

Έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας με την επωνυμία
«ΕΤΕΜ Α.Ε. Εταιρία Ελαφρών Μετάλλων»
κατ'άρθρο 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Προς

Τη Γενική Συνέλευση των μετόχων αναφορικά με την αποτίμηση και τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευομένων ανωνύμων εταιριών με τις επωνυμίες «ΕΤΕΜ Α.Ε. Εταιρία Ελαφρών Μετάλλων» και «ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.» δια απορροφήσεως της πρώτης εταιρίας από την δεύτερη.

Κύριοι Μέτοχοι,

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, σας υποβάλλουμε την παρούσα Έκθεση με σκοπό να παραθέσουμε πληροφορίες σχετικά με την αποτίμηση των ανωτέρω συγχωνευομένων εταιριών και τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών τους, η οποία ανατέθηκε στις συγκεκριμένες ελεγκτικές εταιρίες Deloitte Business Solutions Χατζηπαύλου Σοφιανός & Καμπάνης Α.Ε. και RSM Greece S.A..

Οι εν λόγω ελεγκτικές εταιρίες ανέλαβαν και ολοκλήρωσαν το έργο τους και υπέβαλαν τις από 2-10-2014 σχετικές εκθέσεις τους.

Πιο συγκεκριμένα:

A. Έκθεση της Deloitte Business Solutions Χατζηπαύλου Σοφιανός & Καμπάνης Α.Ε

Στην από 2-10-2014 Έκθεσή του ο εμπειρογνώμονας Ορκωτός Ελεγκτής-Λογιστής κ. Δημήτρης Κουτσός-Κουτσόπουλος, μέλος της Ελεγκτικής εταιρίας, παραθέτει τα συνοπτικά στοιχεία της Έκθεσης αποτίμησης των μετοχών της εταιρίας «ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.» και της εταιρίας «ΕΤΕΜ Α.Ε. Εταιρία Ελαφρών Μετάλλων» για τον προσδιορισμό της σχέσης αξιών αυτών καθώς και τις λοιπές πληροφορίες που προβλέπονται στο άρθρο 4.1.4.1.3, στην οποία αναφέρει τα εξής:

«

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της:

ΕΤΕΜ Α.Ε.
Ηρώων Πολυτεχνείου 1-4,
190 18 Μαγούλα,
Αττική

2 Οκτωβρίου 2014

Κύριοι,

Θέμα: Γνωμοδότηση κατ'άρθρο 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών Σχετικά με την Προτεινόμενη Συγχώνευση με Απορρόφηση της ΕΤΕΜ Α.Ε. από την ΕΛΒΑΛ Α.Ε.

1.0 Εισαγωγή

1.1 Σε εκτέλεση της εντολής που μας δόθηκε από τη διοίκηση της εταιρίας "ΕΤΕΜ Α.Ε. Εταιρία Ελαφρών Μετάλλων" (εφεξής αναφερόμενη και ως "ΕΤΕΜ" ή η "Απορροφώμενη"), στο πλαίσιο της προτεινόμενης συγχώνευσης με απορρόφηση της ΕΤΕΜ από την ΕΛΒΑΛ Ελληνική Βιομηχανία Αλουμινίου Α.Ε. (εφεξής αναφερόμενη και ως "ΕΛΒΑΛ" ή η "Απορροφώσα"), βάσει των άρθρων 68 παρ. 2 και 69-77α του Ν.2190/20 της εμπορικής νομοθεσίας περί Ανωνύμων Εταιριών και τις διατάξεις του άρθρου 54 του Ν. 4172/2013, όπως ισχύουν (εφεξής από κοινού οι "Νόμοι"), προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

α) Διενεργήσαμε ανεξάρτητη αποτίμηση των εταιριών ΕΤΕΜ και ΕΛΒΑΛ (εφεξής από κοινού αναφερόμενες και ως οι "Συγχωνευόμενες" ή οι "Εταιρίες") με ημερομηνία αποτίμησης την 31 Αυγούστου 2014, ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού.

β) Ελέγξαμε το από 1 Οκτωβρίου 2014 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης με απορρόφηση της ΕΤΕΜ Α.Ε. από την ΕΛΒΑΛ Α.Ε.

γ) Διατυπώνουμε με την παρούσα έκθεση μας τη γνώμη μας για το εύλογο, δίκαιο και λογικό ("Fairness Opinion") της προτεινόμενης από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιριών σχέσης ανταλλαγής μετοχών, όπως αυτή περιγράφεται στο από 1.10.2014 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

Οι ενότητες που ακολουθούν παρουσιάζουν περισσότερα στοιχεία, καθώς και τα συμπεράσματα των εργασιών που εκτελέσαμε.

1.2 Στο πλαίσιο της εργασίας αποτίμησης των Συγχωνευόμενων Εταιριών, εξετάσαμε τα 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 του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιούνται οι Εταιρίες,

γ. τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη των Εταιριών,

δ. την οικονομική θέση κάθε μιας από τις Εταιρίες κατά την 31 Αυγούστου 2014, ήτοι την ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού, όσο και σημαντικά οικονομικά και επιχειρηματικά γεγονότα που έλαβαν χώρα μέχρι και την ημερομηνία έκδοσης της παρούσας,

ε. στοιχεία και πληροφορίες για την αγορά δραστηριοποίησης, τον ανταγωνισμό, και άλλα αντίστοιχα στοιχεία από δημοσιευμένες και άλλες πηγές, καθώς και αντίστοιχες πληροφορίες που μας δόθηκαν από τη διοίκηση της ΕΤΕΜ,

στ. στοιχεία που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των διοικήσεων των Εταιριών,

ζ. λοιπές πληροφορίες, μελέτες και αναλύσεις, καθώς και τη χρηματοπιστηριακή κεφαλαιοποίηση των Εταιριών, χρηματοοικονομικούς και χρηματοπιστηριακούς δείκτες συγκρίσιμων προς τις Συγχωνευόμενες επιχειρήσεων, που θεωρήσαμε συναφείς και κατάλληλους για τους σκοπούς της διαμόρφωσης της γνώμης μας,

η. διάφορα άλλα στοιχεία και πληροφορίες για τις Εταιρίες, την κεφαλαιακή, οργανωτική και μετοχική δομή τους.

1.3 Σημειώνεται ότι οι εμπειρογνώμονες που διενήργησαν την αποτίμηση των 2 Εταιριών δε συνδέονται με οποιοδήποτε τρόπο με τις υπό συγχώνευση Εταιρίες για την τελευταία πριν τη συγχώνευση πενταετία.

2.0 Μεθοδολογία Αποτίμησης – Εύρος Σχέσης Αξιών

2.1 Για τον προσδιορισμό του εύρους αξιών και της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Εταιριών, διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας των Συγχωνευόμενων Εταιριών, ήτοι της Απορροφώσας ΕΛΒΑΛ και της Απορροφώμενης ΕΤΕΜ.

2.2 Κατά την 31.8.2014, η Απορροφώσα κατείχε το 70,78% του μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφώμενης. Επίσης, κατά την παραπάνω ημερομηνία, η Απορροφώσα κατείχε απευθείας το 75,00% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας Bridgnorth Aluminium Ltd. (εφεξής "Bridgnorth"), με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο.

Διευκρινίζεται ότι στο πλαίσιο αποτίμησης της Απορροφώσας, ανάλογα και με την κάθε μέθοδο αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε, η αξία της προσαρμόστηκε ώστε να μη λαμβάνεται υπόψη η αξία που αντιστοιχεί στους μετόχους μειοψηφίας των εταιριών ΕΤΕΜ και Bridgnorth, ήτοι 29,22% και 25,00% αντίστοιχα. Για το λόγο αυτό διενεργήθηκε επίσης ανεξάρτητη αποτίμηση της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας Bridgnorth, με βάση τη μέθοδο Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών.

Για τις υπόλοιπες συμμετοχές της εταιρίας ΕΛΒΑΛ δεν προβήκαμε σε αντίστοιχη αναπροσαρμογή, είτε γιατί η ΕΛΒΑΛ ήλεγχε το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου τους κατά την ημερομηνία αποτίμησης, είτε γιατί η τυχόν αξία των δικαιωμάτων μειοψηφίας των συμμετοχών αυτών κρίθηκε ότι δεν επηρεάζει ουσιαστικά τη συνολική αξία του ομίλου ΕΛΒΑΛ.

2.3 Οι αποτιμήσεις των Συγχωνευόμενων πραγματοποιήθηκαν 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 τη γνώμη 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.

2.4 Η παρούσα έκθεση βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε πληροφορίες και στοιχεία που μας δόθηκαν από τη Διοίκηση της ΕΤΕΜ, τόσο για την ίδια όσο και για την ΕΛΒΑΛ, η οποία και μας διαβεβαίωσε ότι οι πληροφορίες και τα στοιχεία αυτά είναι ακριβή και πλήρη.

2.5 Στη συγκεκριμένη εργασία αποτίμησης των Εταιριών, εφαρμόστηκαν ειδικότερα οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές **μέθοδοι αποτίμησης**:

- α) **Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών** (Προσέγγιση Εισοδήματος – Income Approach),
- β) **Δεικτών Κεφαλαιαγοράς** (Προσέγγιση Αγοράς – Market Approach),
- γ) **Συγκρίσιμων Συναλλαγών** (Προσέγγιση Αγοράς – Market Approach),
- δ) **Χρηματιστηριακής Αξίας ή Κεφαλαιοποίησης** (Προσέγγιση Αγοράς – Market Approach), και

ε) **Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης** (Προσέγγιση Κόστους – Cost Approach).

2.6 Όσον αφορά στην αποτίμηση της ΕΤΕΜ, πραγματοποιήθηκε προσπάθεια ώστε να εφαρμοστούν όλες οι παραπάνω μέθοδοι. Ωστόσο, κατέστη εφικτό να αναπτυχθούν και χρησιμοποιηθούν μόνο οι μέθοδοι Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών και Χρηματιστηριακής Αξίας, καθώς οι μέθοδοι Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και Συγκρίσιμων Συναλλαγών δεν διαμόρφωσαν αποτελέσματα που θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, ενώ η καθαρή θέση της ΕΤΕΜ κατά την 31.8.2014 ήταν αρνητική και επομένως δεν κρίθηκε σκόπιμη η εφαρμογή της μεθόδου της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης.

Όσον αφορά στην αποτίμηση της ΕΛΒΑΛ, εφαρμόστηκαν όλες οι παραπάνω μέθοδοι. Με εξαίρεση τη Μέθοδο των Συγκρίσιμων Συναλλαγών, όπου το δείγμα συγκρίσιμων αγοραπωλησιών που εντοπίστηκε δεν κρίθηκε ικανοποιητικό, όλες οι υπόλοιπες μέθοδοι θα μπορούσαν να ληφθούν υπόψη και να λάβουν βαρύτητα για την αποτίμηση της ΕΛΒΑΛ. Ωστόσο, για την εξαγωγή των τελικών συμπερασμάτων αποτίμησης και προκειμένου να υπάρχει πλήρης αντιστοιχία μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης των Συγχωνευόμενων Εταιριών, κρίθηκε σκόπιμη η απόδοση βαρύτητας μόνο στις 2 μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν και για την αποτίμηση της ΕΤΕΜ, ήτοι της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF) και της Χρηματιστηριακής Αξίας, και μάλιστα κατά το ίδιο ποσοστό στάθμισης σε κάθε μέθοδο.

2.7.α. Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Εισαγωγή

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών 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 άλλες αντίστοιχες αναλύσεις, για μία περίοδο συνήθως 5-10 ετών, καθώς και ανάλυση της υπολειμματικής αξίας η οποία προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης στο τέλος της αναλυτικής περιόδου πρόβλεψης (π.χ. 10 ετών).

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, γίνεται πρόβλεψη των αναμενόμενων ταμειακών ροών από τη λειτουργία της επιχείρησης για την αναλυτική περίοδο πρόβλεψης. Οι ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο / συντελεστή και προσδιορίζεται η παρούσα αξία τους. Επίσης, υπολογίζεται η υπολειμματική αξία της εταιρίας στο τέλος του παραπάνω χρονικού διαστήματος και προεξοφλείται και αυτή για να υπολογιστεί η παρούσα αξία της. Στη συνέχεια, η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών προστίθεται στην παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της κάθε εταιρίας. Τέλος, στο παραπάνω άθροισμα προστίθεται και η τυχόν αξία άλλων συμμετοχών ή/και των μη ιδιοχρησιμοποιούμενων περιουσιακών στοιχείων (π.χ. ακινήτων), ενώ αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός (τοκοφόρα δάνεια μείον υπερβάλλοντα αποθέματα ρευστών διαθέσιμων ή ισοδύναμων με μετρητά) της κάθε εταιρίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης, ήτοι κατά την 31.8.2014, στη συγκεκριμένη περίπτωση.

Διευκρινίσεις για την Εφαρμογή της Μεθόδου – Βασικές Παραδοχές που Λήφθηκαν Υπόψη

Για τον προσδιορισμό της αξίας των Εταιριών με βάση τη μέθοδο αυτή, αναπτύχθηκαν χρηματοοικονομικά μοντέλα πρόβλεψης των κύριων οικονομικών μεγεθών τους για περίοδο 10 ετών (2014 – 2023). Η ανάπτυξη των μοντέλων αυτών βασίστηκε στις προβλέψεις των Διοικήσεων των Συγχωνευόμενων Εταιριών για την περίοδο αυτή, καθώς και σε πρόσθετες αναπροσαρμογές, όπου κρίθηκε σκόπιμο να υιοθετηθούν.

Ειδικότερα, διευκρινίζεται ότι μεταξύ των **βασικών παραδοχών** που υιοθετήθηκαν στα πλαίσια των αποτιμήσεων των Εταιριών συμπεριλαμβάνονται, μεταξύ άλλων και οι εξής:

α) Η αποτίμηση βασίστηκε στην παραδοχή ότι οι Εταιρίες, θα «διατηρηθούν εν λειτουργία» (going concern). Αυτή η παραδοχή θεωρεί ότι:

i. οι διοικήσεις των Εταιριών θα εφαρμόσουν μόνο εκείνες τις λειτουργικές οργανωτικές και χρηματοοικονομικές στρατηγικές οι οποίες θα μεγιστοποιήσουν την αξία τους, και

ii. δεν υπάρχει αβεβαιότητα για την υπάρχουσα κατάσταση ή μελλοντικά γεγονότα (όπως π.χ. συνεχείς λειτουργικές ζημίες και ιδιαίτερα αδύναμη χρηματοοικονομική διάρθρωση, ή αδυναμία άντλησης απαιτούμενων κεφαλαίων), τα οποία θα μπορούσαν να αμφισβητήσουν την βασική παραδοχή ότι οι Εταιρίες θα συνεχίσουν κανονικά τη λειτουργία τους (going concern).

β) Επίσης, υιοθετήθηκε η παραδοχή ότι οι Εταιρίες “θα συνεχίσουν να λειτουργούν ως ανεξάρτητες οντότητες στους τομείς που δραστηριοποιούνται και σήμερα (“as-is stand-alone basis”)”. Η παραδοχή αυτή θεωρεί ότι οι Εταιρίες δε θα συγχωνευθούν με άλλες αντίστοιχες επιχειρηματικές οντότητες, γεγονός που θα μπορούσε να δημιουργήσει συνέργιες.

Τέλος, πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας για να διαπιστωθεί η επίδραση που θα έχουν στα αποτελέσματα αποτίμησης διαφορετικά προεξοφλητικά επιτόκια και ρυθμοί ανάπτυξης των ταμειακών ροών μετά το τέλος της αναλυτικής περιόδου πρόβλεψης.

Σημειώνεται ότι, από την αξία της ΕΛΒΑΛ με βάση τη μέθοδο αυτή, αφαιρέθηκε η αξία των ΕΤΕΜ και Bridgnorth, όπως υπολογίστηκε με βάση την ίδια μέθοδο (Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών), κατά το ποσοστό των μετοχών που δεν ανήκουν ήδη στην ΕΛΒΑΛ, ήτοι 29,22% και 25,00% αντίστοιχα.

2.7.β. 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.

Διευκρινίσεις για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε για τις αποτιμήσεις των Εταιριών, βάσει δείγματος κατά το δυνατόν ομοειδών εισηγμένων σε διεθνή χρηματιστήρια εταιριών.

Πιο συγκεκριμένα, μετά από έρευνα σε βάσεις δεδομένων που περιλαμβάνουν στοιχεία εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιριών, προσδιορίστηκαν οι Δείκτες – Πολλαπλασιαστές αποτίμησης (π.χ. δείκτης Αξία προς Πωλήσεις, Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων, κ.λπ.), οι οποίοι στη συνέχεια πολλαπλασιάστηκαν με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες παραμέτρους για τα έτη 2014 & 2015 (π.χ. πωλήσεις, κέρδη προ φόρων, τόκων & αποσβέσεων, κ.λπ.) των υπό αποτίμηση Εταιριών, ώστε να προσδιορισθεί η αξία των Εταιριών με βάση αυτή τη μέθοδο. Ωστόσο, όπως σημειώθηκε και παραπάνω, καθώς η εν λόγω μέθοδος δεν προσδιόρισε αποτελέσματα για την εταιρία ΕΤΕΜ, κρίθηκε σκόπιμο να μη χρησιμοποιηθεί ούτε για την εταιρία ΕΛΒΑΛ, παρά το γεγονός ότι διαμόρφωνε αποτελέσματα και συνεπώς θα μπορούσε να λάβει βαρύτητα.

2.7.γ. Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Εισαγωγή

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών προσδιορίζει την αξία μιας επιχείρησης συγκρίνοντας την υπό μελέτη εταιρία με παρόμοιες εταιρίες που αποτέλεσαν αντικείμενα σχετικά πρόσφατων συναλλαγών. Το πρώτο βήμα της μεθόδου αυτής είναι η εξεύρεση ενός δείγματος συγκρίσιμων συναλλαγών εταιριών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με τις υπό αποτίμηση Εταιρίες και των οποίων οι μετοχές αποτέλεσαν πρόσφατα αντικείμενο συναλλαγών. Αυτές οι εταιρίες μπορεί να είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια ή όχι, μπορεί να έχει γίνει αντικείμενο συναλλαγής το σύνολο ή ένα μέρος του μετοχικού τους κεφαλαίου ή να έχουν άλλα ειδικά χαρακτηριστικά (π.χ. να έχουν γίνει αντικείμενο δημόσιας πρότασης εξαγοράς, κλπ).

Διευκρινίσεις για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, δεν εντοπίστηκε ικανοποιητικό δείγμα συγκρίσιμων συναλλαγών τόσο για την αποτίμηση της ΕΛΒΑΛ όσο και για την αποτίμηση της ΕΤΕΜ. Για το λόγο αυτό, καθώς και για τον επιπλέον λόγο ότι στην περίπτωση της ΕΤΕΜ η εν λόγω μέθοδος δε διαμόρφωνε ουσιαστικά αποτελέσματα, η μέθοδος αυτή δε χρησιμοποιήθηκε για την εξαγωγή των τελικών συμπερασμάτων αποτίμησης για καμία από τις δύο Εταιρίες.

2.7.δ. Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας ή Κεφαλαιοποίησης

Εισαγωγή

Στην περίπτωση αποτίμησης εταιριών εισηγμένων σε χρηματιστήρια αξιών, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την αποτίμηση, σε σημαντικό βαθμό μάλιστα, και η χρηματιστηριακή αξία των ίδιων αυτών εταιριών, υπό την προϋπόθεση ότι η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά και οι μετοχές της εταιρίας καλύπτουν ορισμένα κριτήρια (αποτελεσματικότητα της αγοράς). Λόγω του γεγονότος ότι η χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο μπορεί να παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις, ακόμα και μέσα σε σύντομα χρονικά διαστήματα, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη εκτός από την χρηματιστηριακή αξία που έχει μια εταιρία την ημέρα αποτίμησης και ο μέσος όρος της αξίας της ίδιας εταιρίας σε ένα μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, το οποίο μπορεί να είναι

ένας, δύο ή και περισσότεροι μήνες. Με την μεθοδολογία αυτή, τελικά, μπορεί να προσδιοριστεί ένα εύρος αξιών ή και μια κεντρική αξία, από την οποία θα έχουν εξαλειφθεί οι μεγάλες τυχόν διακυμάνσεις οι οποίες μπορεί να προκύπτουν από συγκυριακές περιστάσεις όπως π.χ. από κερδοσκοπικές πιέσεις λόγω διαρροής φημών για εξαγορά ή συγχώνευση, κ.α.

Διευκρινίσεις για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής χρησιμοποιήθηκε ως ημερομηνία αναφοράς η 12 Ιουνίου 2014, ημερομηνία κατά την οποία ανακοινώθηκε η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών κατά την αποφασισθείσα την 7.4.2014 συγχώνευση με απορρόφηση της ETEM από την ΕΛΒΑΛ (οπότε οι τιμές των μετοχών των Συγχωνευόμενων Εταιριών συνέκλιναν προς την προταθείσα σχέση ανταλλαγής μετοχών), η οποία τελικά ματαιώθηκε, ενώ συγκεντρώθηκαν στοιχεία για τη χρηματοπιστηριακή κεφαλαιοποίηση των Εταιριών σε χρονικό διάστημα 3, 6 και 12 μηνών πριν την παραπάνω ημερομηνία αναφοράς (12.6.2014).

Για τον υπολογισμό των αντίστοιχων χρηματοπιστηριακών αξιών (κεφαλαιοποιήσεων) των Εταιριών, λήφθηκε υπόψη ο αριθμός των εκδοθέντων μετοχών και οι αντίστοιχες τιμές κλεισίματος των μετοχών (ή μέσος όρος αυτών) στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

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. την υπό εξέταση περίοδο πραγματοποιήθηκε επαρκής όγκος συναλλαγών των μετοχών 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.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, καθώς και το γεγονός ότι η χρηματοπιστηριακή αγορά συνεκτιμά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και άρα και το ότι η ΕΛΒΑΛ κατέχει σημαντική συμμετοχή τόσο στην ETEM όσο και σε τρίτες εταιρίες, κρίθηκε σκόπιμο ότι μπορούμε να εξάγουμε ικανοποιητικά και αξιόπιστα συμπεράσματα από την εφαρμογή της μεθόδου αυτής.

2.7.ε. Μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Εισαγωγή

Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης καθαρής θέσης είναι μια στατική μέθοδος αποτίμησης της αξίας μίας επιχείρησης. Με βάση τη μέθοδο αυτή, οι αξίες των κυριοτέρων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας εκτιμώνται και προστίθενται. Κατά συνέπεια, η μέθοδος αυτή απαιτεί επισκόπηση και πιθανώς αναπροσαρμογές επί της λογιστικής αξίας (σε σχέση με την τρέχουσα αξία τους) των παρακάτω ενδεικτικών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων:

- α) Ενσώματες ακινητοποιήσεις, όπως οικόπεδα, κτίρια, εξοπλισμός, μηχανήματα, κλπ.,
- β) Άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως ευρεσιτεχνίες, σήματα κατατεθέντα, πελατολόγιο, εργατικό δυναμικό, καλή φήμη, κλπ.,

- γ) Αξία συμμετοχών,
- δ) Αξία αποθεμάτων,
- ε) Τρέχουσα / εισπράξιμη αξία απαιτήσεων.

Σύμφωνα με αυτή την μέθοδο, η αξία καθενός από τα παραπάνω περιουσιακά στοιχεία αναπροσαρμόζεται αν υπάρχουν ενδείξεις ότι η λογιστική αξία αυτών δεν ανταποκρίνεται στις τρέχουσες αξίες αγοράς. Επίσης, λαμβάνονται υπόψη οι τυχόν σημειώσεις της διοίκησης της εταιρίας καθώς και οι παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της. Σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.), οι κυριότερες από τις παραπάνω αναπροσαρμογές πρέπει να έχουν ενσωματωθεί στις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες δεν θα πρέπει να φέρουν παρατηρήσεις από τους ορκωτούς ελεγκτές. Στην περίπτωση αυτή, επί των αναπροσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων δεν απαιτείται να γίνουν άλλες αναπροσαρμογές.

Διευκρινίσεις για την Εφαρμογή της Μεθόδου

Για την εφαρμογή της μεθόδου αυτής λήφθηκαν υπόψη οι μη ελεγμένοι ισολογισμοί των 2 Εταιριών με βάση τα Δ.Π.Χ.Α. με ημερομηνία 31.8.2014, που έθεσε στη διάθεση μας η διοίκηση της ETEM, καθώς και οι δημοσιευμένοι επισκοπημένοι από τους αντίστοιχους τακτικούς ελεγκτές ισολογισμοί των Εταιριών της 30 Ιουνίου 2014, με βάση τα Δ.Π.Χ.Α.

Ωστόσο, λόγω του ότι η καθαρή θέση της ETEM κατά την 31.8.2014 ήταν αρνητική και επομένως η μέθοδος αυτή δεν μπορούσε να χρησιμοποιηθεί, η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης δεν ελήφθη υπόψη ούτε για τον προσδιορισμό του τελικού εύρους αποτίμησης της ΕΛΒΑΛ, μολονότι θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί.

2.8 Αποτελέσματα Αποτιμήσεων

Στον πίνακα που ακολουθεί, συνοψίζονται τα ενδεικτικά αποτελέσματα αποτίμησης και εύρη αξιών των Συγχωνευόμενων Εταιριών τα οποία προκύπτουν από την εφαρμογή των μεθόδων:

- α) Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, και
- β) Χρηματιστηριακής Αξίας.

Ενδεικτικό Εύρος Αξιών ανά Μέθοδο Αποτίμησης & Συνολικά

Ποσά σε € εκατ.	ΕΛΒΑΛ				ETEM			
	Στάθμιση Μεθόδων	Ελάχιστη	Κεντρική	Μέγιστη	Στάθμιση Μεθόδων	Ελάχιστη	Κεντρική	Μέγιστη
1. Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	60%	613,5	694,0	774,4	60%	25,5	28,3	31,1
2. Δείκτες Κεφαιαγοράς	0%	318,7	354,2	389,6	μ/ε	μ/ε	μ/ε	μ/ε
3. Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών	0%	262,1	291,2	320,3	μ/ε	μ/ε	μ/ε	μ/ε
4. Χρηματιστηριακή Αξία	40%	211,0	239,2	262,7	40%	4,9	9,1	12,6
5. Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	0%	μ/ε	557,0	μ/ε	μ/ε	μ/ε	μ/ε	μ/ε
Τελικό Εύρος Αξιών		452,5	512,0	569,7		17,2	20,6	23,7
Εκτιμώμενη Αξία / Μετοχή (€)		3,65	4,13	4,59		0,57	0,69	0,79

μ/ε: μη εφαρμόσιμο

Το εύρος της σχέσης αξιών ΕΛΒΑΛ προς ΕΤΕΜ που προκύπτει ανά μέθοδο, με βάση τα παραπάνω αποτελέσματα αποτίμησης παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Μέθοδος	Ενδεικτικό Εύρος Σχέσης Αξιών
1. Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	24 έως 25 προς 1
2. Χρηματιστηριακής Αξίας	21 έως 43 προς 1

2.9 Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα αποτίμησης ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και πιο συγκεκριμένα δίνοντας μεγαλύτερη βαρύτητα στη μέθοδο Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (60%) και μικρότερη στη μέθοδο Χρηματιστηριακής Αξίας (40%) και για τις 2 Εταιρίες, προέκυψε το ακόλουθο ενδεικτικό εύρος σχέσης αξιών μεταξύ ΕΤΕΜ και ΕΛΒΑΛ:

24,0 έως 26,2 προς 1 (ΕΛΒΑΛ προς ΕΤΕΜ)

με κεντρική σχέση αξιών

24,8 προς 1 (ΕΛΒΑΛ προς ΕΤΕΜ)

2.10 Ειδικές δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την εκτίμηση της αξίας Εταιριών ή του εύρους αξιών ανά μετοχή δεν προέκυψαν.

3.0 Εύρος Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών

Με βάση το παραπάνω εύρος σχέσης αξιών μεταξύ ΕΛΒΑΛ και ΕΤΕΜ και λαμβάνοντας υπόψη τον αριθμό κοινών ονομαστικών μετοχών των Εταιριών κατά την 31.8.2014, το προκύπτον εύρος σχέσης ανταλλαγής μετοχών των Συγχωνευμένων Εταιριών έχει ως ακολούθως:

5,81 έως 6,35 προς 1 (μετοχές ΕΤΕΜ προς 1 μετοχή ΕΛΒΑΛ)

με κεντρική σχέση ανταλλαγής μετοχών

6,01 προς 1 (μετοχές ΕΤΕΜ προς 1 μετοχή ΕΛΒΑΛ)

Τρόπος Προσδιορισμού Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών

Σημειώνεται ότι η κεντρική σχέση ανταλλαγής μετοχών προκύπτει από τις υπολογισθείσες κεντρικές αξίες των εταιριών ΕΛΒΑΛ και ΕΤΕΜ (€ 512,0 εκατ. και € 20,6 εκατ. αντίστοιχα) και τον αντίστοιχο αριθμό κοινών μετοχών των Εταιριών.

Διευκρινίζεται ότι το εύρος αξιών των Εταιριών, και κατά συνέπεια και το εύρος σχέσης αξιών και σχέσης ανταλλαγής μετοχών, προκύπτει για τις 2 μεθόδους που έλαβαν βαρύτητα κατά την αποτίμηση των Συγχωνευόμενων ως εξής:

1. Για τη Μέθοδο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών με εφαρμογή συμμετρικού ποσοστού απόκλισης εκατέρωθεν της κεντρικής αξίας των Εταιριών, καθώς και εκατέρωθεν της κεντρικής αξίας των συμμετοχών της ΕΛΒΑΛ (εταιρίες ETEM και Bridgnorth), βάσει των οποίων προσαρμόστηκε η αξία της ΕΛΒΑΛ για τα δικαιώματα μειοψηφίας.

2. Για τη Μέθοδο Χρηματιστηριακής Αξίας:
 - i. Ελάχιστη τιμή εύρους: μέσος όρος των ελάχιστων χρηματιστηριακών κεφαλαιοποιήσεων των Εταιριών για τις περιόδους 3, 6 και 12 μηνών πριν την ημερομηνία αναφοράς 12.6.2014.

 - ii. Μέγιστη τιμή εύρους: μέσος όρος των μέγιστων χρηματιστηριακών κεφαλαιοποιήσεων των Εταιριών για τις περιόδους 3, 6 και 12 μηνών πριν την ημερομηνία αναφοράς 12.6.2014.

Κατά συνέπεια τονίζεται ότι, καθώς το εύρος αξιών με βάση τη μέθοδο της Χρηματιστηριακής Αξίας διαμορφώθηκε σύμφωνα με τις ελάχιστες και μέγιστες τιμές μετοχών των Εταιριών που παρατηρήθηκαν κατά τις υπό εξέταση περιόδους, το εύρος σχέσης αξιών και σχέσης ανταλλαγής μετοχών που υπολογίστηκε δε διαμορφώνεται συμμετρικά εκατέρωθεν της υπολογισθείσας κεντρικής σχέσης αξιών και ανταλλαγής μετοχών.

4.0 Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

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

5.0 Συμπεράσματα

- 5.1 Σύμφωνα με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιριών αποφάσισαν όπως οι μέτοχοι της ETEM (πλην της μετόχου ΕΛΒΑΛ) λάβουν μία (1) μετοχή της ΕΛΒΑΛ για κάθε έξι (6) μετοχές που κατέχουν στην ETEM.

- 5.2 Βασιζόμενοι στα έγγραφα και στοιχεία που εξετάσαμε και στη χρηματοοικονομική ανάλυση που πραγματοποιήσαμε και η οποία περιγράφεται ανωτέρω, πιστεύουμε ότι:

(α) δεδομένων των συγκεκριμένων συνθηκών (φύση και μέγεθος εταιριών, συνθήκες της αγοράς, φύση των συναλλαγών), οι μέθοδοι που εφαρμόσαμε για τον προσδιορισμό της αξίας των Συγχωνευόμενων είναι κατάλληλες για τη συγχώνευση μέσω απορρόφησης της ΕΤΕΜ από την ΕΛΒΑΛ, καθώς και ότι κατά την εφαρμογή των μεθόδων αυτών δεν παρουσιάστηκαν ειδικές δυσχέρειες ή δυσκολίες,

(β) η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών σχέση ανταλλαγής μετοχών, δηλαδή:

Έξι (6) Μετοχές της ΕΤΕΜ για κάθε μία (1) μετοχή της ΕΛΒΑΛ

εμπίπτει εντός του εύρους της σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε βάσει των αποτιμήσεων των Εταιριών που διενεργήσαμε, και ως εκ τούτου η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι εύλογη και δίκαιη.

Με εκτίμηση,
Δημήτρης Κουτσός – Κουτσόπουλος
Ορκωτός Ελεγκτής – Λογιστής

A.M. ΣΟΕΛ: 26751



B. Έκθεση της RSM Greece S.A.

Στην από 2-10-2014 Έκθεσή του ο εμπειρογνώμονας Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής κ. Άθως Στυλιανού, μέλος της Ελεγκτικής εταιρίας, παραθέτει τα συνοπτικά στοιχεία της Έκθεσης αποτίμησης των μετοχών της εταιρίας «ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.» και της εταιρίας «ΕΤΕΜ Α.Ε. Εταιρία Ελαφρών Μετάλλων» για τον προσδιορισμό της σχέσης αξιών αυτών καθώς και τις λοιπές πληροφορίες που προβλέπονται στο άρθρο 4.1.4.1.3, στην οποία αναφέρει τα εξής:



ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.

Γνωμοδότηση σχετικά με την προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών στα πλαίσια της συγχώνευσης διά απορρόφησης της ΕΤΕΜ ΑΕ από την ΕΛΒΑΛ ΑΕ

2 Οκτωβρίου 2014

2 Οκτωβρίου 2014

Διοικητικό Συμβούλιο
ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.
2-4 Λεωφ. Μεσογείων
Πύργος Αθηνών
115 27 Αθήνα

Αξιότιμοι Κύριοι,

1.0 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε. («ΕΛΒΑΛ» ή η «Εταιρία») και της ΕΤΕΜ Α.Ε. ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΛΑΦΡΩΝ ΜΕΤΑΛΛΩΝ («ΕΤΕΜ»), αποφάσισαν στις 29 Αυγούστου 2014, την επανεκκίνηση της διαδικασίας απορρόφησης της ΕΤΕΜ από την ΕΛΒΑΛ με ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού την 31 Αυγούστου 2014.

Στο πλαίσιο αυτό, η Διοίκηση της ΕΛΒΑΛ ανέθεσε στην RSM Greece SA («RSM Greece» ή ο «Σύμβουλος») την προετοιμασία μελέτης γνωμοδότησης για το εύλογο και δίκαιο (fairness opinion) της προτεινόμενης από τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιριών σχέσης ανταλλαγής των μετοχών τους, όπως αυτή περιγράφεται στο από 1 Οκτωβρίου 2014 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

Για την υλοποίηση του έργου αυτού προβήκαμε:

(α) στη διενέργεια αποτίμησης των εταιριών ΕΛΒΑΛ και ΕΤΕΜ κάνοντας χρήση κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης με βάση τα οικονομικά τους στοιχεία της 31 Αυγούστου 2014 – και η σχετική πρόταση μας εκδόθηκε με ημερομηνία 29 Σεπτεμβρίου 2014,

(β) στον έλεγχο του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης, και

(γ) στη διατύπωση γνώμης για το εύλογο και δίκαιο της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών από τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιριών.

Σημειώνουμε ότι η συγχώνευση γίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2 και 69-77α του Ν. 2190/20, της εμπορικής νομοθεσίας περί Α.Ε. και τις διατάξεις του άρθρου 54 του Ν.4172/2013.

2.0 ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Για την προετοιμασία της εν λόγω γνωμοδότησης, έγινε επισκόπηση ορισμένων πληροφοριών και στοιχείων συμπεριλαμβανομένων και των παρακάτω:

- *Μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές προβλέψεις και προϋπολογιστικά μεγέθη των της ΕΛΒΑΛ, της ΕΤΕΜ και των θυγατρικών τους, που δόθηκαν στην RSM Greece από τη Διοίκηση της Εταιρίας.*
- *Οι ελεγμένες Οικονομικές Καταστάσεις της 31 Δεκεμβρίου 2013 και τα οικονομικά στοιχεία της 31 Αυγούστου 2014 της ΕΛΒΑΛ και της ΕΤΕΜ.*
- *Εταιρική παρουσίαση του Ομίλου ΕΛΒΑΛ με ημερομηνία Μάιος 2014, η οποία είναι διαθέσιμη στην ιστοσελίδα της.*
- *Δελτία τύπου και άλλα στοιχεία που προέκυψαν από έρευνα αναφορικά με την ΕΛΒΑΛ και την ΕΤΕΜ.*
- *Τιμές κλεισίματος μετοχών.*
- *Γενικά μακροοικονομικά μεγέθη από ιστοσελίδες και βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιριών, όπως βάσεις δεδομένων του Καθηγητή Damodaran, του Bloomberg, στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών κτλ.*

Επιπλέον, πραγματοποιήθηκαν από την RSM Greece συναντήσεις, συζητήσεις και γραπτές επικοινωνίες με ανώτερα στελέχη της Διοίκησης και κυρίως με το Οικονομικό Τμήμα της ΕΛΒΑΛ αναφορικά με τις δραστηριότητες, την οικονομική κατάσταση, τις επιχειρηματικές προοπτικές, την εμπορική πολιτική, τη στρατηγική, τους επιχειρηματικούς στόχους και τους προϋπολογισμούς για το έτος που διανύεται.

Τέλος ελέγξαμε το από 1 Οκτωβρίου 2014 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης ώστε να διαπιστώσουμε αν η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι εύλογη και δίκαιη.

3.0 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

Αναφορικά με τις εργασίες που πραγματοποιήθηκαν, σημειώνουμε τα εξής:

- *Οι αποτιμήσεις των δύο εταιριών βασίστηκαν στις χρηματοοικονομικές, λειτουργικές και λοιπές προβλέψεις που μας δόθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρίας και σε καμία περίπτωση, δεν μπορούμε να επιβεβαιώσουμε ότι οι προβλέψεις για την μελλοντική απόδοση της Εταιρίας θα πραγματοποιηθούν.*
- *Ο νομικός ή φορολογικός έλεγχος επί των οικονομικών στοιχείων των εταιριών δεν αποτέλεσε μέρος της εργασίας μας.*
- *Το οικονομικό μοντέλο στο οποίο βασίζεται η αποτίμηση υποθέτει ότι η παρούσα δομή, οι αναμενόμενες επενδύσεις και η υπάρχουσα γνώση της αγοράς θα αξιοποιηθεί κατάλληλα ώστε να μπορέσουν να πραγματοποιηθούν οι υποθέσεις.*
- *Αναφορικά με τα δημοσιευμένα στοιχεία που ελήφθησαν υπόψη στην εργασία μας, παρότι αξιολογήθηκε η λογικότητα τους, δεν πραγματοποιήσαμε οποιαδήποτε περαιτέρω εργασία αξιολόγησης της ακρίβειας και της πληρότητας.*

- Η αποτίμηση υπόκειται σε διακυμάνσεις λόγω αλλαγών στις επικρατούσες συνθήκες στην αγορά, τις χρηματοοικονομικές προοπτικές και άλλες συνθήκες. Οι εκτιμήσεις μας πραγματοποιήθηκαν με την υπόθεση ότι οι δύο εταιρίες θα λειτουργήσουν σε ένα σχετικά σταθερό κοινωνικό, οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον.

4.0 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

4.1 Επιλογή μεθόδων αποτίμησης

Για να πραγματοποιηθεί η εκτίμηση του εύρους της σχέσης ανταλλαγής μεταξύ των συγχωνευόμενων μερών απαιτείται να υπολογισθεί η εύλογη αξία των εταιριών που συμμετέχουν. Για το σκοπό αυτό υπάρχουν αρκετές, ευρέως χρησιμοποιούμενες και αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης. Στα πλαίσια της εργασίας μας αξιολογήσαμε την καταλληλότητα και την εφαρμογή των κάτωθι γενικών μεθόδων αποτίμησης:

- **Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών (DCF).** Μέθοδος αποτίμησης μιας εταιρίας που βασίζεται στην εκτίμηση των μελλοντικών χρηματοροών της έτσι όπως αυτές προκύπτουν από το επιχειρηματικό της σχέδιο. Οι εκτιμώμενες μελλοντικές χρηματοροές προεξοφλούνται βάσει του Μέσο-Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (*Weighted Average Cost of Capital* ή *WACC*), που λαμβάνει υπόψη την κεφαλαιουχική δομή και τους κινδύνους που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η κάθε εταιρία.
- **Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών.** Η προσέγγιση αυτή εφαρμόζει κατάλληλους πολλαπλασιαστές (πχ *EV/Πωλήσεις*, *EV/EBITDA* κτλ) οι οποίοι προκύπτουν από συγκρίσιμες εταιρίες στα σημαντικά μεγέθη των εταιριών που αποτιμούνται (*Πωλήσεις*, *EBITDA* κτλ) ώστε να προσδιοριστεί η εταιρική αξία τους.
- **Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών.** Η συγκεκριμένη μέθοδος βασίζεται στην παρατήρηση του τιμήματος και των αντίστοιχων δεικτών (πχ *EV/Πωλήσεις*, *EV/EBITDA* κτλ) από πρόσφατες συγκρίσιμες συναλλαγές οι οποίοι εφαρμόζονται πολλαπλασιαστικά στα αντίστοιχα μεγέθη των εταιριών που αποτιμώνται (*Πωλήσεις*, *EBITDA* κτλ) για να προσδιοριστεί η εταιρική (*EV*) αξία.
- **Μέθοδος Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας (κεφαλαιοποίηση).** Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται σε εισηγμένες εταιρίες και λαμβάνει υπόψη την αξία της εταιρίας βάσει της αξίας κεφαλαιοποίησης όπως προκύπτει από το γινόμενο του αριθμού των υπό διάθεση μετοχών επί της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

Για τους σκοπούς της αποτίμησης της ΕΛΒΑΛ και της ΕΤΕΜ και τον προσδιορισμό ενός εύρους σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, εφαρμόσαμε την μέθοδο *DCF*, τη Μέθοδο Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών και τη Μέθοδο Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας οι οποίες θεωρήθηκαν ως οι πλέον κατάλληλες μέθοδοι, μεταξύ των συχνότερα χρησιμοποιούμενων μεθόδων αποτίμησης που παρουσιάστηκαν παραπάνω.

4.2 Σχόλια επί των μεθόδων αποτίμησης που εφαρμόστηκαν

Για την αποτίμηση της ΕΛΒΑΛ και της ΕΤΕΜ θεωρήθηκε κατάλληλο να (i) εφαρμοστούν περισσότερες από μία μέθοδοι αποτίμησης καθώς αυτό διευρύνει την αποτίμηση και επιτρέπει την ουσιώδη αξιολόγηση των αποτελεσμάτων καθώς και (ii) να εφαρμοστούν όμοιες μέθοδοι για τα συγχωνευόμενα μέρη με σκοπό οι προσδιορισθείσες αξίες να είναι ομοειδής και συγκρίσιμες.

Κατά τη γνώμη μας, η πλέον ακριβής και σχετική μέθοδος αποτίμησης είναι η DCF καθώς επιτρέπει τον προσδιορισμό της εσωτερικής αξίας μιας εταιρίας από το σύνολο της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών που δημιουργούνται βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου και της υπολειμματικής της αξίας. Η DCF θεωρείται ως η πλέον κατάλληλη προσέγγιση από επιστημονικής πλευράς και αποδεκτή μέθοδος για τον προσδιορισμό της αξίας των εταιριών.

Η μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών παρουσιάζει γενικότερα αντικειμενικές δυσκολίες στην εφαρμογή της λόγω της δυσκολίας ανεύρεσης αντιπροσωπευτικού και επαρκούς δείγματος συγκρίσιμων εταιριών σε σχέση με το μέγεθος, τις αγορές, το εύρος των προϊόντων και τις χώρες δραστηριοποίησης των εταιριών που αποτιμώνται. Παρόλα αυτά έγινε μία προσπάθεια ανεύρεσης αντιπροσωπευτικού δείγματος για την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης.

Η μέθοδος Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας βασίζεται στην ανάλυση των ιστορικών τιμών κλεισίματος της τιμής της μετοχής της εταιρίας που αποτιμάται σε προγενέστερους χρόνους από την ημερομηνία αποτίμησης.

Λόγω του ότι ο σκοπός της διενεργηθείσας αποτίμησης δεν είναι παρεμφερής με άλλες εμπορικές συναλλαγές (συγχωνεύσεις, εξαγορές κτλ), καθώς η συγκεκριμένη αποτίμηση αφορά τη συγχώνευση σχετιζόμενων μερών, η Μέθοδος Αποτίμησης των Συγκρίσιμων Συναλλαγών δεν αξιολογήθηκε ως κατάλληλη για την περίπτωση της συγχώνευσης μέσω απορρόφησης της ΕΤΕΜ από την ΕΛΒΑΛ.

Λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες της εν λόγω συγχώνευσης καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι προτεινόμενες μέθοδοι αποτίμησης είναι από κάθε ουσιώδη πλευρά κατάλληλες.

4.3 Αποτίμηση των ΕΤΕΜ και ΕΛΒΑΛ

4.3.1 Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Χρηματοροών

Για την εφαρμογή της μεθόδου DCF και την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών, προετοιμάστηκε ένα μακροπρόθεσμο επιχειρηματικό σχέδιο, λαμβάνοντας υπόψη τις χρηματοοικονομικές προβλέψεις της Διοίκησης της ΕΛΒΑΛ αφού αξιολογήθηκε και αναπροσαρμόστηκε (όπου αυτό κρίθηκε απαραίτητο) λαμβάνοντας υπόψη τα ιστορικά στοιχεία, την τρέχουσα απόδοση των υπό εκτίμηση μερών και το γενικότερο οικονομικό / επιχειρηματικό περιβάλλον.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι λόγω του ότι η συμμετοχή της ΕΛΒΑΛ στις θυγατρικές της ETEM και Bridgnorth είναι 70,78% και 75% αντιστοίχως, η αξία της ΕΛΒΑΛ βάσει DCF προσδιορίστηκε αρχικά θεωρώντας 100% συμμετοχή σε όλες τις θυγατρικές και στη συνέχεια αφαιρέθηκε η αξία του ποσοστού της κάθε θυγατρικής που δεν κατέχει ο Όμιλος ΕΛΒΑΛ.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εφαρμογής της μεθόδου DCF για την ΕΛΒΑΛ (μετά την αναπροσαρμογή για τη συμμετοχή στις ETEM και Bridgnorth) και την ETEM.

Εύρος αξιών ΕΛΒΑΛ και ETEM βάσει DCF

Αξία (€)	ΕΛΒΑΛ	ETEM
Ελάχιστη αξία	649.255.630	24.292.278
Κεντρική αξία	687.752.891	29.108.822
Μέγιστη αξία	730.057.358	34.422.941

4.3.2 Μέθοδος Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας

Καθώς η ΕΛΒΑΛ και η ETEM είναι εισηγμένες εταιρίες με τίτλους που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών, μια κατάλληλη ένδειξη της αξίας τους αποτελεί η μέση χρηματιστηριακή τους τιμή. Η χρηματιστηριακή τιμή των εταιριών αναλύθηκε λαμβάνοντας υπόψη στοιχεία των τελευταίων 3 μηνών, των τελευταίων 6 μηνών και των τελευταίων 12 μηνών διαπραγμάτευσης, τα οποία έχουν σταθμιστεί με τον όγκο συναλλαγής με σκοπό τον προσδιορισμό ενός εύρους χρηματιστηριακών αξιών. Παρά το ότι η ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού είναι η 31 Αυγούστου 2014, θεωρήθηκε ως κατάλληλη ημερομηνία για την εφαρμογή της μεθόδου αυτής η 12 Ιουνίου 2014, ημερομηνία κατά την οποία ανακοινώθηκε από την Εταιρία η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών στα πλαίσια της συγχώνευσης.

Από την ανάλυση της εξέλιξης της τιμής της μετοχής της ΕΛΒΑΛ προκύπτει εύρος χρηματιστηριακών τιμών μεταξύ € 1,94 και € 1,95 με κεντρική τιμή την € 1,94, ενώ το αντίστοιχο εύρος για την ETEM είναι € 0,24 και € 0,36 με κεντρική τιμή την € 0,30. Ως εκ τούτου, εφαρμόζοντας τη Μέθοδο Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας, προκύπτουν τα ακόλουθα:

- η αξία της ΕΛΒΑΛ εκτιμάται σε € 240.755.581 πολλαπλασιάζοντας την κεντρική τιμή € 1,94 επί τον αριθμό των 124.100.815 εκδοθέντων μετοχών και
- η αξία της ETEM εκτιμάται σε € 9.002.763 πολλαπλασιάζοντας την κεντρική τιμή € 0,30 επί τον αριθμό των 30.009.210 εκδοθέντων μετοχών.

Η προσέγγιση αυτή εφαρμόζει πολλαπλασιαστές (EV/Πωλήσεις, EV/EBITDA, EV/EBIT και EV/Ιδία Κεφάλαια) όπως προκύπτουν από συγκρίσιμες εταιρίες στα σημαντικά μεγέθη της

ΕΛΒΑΛ και της ΕΤΕΜ (Πωλήσεις, EBITDA, EBIT, Ιδία Κεφάλαια αντίστοιχα) για να προσδιοριστεί η αξία αυτών.

4.3.3 Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών

Για την εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης επιλέχθηκαν εισηγμένες εταιρίες με αντικείμενο όσο το δυνατό παραπλήσιο των ΕΛΒΑΛ και ΕΤΕΜ, από την ανάλυση των οποίων προέκυψαν τα παρακάτω πολλαπλάσια.

Πολλαπλάσια Μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών

Εταιρία	Πωλήσεις (Sales)	Ιδία Κεφάλαια (BV)	Κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT)	Λειτουργικό Αποτέλεσμα (EBITDA)
ΕΛΒΑΛ	0,90 x	1,46 x	15,85 x	8,25 x
ΕΤΕΜ	0,89 x	N/A	N/A	9,10 x

Εφαρμόζοντας τα πολλαπλάσια στα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της ΕΛΒΑΛ και της ΕΤΕΜ προκύπτει η ακόλουθη εκτιμώμενη αξία για κάθε μέρος.

Εκτιμώμενη αξία ΕΛΒΑΛ και ΕΤΕΜ βάσει Μεθόδου Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών

Εταιρία	Αξία (€)
ΕΛΒΑΛ	690.210.271
ΕΤΕΜ	25.500.376

4.3.4 Στάθμιση των μεθόδων αποτίμησης

Η αξία των ΕΛΒΑΛ και ΕΤΕΜ υπολογίστηκε εφαρμόζοντας τη μέθοδο DCF, τη Μέθοδο της Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας και τη Μέθοδο των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών. Για να προσδιορίσουμε το τελικό εύρος αξιών της ΕΛΒΑΛ και της ΕΤΕΜ λαμβάνοντας υπόψη τις τρεις μεθοδολογίες αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν, διενεργήθηκε ισόποση (33,3%) στάθμιση των μεθόδων.

Το εύρος τιμών και οι κεντρικές τιμές αποτίμησης της ΕΛΒΑΛ και της ΕΤΕΜ παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα..

Σταθμισμένες αξίες ΕΛΒΑΛ και ΕΤΕΜ

Σταθμισμένη Αξία (€)	ΕΛΒΑΛ	ΕΤΕΜ
Ελάχιστη αξία	526.740.494	19.598.472
Κεντρική αξία	539.572.915	21.203.987
Μέγιστη αξία	553.674.403	22.975.360

4.4 Προσδιορισμός της σχέσης ανταλλαγής

Για τον προσδιορισμό του εύρους σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των δύο εταιριών χρησιμοποιήθηκε η ανώτατη και η κατώτατη τιμή του εύρους κάθε μετοχής. Ποιο συγκεκριμένα, για τον προσδιορισμό του ανώτατου ορίου του εύρους της σχέσης ανταλλαγής, συνδυάστηκε η ανώτατη τιμή της ΕΛΒΑΛ με την κατώτατη τιμή της ΕΤΕΜ, ενώ για τον προσδιορισμό του κατώτατου ορίου συνδυάστηκε η κατώτατη τιμή της ΕΛΒΑΛ με την ανώτατη τιμή της ΕΤΕΜ.

Η σχέση ανταλλαγής υπολογίστηκε διαιρώντας την αξία της μετοχής της ΕΤΕΜ με την αξία της μετοχής της ΕΛΒΑΛ. Η αξία της κάθε μετοχής βασίστηκε στις αξίες των εταιριών που υπολογίστηκαν από την στάθμιση των μεθόδων αποτίμησης οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν, διαιρουμένων με τον αριθμό των αντίστοιχων μετοχών.

Το εύρος της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών και η κεντρική τιμή διαρθρώνεται ως ακολούθως:

Προσδιορισμός εύρους σχέσης ανταλλαγής μετοχών

Ανώτατη τιμή	ΕΛΒΑΛ	ΕΤΕΜ
Αξία (€)	553.674.403	19.598.472
Αριθμός μετοχών	124.100.815	30.009.210
Αξία μετοχής (€)	4,461489	0,653082

Σχέση ανταλλαγής	0,1463821
------------------	-----------

Κεντρική τιμή	ΕΛΒΑΛ	ΕΤΕΜ
Αξία (€)	539.572.915	21.203.987
Αριθμός μετοχών	124.100.815	30.009.210
Αξία μετοχής (€)	4,347860	0,706583

Σχέση ανταλλαγής	0,1625128
------------------	-----------

Κατώτατη τιμή	ΕΛΒΑΛ	ΕΤΕΜ
Αξία (€)	526.740.494	22.975.360
Αριθμός μετοχών	124.100.815	30.009.210
Αξία μετοχής (€)	4,244456	0,765610

Σχέση ανταλλαγής	0,1803789
------------------	-----------

Το εύρος της σχέσης ανταλλαγής διαμορφώνεται μεταξύ 0,1463821 και 0,1803789 με κεντρική τιμή 0,1625128 που σημαίνει ότι για μία μετοχή της ΕΛΒΑΛ που θα προκύψει από την απορρόφηση της ΕΤΕΜ, οι μέτοχοι μειοψηφίας της ΕΤΕΜ θα πρέπει να δώσουν από 5,5438862 έως 6,8314384 μετοχές της ΕΤΕΜ με κεντρική σχέση 6,1533631 μετοχές.

5.0 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιριών αποφάσισαν όπως οι μέτοχοι της ΕΤΕΜ (πλην της μετόχου ΕΛΒΑΛ) λάβουν μία (1) μετοχή της ΕΛΒΑΛ για κάθε έξι (6) μετοχές που κατέχουν στην ΕΤΕΜ.

Βασιζόμενοι στα έγγραφα και στοιχεία που εξετάσαμε και στη χρηματοοικονομική ανάλυση που πραγματοποιήσαμε και η οποία περιγράφεται ανωτέρω, πιστεύουμε ότι:

(α) δεδομένων των συγκεκριμένων συνθηκών (φύση και μέγεθος εταιριών, συνθήκες της αγοράς, φύση των συναλλαγών), οι μέθοδοι που εφαρμόστηκαν για τον προσδιορισμό της αξίας των συγχωνευομένων μερών είναι κατάλληλες για τη συγχώνευση μέσω απορρόφησης της ΕΤΕΜ από την ΕΛΒΑΛ καθώς και ότι κατά την εφαρμογή των μεθόδων αυτών δεν παρουσιάστηκαν δυσχέρειες ή δυσκολίες, εκτός αυτών που προαναφέρθηκαν.

(β) η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών σχέση ανταλλαγής μετοχών, δηλαδή έξι (6) μετοχές της ΕΤΕΜ για κάθε μία (1) μετοχή της ΕΛΒΑΛ, εμπίπτει εντός του εύρους της σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε βάσει των αποτιμήσεων των εταιριών που διενεργήσαμε, και ως εκ τούτου η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι εύλογη και δίκαιη.

Με εκτίμηση
Για την RSM Greece SA

Άθως Στυλιανού, FCCA

Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

»

Κύριοι Μέτοχοι,

Οι Εκθέσεις των ως άνω εμπειρογνομόνων περιέχουν όλα τα στοιχεία και τις πληροφορίες που αναφέρονται στο άρθρο 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Ειδικότερα σας τονίζουμε ότι κατά τη γνώμη των ως άνω εμπειρογνομόνων, η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των συγχωνευομένων εταιριών σχέση ανταλλαγής μετοχών, η οποία απεικονίζεται στο από 1-10-2014 Σχέδιο Συμβάσεως Συγχωνεύσεως, ήτοι:

έξι (6) μετοχές της «ΕΤΕΜ Α.Ε. Εταιρία Ελαφρών Μετάλλων» για κάθε μία (1) μετοχή της «ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.»,

κρίνεται ως εύλογη και δίκαιη καθώς εμπίπτει μέσα στο εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε βάσει των αποτιμήσεων των εταιριών που διενεργήθηκε από αυτούς.

Κύριοι Μέτοχοι,

Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας πιστεύει ότι έλαβε την καλύτερη δυνατή επιχειρηματική απόφαση, καταθέτει προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων την παρούσα έκθεση σύμφωνα με το άρθρο 4.1.4.1.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών και παρακαλεί για τη λήψη σχετικής απόφασης για την απορρόφηση της «ΕΤΕΜ Α.Ε. Εταιρία Ελαφρών Μετάλλων» από την «ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.».

Το Διοικητικό Συμβούλιο της
ΕΤΕΜ Α.Ε. Εταιρία Ελαφρών Μετάλλων