αποτέλεσμα της αποτίμησης της SOLVENCY που προκύπτει από την εφαρμογή των μεθόδων α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης), γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και ε) Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών, συγκρίθηκαν με τα αποτελέσματα της αποτίμησης της ΔΙΟΛΚΟΣ, που προέκυψε βάσει των μεθόδων αποτίμησης α) Χρηματιστηριακής Κεφαλαιοποίησης και γ) της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης.



### 3.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών (συνεχίζεται)

#### Ενδεικτικό Εύρος Αξιών ανά Μέθοδο Αποτίμησης (Ποσά σε € εκατ.)

Μέθοδος Αποτίμησης	SOLVENCY		ΔΙΟΛΚΟΣ	
	Ελάχιστο	Μέγιστο	Ελάχιστο	Μέγιστο
α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	80,0	97,2	33,1	34,0
γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	89,2		37,7	
ε) Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών	80,1		34,0 <sup>1</sup>	37,7 <sup>1</sup>
<b>Τελικό Εύρος Αξιών</b>	<b>82,7</b>	<b>95,1</b>	<b>34,0</b>	<b>37,7</b>

1: Για λόγους σύγκρισης των αποτελεσμάτων αποτίμησης, στις μεθόδους που δεν εφαρμόστηκαν για την αποτίμηση της ΔΙΟΛΚΟΣ χρησιμοποιείται το εύρος αποτίμησης της ΔΙΟΛΚΟΣ.

Το εύρος της σχέσης αξιών SOLVENCY προς ΔΙΟΛΚΟΣ που προκύπτει ανά μέθοδο, έχει ως εξής:

Μέθοδος	Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Αξιών SOLVENCY προς ΔΙΟΛΚΟΣ
α) Χρηματιστηριακής Αξίας (Κεφαλαιοποίησης)	2,355 έως 2,933 προς 1
γ) Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	2,367 προς 1
ε) Συγκρίσιμων Συναλλαγών	2,125 έως 2,358 προς 1

3.6 Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Εταιριών δεν προέκυψαν.

3.7 Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα αποτίμησης ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και πιο συγκεκριμένα δίνοντας βαρύτητα στις μεθόδους α) της Χρηματιστηριακής Αξίας και γ) της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Αξίας όσον αφορά στην SOLVENCY, και στις μεθόδους α) της Χρηματιστηριακής Αξίας και γ) της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης όσον αφορά στην ΔΙΟΛΚΟΣ, προέκυψε ένα εύρος σχέσης αξιών μεταξύ SOLVENCY και ΔΙΟΛΚΟΣ.

**2,193 έως 2,801 προς 1 (SOLVENCY προς ΔΙΟΛΚΟΣ).**

Με βάση τα αποτελέσματα αποτίμησης, κατά τον υπολογισμό του λόγου ανταλλαγής μετοχών λήφθηκαν υπόψη επίσης οι ενέργειες που καταγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

## 4.0 Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

Ελέγξαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι δίκαιη και λογική και ότι προκύπτει από την εκτίμηση της αξίας των συγχωνευόμενων Εταιριών που διενεργήσαμε.

## 5.0 Συμπεράσματα

5.1 Τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο Εταιριών προτείνουν σχέσης ανταλλαγής των μετοχών ως ακολούθως:

**α) Κάθε μέτοχος της Απορροφώμενης (πλην της Απορροφούσας και της Απορροφώμενης) θα ανταλλάσσει μία κοινή ονομαστική με ψήφο μετοχή ονομαστικής αξίας € 2,28 που κατέχει στην Απορροφώμενη, με 1,55352729764715 νέες κοινές ονομαστικές με ψήφο μετοχές της Απορροφούσας νέας ονομαστικής αξίας € 0,60 η κάθε μία.**

**β) Κάθε μέτοχος της Απορροφούσας θα ανταλλάσσει μια κοινή ονομαστική με ψήφο μετοχή ονομαστικής αξίας € 0,59 που κατέχει στην Απορροφούσα με 2,58740777806474 νέες κοινές ονομαστικές με ψήφο μετοχές της Απορροφούσας νέας όμως ονομαστικής αξίας € 0,60.**

Τυχόν προκύπτοντα κλασματικά υπόλοιπα θα τακτοποιηθούν δυνάμει σχετικής αποφάσεως της οικείας γενικής συνελεύσεως.

5.2 Κατά τη γνώμη μας, οι ανωτέρω προτεινόμενες από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέσεις ανταλλαγής μετοχών που προαναφέρθηκαν υποδηλώνουν σχέση αξιών:

<b>SOLVENCY προς ΔΙΟΛΚΟΣ</b>	<b>2,3569948936 προς 1</b>
------------------------------	----------------------------

η οποία εμπίπτει μέσα στο εύρος της σχέσης αξιών που προέκυψε από τις αποτιμήσεις που διενεργήσαμε και επομένως η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι δίκαιη και λογική.

---

Μιχάλης Χατζηπαύλου  
Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής  
Α.Μ. ΣΟΕΛ: 12511  
για την Deloitte  
Χατζηπαύλου Σοφιανός & Καμπάνης Α.Ε.