

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της
FANCO A.E.
Κηφισού & Κωνσταντινουπόλεως 1
121 32 Αθήνα

Our ref αντ/MAT/NB (965500)

31 Μαΐου 2006

**Έκθεση Αποτίμησης και Γνωμοδότηση επί του Εύλογου και Λογικού της
προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των συγχωνευόμενων εταιρειών
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε. και FANCO Α.Ε. σύμφωνα με τις διατάξεις του
άρθρου 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών**

Τα Διοικητικά Συμβούλια των ανωνύμων εταιρειών:

FANCO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (εφεξής «FANCO» ή «Απορροφώμενη») και ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (εφεξής «ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ» ή «Απορροφώσα»), (από κοινού αποκαλούμενες οι «Εταιρείες»), σύμφωνα με τις αποφάσεις που έλαβαν αμφότερα κατά τις συνεδριάσεις τους την 17 Μαρτίου 2006, προτίθενται να προχωρήσουν στη διαδικασία συγχώνευσης με απορρόφηση της πρώτης (FANCO) από τη δεύτερη (ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ), (εφεξής «Συναλλαγή»). Η συγχώνευση θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 69, 70 και 72-77 του Κ.Ν.2190/1920, όπως ισχύουν και κατά τις προβλέψεις, διατάξεις και απαλλαγές του Ν.2166/1993. Ως ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού της Απορροφώμενης καθορίστηκε η 31 Μαρτίου 2006.

Η υλοποίηση της συγχώνευσης τελεί υπό την αίρεση των κατά το Νόμο οριζόμενων αδειών και εγκρίσεων των Γενικών Συνελεύσεων των Εταιρειών και των αρμοδίων αρχών.

Στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ, μας ανέθεσε, δυνάμει της από 5 Μαΐου 2006 υπογεγραμμένης πρότασης, τη διενέργεια αποτίμησης της εύλογης αγοραίας αξίας των μετοχών των προς συγχώνευση Εταιρειών και τον προσδιορισμό ενός εύρους «εύλογων» και «λογικών» σχέσεων αξιών και ακολούθως λόγων ανταλλαγής μετοχών των υπό συγχώνευση Εταιρειών.

1 Εισαγωγή

Σε εκτέλεση των ανωτέρω και σύμφωνα με το άρθρο 289 του ισχύοντος Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών (εφεξής «Χ.Α.») προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

- Έλεγχο του από 29 Μαΐου 2006, υπογραφέντος Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης.
- Διατύπωση αιτιολογημένης γνώμης (fairness opinion) ως προς το εύλογο και λογικό της προτεινόμενης, από τα Διοικητικά Συμβούλια των προς συγχώνευση Εταιρειών, σχέσης ανταλλαγής μετοχών.

Ειδικότερα, στο πλαίσιο των προαναφερθεισών αποτιμήσεων, εξετάσαμε τα συγκριτικά οικονομικά μεγέθη των συγχωνευομένων Εταιρειών, συμπεριλαμβανομένων:

- α. Των συνθηκών και των όρων της προτεινόμενης συγχώνευσης της FANCO δια απορρόφησης από την ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ,
- β. των συνθηκών ανταγωνισμού και των επιδράσεων του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στους κλάδους στους οποίους οι συγχωνευόμενες Εταιρείες δραστηριοποιούνται,
- γ. των κυριότερων παραγόντων και των σχετικών τάσεων που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη των συγχωνευομένων Εταιρειών,
- δ. της οικονομικής θέσης των συγχωνευομένων Εταιρειών, ως αυτή υφίστατο κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού, ήτοι κατά την 31 Μαρτίου 2006,
- ε. της διάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων των συγχωνευομένων Εταιρειών,
- στ. των στοιχείων από δημοσιευμένες ή μη πηγές, καθώς και των πληροφοριών που οι Διοικήσεις των συγχωνευομένων Εταιρειών μας χορήγησαν,
- ζ. των στοιχείων που προέκυψαν από συζητήσεις που είχαμε με στελέχη των συγχωνευομένων Εταιρειών αναφορικά με τη θέση και τις προοπτικές τους στους κλάδους στους οποίους οι συγχωνευόμενες Εταιρείες δραστηριοποιούνται,
- η. των αποτελεσμάτων από την εφαρμογή γενικά αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης που κρίθηκαν κατάλληλες,
- θ. λοιπών πληροφοριών, μελετών και αναλύσεων, καθώς και χρηματοοικονομικών και χρηματιστηριακών δεικτών που θεωρήσαμε σχετικούς και κατάλληλους για τους σκοπούς της γνωμοδότησής μας.

2 Αποτιμήσεις

Οι αποτιμήσεις διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις γενικώς αποδεκτές αρχές και μεθοδολογίες που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθηκε, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθοδολογίας. Τόσο η καταλληλότητα των μεθοδολογιών που υιοθετήθηκαν για τη συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μια από αυτές είναι οι ενδεδειγμένες και λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Η έκφραση γνώμης για το εύλογο και λογικό της σχέσης αξιών βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που μας παραδόθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιρειών, οι οποίες μας βεβαίωσαν περί της ακρίβειας και της πληρότητάς των στοιχείων αυτών.

Ειδικότερα, εφαρμόστηκαν κατά περίπτωση οι κατωτέρω διεθνώς αποδεκτές μεθοδολογίες αποτίμησης:

Μεθοδολογία Αποτίμησης	Εταιρεία
Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ FANCO
Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ FANCO
Χρηματιστηριακή Αξία	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ FANCO

Η αποτίμηση των προς συγχώνευση Εταιρειών αφορά το σύνολο των μετοχών τους που ανέρχεται σε 12 089 500 και σε 70 945 000 κοινές ονομαστικές μετοχές για τη FANCO και την ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ, αντίστοιχα.

Η περιγραφή των προαναφερθέντων μεθοδολογιών, ο τρόπος εφαρμογής και τα αποτελέσματα τους, παρατίθεται στη συνέχεια.

2.1 Μεθοδολογίες αποτίμησης

Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών

Η μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας θα πρέπει να ισούται με το ποσό που θα ήσαν διατεθειμένοι να πληρώσουν για το μετοχικό της κεφάλαιο επενδυτές που είναι καλά πληροφορημένοι και ενεργούν ορθολογικά. Με αυτή τη μεθοδολογία, το πρώτο βήμα συνίσταται στην επιλογή ενός δείγματος εταιρειών που είναι συγκρίσιμες με την υπό μελέτη εταιρεία και των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά.

Το κρίσιμο σημείο κατά την εφαρμογή αυτής της μεθοδολογίας, είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών βάσει κάποιων λογικών κριτηρίων.

Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται μια σειρά από δείκτες που περιλαμβάνουν τους λόγους χρηματιστηριακή αξία προς κάποιο θεμελιώδες μέγεθος (π.χ. κύκλος εργασιών, κέρδη προ φόρων, ταμειακή ροή κ.λ.π.). Στη συνέχεια υπολογίζεται ένας μέσος όρος (αριθμητικός, σταθμισμένος) για όλο το δείγμα. Οι μέσοι όροι πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της υπό αποτίμηση εταιρείας και τα γινόμενα μας δίνουν μία πρώτη εκτίμηση της αξίας της εταιρείας, όπως προκύπτει σε σχέση με το κάθε θεμελιώδες μέγεθος.

Η μεθοδολογία υποθέτει ότι οι χρηματιστηριακές αξίες αντικατοπτρίζουν τις εύλογες αγοραίες αξίες και συνεπώς ότι η αγορά είναι αποτελεσματική (efficient market hypothesis).

Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Η μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών, προσδιορίζει την αξία μιας εταιρείας, συγκρίνοντάς τη με παρόμοιες εταιρείες που αποτέλεσαν αντικείμενα πρόσφατων αγοραπωλησιών. Το πρώτο βήμα της μεθοδολογίας είναι ο προσδιορισμός του δείγματος τέτοιων εταιρειών. Αυτές οι εταιρείες μπορεί να είναι εισηγμένες ή μη, ολόκληρες εταιρείες ή τμήματα εταιρειών, κ.λ.π.. Για κάθε εταιρεία του δείγματος προσδιορίζονται διάφοροι δείκτες σχετικοί με την αγοραπωλησία. Αυτοί οι δείκτες μπορεί να περιλαμβάνουν τους λόγους αξία συναλλαγής (τίμημα) / κέρδη, αξία συναλλαγής / κύκλο εργασιών κ.λ.π.. Με βάση αυτούς τους δείκτες, ο εμπειρογνώμονας επιλέγει τον καταλληλότερο μέσο δείκτη κατά περίπτωση, ο οποίος, εφαρμοζόμενος στα μεγέθη της υπό μελέτη εταιρείας, θα δώσει την εκτίμηση της αξίας της. Αυτή η εκτίμηση μπορεί να αναμορφωθεί κατά την κρίση του εμπειρογνώμονα με κατάλληλες σταθμίσεις, για την όποια μειωμένη συγκρισιμότητα της εταιρείας με τις εταιρείες του δείγματος των συναλλαγών. Το αναμορφωμένο αποτέλεσμα εκφράζει την αξία της εταιρείας σύμφωνα με τη μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών.

Χρηματιστηριακή Αξία

Για τον προσδιορισμό εύρους αξιών για εκάστη εισηγμένη εταιρεία, εξετάστηκαν παράλληλα οι χρηματιστηριακές αξίες των εισηγμένων εταιρειών για διάφορα χρονικά διαστήματα εντός των τελευταίων 12 μηνών, και συγκεκριμένα για αυτά των 1, 3, 6, 9 και 12 μηνών έως την ημερομηνία αποτίμησης, ήτοι την 31 Μαρτίου 2006. Οι χρηματιστηριακές αξίες των Εταιρειών κατά το χρονικό διάστημα μετά την ανωτέρω ημερομηνία δεν ελήφθησαν υπόψη στις αποτιμήσεις μας, αφού αυτές είναι λογικό να έχουν επηρεαστεί από τις σχετικές ανακοινώσεις.

3 Εύρος σχέσης αξιών & σχέσης ανταλλαγής μετοχών μεταξύ της FANCO και της ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ

Το τελικό εύρος της εύλογης αγοραίας αξίας της κάθε Εταιρείας προέκυψε αξιολογώντας την αποτίμηση της κάθε Εταιρείας ανάλογα με την καταλληλότητα κάθε μεθοδολογίας για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Ειδικότερα, κατά την αποτίμηση των προς συγχώνευση Εταιρειών

δόθηκε κατά κύριο λόγο μεγαλύτερη βαρύτητα στη μεθοδολογία της Χρηματιστηριακής Αξίας ενώ μικρότερη βαρύτητα δόθηκε στη μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών και ακόμα μικρότερη στη μεθοδολογία των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών.

Με βάση το εύρος της εύλογης αγοραίας αξίας που υπολογίστηκε ανά Εταιρεία προσδιορίστηκε το εύρος της σχέσης αξιών μεταξύ των συγχωνευμένων Εταιρειών ως εξής:

14,51060438 έως 16,96705860 προς 1 (ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ προς FANCO)

ενώ το εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προκύπτει έχει ως εξής:

0,22481239 έως 0,26287017 μετοχές της ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ για κάθε μια (1) μετοχή της FANCO

λαμβάνοντας υπόψη την απόφαση της Διοίκησης της ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ να αυξήσει την ονομαστική αξία των νέων μετοχών της Απορροφώσας σε ΕΥΡΩ 0,50 ανά μετοχή μετά τη συγχώνευση, από ΕΥΡΩ 0,30 ανά μετοχή.

Κατά τις αποτιμήσεις μας λήφθηκαν υπόψη τα στοιχεία και οι παραδοχές των Διοικήσεων των Εταιρειών, υπό το ισχύον λειτουργικό περιβάλλον, τα οποία ελέγξαμε ως προς τη λογικότητά τους.

4 Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

Ελέγξαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι εύλογη και λογική και προκύπτει από τις προαναφερθείσες αποτιμήσεις των προς συγχώνευση Εταιρειών.

5 Συμπεράσματα

Τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών, σύμφωνα με το από 29 Μαΐου 2006, καταρτισθέν Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προτείνουν την ακόλουθη σχέση ανταλλαγής μετοχών:

- Οι μέτοχοι της FANCO (πλην της Απορροφώσας η οποία κατέχει 3 295 768 μετοχές που θα ακυρωθούν λόγω σύγχυσης) θα ανταλλάξουν μια (1) παλαιά μετοχή FANCO προς 0,25000000 νέες μετοχές της Απορροφώσας.
- Οι μέτοχοι της Απορροφώσας θα λάβουν για κάθε μια (1) παλαιά μετοχή ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 0,30 που κατέχουν, 0,65 νέες μετοχές νέας ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 0,50.

Τα κλασματικά δικαιώματα νέων μετοχών που τυχόν προκύψουν από τη συγχώνευση θα ρυθμιστούν με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Απορροφώσας.

Σύμφωνα με την προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών σχέση ανταλλαγής μετοχών:

Οι μέτοχοι της Απορροφώμενης FANCO θα ανταλλάσουν κάθε μια (1) παλιά μετοχή προς 0,25000000 νέες μετοχές της Απορροφώσας ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ. Η προαναφερθείσα σχέση ανταλλαγής μετοχών υποδηλώνει την παρακάτω σχέση αξιών:

ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ προς FANCO

16,13634832 προς 1

η οποία εμπίπτει μέσα στο εύρος της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε από την αποτίμηση των Εταιρειών και επομένως η προτεινόμενη σχέση είναι εύλογη και λογική σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 69, 70 και 72-77 του Κ.Ν.2190/1920, όπως ισχύουν, και κατά τις προβλέψεις, διατάξεις και απαλλαγές Ν.2166/1993 λαμβανομένων επίσης υπόψη και των οικείων διατάξεων του κανονισμού του Χ.Α., ως ισχύουν.

Τα κλασματικά δικαιώματα νέων μετοχών που τυχόν προκύψουν από τη συγχώνευση θα ρυθμιστούν με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Απορροφώσας :

6 Πρόσθετες παρατηρήσεις και διευκρινίσεις

Σημειώνεται ότι οι μεθοδολογίες Αποτίμησης οι οποίες εφαρμόστηκαν για τον προσδιορισμό της εύλογης αγοραίας αξίας της FANCO και της ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ κρίνονται κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση και κατά την εφαρμογή των μεθοδολογιών αυτών δεν παρουσιάστηκαν δυσχέρειες ή δυσκολίες.

Οι εργασίες Αποτίμησης διενεργήθηκαν υπό την παραδοχή της αυτοτελούς συνέχισης της δραστηριότητας της κάθε Εταιρείας. Συνεπώς δεν εξετάστηκαν τυχόν θετικές ή αρνητικές επιδράσεις της συγχώνευσης όπως ενδεικτικά είναι οι δυνατότητες για οικονομίες κλίμακας, λοιπές συνέργιες, έξοδα υλοποίησης της συγχώνευσης κ.λ.π..

Επισημαίνεται ότι τα αποτελέσματα της εργασίας μας δεν αποσκοπούν στον αντικειμενικό προσδιορισμό της αξίας της μετοχής κάθε μιας Εταιρείας ξεχωριστά, αλλά στη σχετική αξία τους στο πλαίσιο της προτεινόμενης συγχώνευσης.

Οι εκτιμήσεις για την εξέλιξη διαφόρων μεγεθών ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον λόγω αλλαγών των εκάστοτε οικονομικών και επιχειρηματικών συνθηκών της αγοράς, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της εργασίας μας, μεταβολή, η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

Τέλος, σημειώνεται ότι η παρούσα έκθεση ισχύει εφόσον η συγχώνευση της ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ με τη FANCO ολοκληρωθεί σύμφωνα με τους όρους που έχουν αποφασισθεί και ανακοινωθεί. Σε κάθε διαφορετική περίπτωση η παρούσα έκθεση θα πρέπει να αναδιαμορφωθεί.

Με εκτίμηση,

Νικόλαος Βουνισέας
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
Α.Μ. ΣΟΕΛ 18701