

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο
ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ
Κανάρη 24
106 74 Αθήνα

Our ref αντ/ΓΣ (958042)

1 Ιουλίου 2005

Έκθεση Ορκωτού Ελεγκτή για τους σκοπούς των άρθρων του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών που αφορούν στις περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου μέσω συγχώνευσης

Ακολουθεί συνοπτική παράθεση της έκθεσης ορκωτού ελεγκτή λογιστή σχετικά με την προτεινόμενη συγχώνευση της:

ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (εφεξής “ΕΞΕΛΙΞΗ” ή “η Απορροφώμενη”) σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 1, 69 επ. Κ.Ν. 2190/1920 όπως ισχύουν, των άρθρων 1-5 του Ν.2166/1993 του Ν. 2992/2002 και του άρθρου 16 του Ν. 2515/1997, όπως ισχύουν,

δια απορροφήσεως από την PROTON ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (εφεξής “PROTON” ή “η Απορροφώσα”).

1 Εισαγωγή

Σε εκτέλεση των αποφάσεων των Διοικητικών Συμβουλίων των PROTON και ΕΞΕΛΙΞΗ (εφεξής, από κοινού οι “Εταιρείες”) με ημερομηνία αναφοράς την 31 Μαρτίου 2005, προβήκαμε στις παρακάτω ενέργειες:

- α. **Διαπίστωση της λογιστικής αξίας** των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώμενης.
- β. **Έλεγχο του από 30 Ιουνίου 2005, Σχεδίου Συμβάσεως Συγχωνεύσεως** της PROTON δια απορροφήσεως της ΕΞΕΛΙΞΗ.
- γ. **Διατύπωση γνώμης (fairness opinion)** κατά πόσο η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, που προτείνουν τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο Εταιρειών, είναι δίκαιη και εύλογη.

2 Διαπίστωση λογιστικής αξίας

Διαπιστώσαμε ότι η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της Απορροφώμενης προκύπτει από τους λογαριασμούς του Ισολογισμού Μετασηματισμού της 31 Μαρτίου 2005 και συμφωνεί με τα τηρούμενα από την ΕΞΕΛΙΞΗ βιβλία.

3 Αποτίμηση Εταιρειών

Για τον καθορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των υπό συγχώνευση Εταιρειών προβήκαμε σε εκτίμηση της αξίας της Απορροφώμενης και ελέγξαμε την εκτίμηση της αξίας της Απορροφώσας την οποία διενήργησε η εταιρεία ορκωτών ελεγκτών AXON Ορκωτοί Ελεγκτές Ε.Π.Ε..

Οι αποτιμήσεις διενεργήθηκαν σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθοδολογίας 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 εύλογες για την προκειμένη περίπτωση.

Η έκφραση γνώμης για το εύλογο και δίκαιο της σχέσης ανταλλαγής αξιών βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που μας παραδόθηκαν από τις Διοικήσεις των υπό συγχώνευση Εταιρειών, οι οποίες μας βεβαίωσαν ότι είναι ακριβή και πλήρη.

Οι βασικές αρχές που διέπουν τις αποτιμήσεις των δύο Εταιρειών είναι ότι αυτές θα συνεχίσουν:

- απρόσκοπτα τη δραστηριότητα τους (going concern basis),
- ανεξάρτητα τη λειτουργία τους (stand alone basis).

Η αποτίμηση των προς συγχώνευση Εταιρειών αφορά το σύνολο του εκδοθέντος μετοχικού κεφαλαίου, την 31 Μαρτίου 2005, που αντιπροσωπεύονταν από 14 000 000 και 85 050 000 κοινές ονομαστικές μετοχές, για την PROTON και την ΕΞΕΛΙΞΗ, αντίστοιχα.

3.1 Μεθοδολογίες αποτίμησης

Ειδικότερα, για την αποτίμηση της PROTON και της ΕΞΕΛΙΞΗ, εφαρμόστηκαν οι κατωτέρω διεθνώς αποδεκτές μεθοδολογίες αποτίμησης, κατά περίπτωση:

<u>Μεθοδολογία</u>	<u>Εταιρεία</u>
α) Δημοσιευμένη Καθαρή Θέση	ΕΞΕΛΙΞΗ
β) Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών	PROTON

- γ) Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών PROTON
- δ) Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων PROTON

Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική αποτίμησης χρηματοπιστωτικών οργανισμών παραλείφθηκε η μεθοδολογία της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης για την αποτίμηση της PROTON. Αντίστοιχα, για την αποτίμηση της ΕΞΕΛΙΞΗ παραλείφθηκε οποιαδήποτε άλλη μεθοδολογία. Σχετικά με την ορθότητα της εφαρμογής μίας και μόνο μεθοδολογίας για τον υπολογισμό της εύλογης αγοραίας αξίας της ΕΞΕΛΙΞΗ, η KPMG έχει λάβει μόνο τις προφορικές διαβεβαιώσεις των Διοικήσεων της ΕΞΕΛΙΞΗ και της PROTON καθώς και των νομικών τους συμβούλων και δεν υπήρξε οποιαδήποτε έγγραφη διαβεβαίωση των Χρηματιστηριακών αρχών ως προς το συγκεκριμένο θέμα (εκτός από την αναφορά στον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών που αφορά στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένης με σκοπό τη συγχώνευση με απορρόφηση εταιρείας της οποίας οι μετοχές δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και το οποίο διευκρινίζει ότι στην περίπτωση αποτίμησης εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι αποδεκτή η χρήση μίας και μόνο μεθοδολογίας αποτίμησης). Η KPMG δε φέρει καμία ευθύνη σε περίπτωση που οποιοδήποτε μέρος των εποπτικών αρχών εκφέρει οποιαδήποτε αντίρρηση ως προς την αποτίμηση με την επιλογή μίας και μόνο μεθοδολογίας, για τη συγκεκριμένη εταιρεία στο πλαίσιο της επικείμενης συγχώνευσης.

Τα αποτελέσματα της εφαρμογής των μεθοδολογιών, ο τρόπος εφαρμογής τους και οι κυριότερες υποθέσεις εργασίας, παρατίθεται αναλυτικά στη συνέχεια.

3.2 Παραδοχές μεθοδολογιών αποτίμησης

Δημοσιευμένη Καθαρή Θέση

Η μεθοδολογία της δημοσιευμένης Καθαρής Θέσης βασίζεται αποκλειστικά στη στατική εικόνα που διαφαίνεται μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις που αναπροσαρμόζονται ανάλογα, λαμβάνοντας υπόψη πραγματικές αποτιμήσεις των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού μιας εταιρείας. Ως δημοσιευμένη Καθαρή Θέση ορίζεται η διαφορά μεταξύ του αναπροσαρμοσμένου Ενεργητικού και του αναπροσαρμοσμένου Παθητικού της εταιρείας.

Για την αναπροσαρμογή της δημοσιευμένης Καθαρής Θέσης λάβαμε υπόψη τις παρατηρήσεις των Ορκωτών Ελεγκτών και τις σημειώσεις της Διοίκησης στους τελευταίους δημοσιευμένους Ισολογισμούς των υπό αποτίμηση Εταιρειών.

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 στο Χρηματιστήριο.

Το κρίσιμο σημείο 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. κέρδη προ φόρων, ίδια κεφάλαια κ.λ.π.). Στη συνέχεια υπολογίζεται ένας μέσος όρος (αριθμητικός ή 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, συγκρίνοντας την με παρόμοιες εταιρείες που αποτέλεσαν αντικείμενα σχετικά 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.. Η σωστή επιλογή του δείγματος των συγκρίσιμων συναλλαγών έχει μεγάλη σημασία για αυτή τη μεθοδολογία και τα κριτήρια συγκρισιμότητας ποικίλουν κατά περίπτωση. Μεταξύ άλλων τέτοια κριτήρια αποτελούν η κερδοφορία, ο ρυθμός ανάπτυξης, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων κ.λ.π..

Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων

Η αποτίμηση της PROTON βασίστηκε στο επιχειρηματικό σχέδιο της Διοίκησης, για την περίοδο 2005-2008. Οι προβλέψεις αυτές εξετάστηκαν και αναμορφώθηκαν από την AXON Ορκωτοί Ελεγκτές Ε.Π.Ε. στο βαθμό που κρίθηκε αυτό σκόπιμο, με σκοπό τον προσδιορισμό ενός βασικού σεναρίου αποτίμησης.

Για το σκοπό της αποτίμησης της PROTON ετοιμάστηκε χρηματοοικονομικό μοντέλο στο οποίο εισήχθησαν οι προαναφερθείσες προβλέψεις και οι λοιπές σχετικές παραδοχές. Το μοντέλο αυτό υπολογίζει την αξία της PROTON ως την παρούσα αξία των μέγιστων μερισμάτων που αυτή θα μπορούσε να διανείμει στους μετόχους της. Το επίπεδο των δυνητικών αυτών μερισμάτων, υπολογίζεται, αφού ληφθούν υπόψη οι κανόνες περί κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, ως αυτοί ορίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Λήφθηκε, επίσης, υπόψη η υφιστάμενη στρατηγική θέση της PROTON στην Ελληνική αγορά καθώς και οι επικρατούσες συνθήκες και προοπτικές ανάπτυξης του Ελληνικού κλάδου της επιχειρηματικής τραπεζικής.

Επιπλέον, διενεργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis) σε βασικές παραμέτρους του χρηματοοικονομικού μοντέλου ώστε να εξετάσουμε την ευαισθησία της εκτιμώμενης εύλογης αγοραίας αξίας της PROTON σε αυτές τις παραμέτρους.

3.3 Εύρος σχέσης αξιών

Με βάση τα αποτελέσματα εφαρμογής των προαναφερθέντων μεθοδολογιών, προέκυψαν τα ακόλουθα μεγέθη αξιών:

Εύρος αξιών

(ποσά σε ΕΥΡΩ εκατομμύρια)

Μεθοδολογία	ΕΞΕΛΙΞΗ		PROTON	
	Ελάχιστο	Μέγιστο	Ελάχιστο	Μέγιστο
Δημοσιευμένη Καθαρή Θέση	80,60	80,60	Μη εφαρμοστέα	
Δείκτες Συγκρίσιμων Εταιρειών	Μη εφαρμοστέα		44,59	78,10
Δείκτες Συγκρίσιμων Συναλλαγών	Μη εφαρμοστέα		70,19	86,73
Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων	Μη εφαρμοστέα		68,65	97,75
Εύλογη αγοραία αξία ανά Εταιρεία	80,60	80,60	63,02	90,08

Αξιολογώντας την αποτίμηση της κάθε Εταιρείας ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθοδολογίας, προέκυψε ένα εύρος σχέσης αξιών μεταξύ της ΕΞΕΛΙΞΗ και της PROTON ως εξής:

0,78 έως 1,12 προς 1 (PROTON προς ΕΞΕΛΙΞΗ)

Κατά την εκτίμηση της σχέσης ανταλλαγής μετοχών, λήφθηκαν υπόψη οι λοιπές ενέργειες που καταγράφονται στο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

Κατά την αποτίμησή μας λήφθηκαν υπόψη οι προβλέψεις και οι παραδοχές των Διοικήσεων της PROTON και της ΕΞΕΛΙΞΗ, υπό το ισχύον λειτουργικό περιβάλλον, τις οποίες ελέγξαμε ως προς τη λογικότητά τους. Δυσχέρειες ή δυσκολίες κατά την αποτίμηση των συγχωνευόμενων Εταιρειών και τον προσδιορισμό και εκτίμηση της σχέσης ανταλλαγής δεν προέκυψαν.

4 Έλεγχος του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης

Ελέγξαμε το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσο η σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι δίκαιη και εύλογη και προκύπτει από την προαναφερθείσα αποτίμηση των συγχωνευόμενων Εταιρειών.

5 Συμπεράσματα

Τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών σύμφωνα με το, από 30 Ιουνίου 2005, εγκριθέν και υπογραφέν Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, προτείνουν την ακόλουθη σχέση ανταλλαγής των μετοχών:

- α. Κάθε μέτοχος της Απορροφώμενης (πλήν της Απορροφώσας) θα ανταλλάσσει μια (1) ονομαστική μετά ψήφου μετοχή ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 1,46 εκάστη που κατέχει στην Απορροφώμενη, με 0,208287777658309 ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές της Απορροφώσας (στρογγυλοποιημένο 0,20829) ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 4,49 η κάθε μία.
- β. Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, κάθε μέτοχος της Απορροφώσας θα ανταλλάσσει μία (1) ονομαστική μετά ψήφου μετοχή ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 2,50 που κατέχει με μία (1) ονομαστική με ψήφο μετοχή της Απορροφώσας ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 4,49.

Σημείωση: *Τυχόν προκύπτοντα κλασματικά υπόλοιπα θα τακτοποιηθούν δυνάμει σχετικής απόφασης της οικείας Γενικής Συνέλευσης.*

Η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών σχέση ανταλλαγής μετοχών,

1 μετοχή της Απορροφώμενης ΕΞΕΛΙΞΗ προς μετοχές της Απορροφώσας PROTON	1 προς 0,208287777658309
---	---------------------------------

και η οποία βασίζεται σε σχέση αξίας της PROTON ίσης με το 0,79 της αξίας της ΕΞΕΛΙΞΗ, κατά τη γνώμη μας εμπίπτει μέσα στο εύρος της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε από την αποτίμηση των Εταιρειών και επομένως **η προτεινόμενη σχέση είναι δίκαιη και λογική** σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 16 του Ν. 2515/1997 και του Κ.Ν. 2190/1920.

6 Επίπτωση της προτεινόμενης συγχώνευσης στην περιουσιακή και οικονομική διάρθρωση της Απορροφώσας

Βάσει των PRO-FORMA Οικονομικών Καταστάσεων (Συνενωμένων των τριών απορροφώμενων ARROW Α.Ε.Ε.Χ., ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ. και ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. και της Απορροφώσας) δυνάμει των Ισολογισμών Μετασχηματισμού της 31 Μαρτίου 2005 των απορροφώμενων Εταιρειών οι οποίοι ελέγχθηκαν από Ορκωτούς Ελεγκτές και οι οποίοι συνέταξαν σχετική Έκθεση Ελέγχου και της Λογιστικής Κατάστασης της 31 Μαρτίου 2005 της Απορροφώσας, που συντάχθηκαν για σκοπούς της συγχώνευσης, προκύπτει ότι μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης:

- Τα Ίδια Κεφάλαια της Απορροφώσας θα αυξηθούν κατά 236,36% περίπου, επί των αντιστοίχων προ της συγχώνευσης,
- το Σύνολο του Ενεργητικού της Απορροφώσας θα αυξηθεί κατά 65,42% περίπου, επί του αντιστοίχου προ της συγχώνευσης,
- το Σύνολο των Υποχρεώσεων της Απορροφώσας, θα μειωθεί κατά 29,37% περίπου, επί του αντιστοίχου προ της συγχώνευσης,
- τα Κέρδη μετά Φόρων, θα αυξηθούν κατά 473,53% περίπου, επί των αντιστοίχων προ της συγχώνευσης.

ΕΞΕΛΙΞΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

*Συνοπτική παράθεση στοιχείων αποτίμησης στο
πλαίσιο της συγχώνευσης με απορρόφηση της*

ΕΞΕΛΙΞΗ από την PROTON

1 Ιουλίου 2005

Σημειώνεται ότι, στα ανωτέρω εξετάζεται η επίπτωση της συγχώνευσης στην Απορροφώσα αποκλειστικά με βάση τις μεταβολές που θα εισέλθουν στην περιουσιακή και οικονομική της διάρθρωση, κατά την ημερομηνία του Ισολογισμού Μετασχηματισμού. Δεν εξετάζονται οι επιπτώσεις στα μελλοντικά αποτελέσματα, από τυχόν θετικές ή αρνητικές επιδράσεις της συγχώνευσης όπως ενδεικτικά, οι δυνατότητες για οικονομίες κλίμακας, λοιπές συνέργιες, έξοδα υλοποίησης της συγχώνευσης κλπ.

Με εκτίμηση,
KPMG Κυριάκου Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.

Γαρυφαλλιά Σπυριούνη
Ορκωτή Ελέγκτρια Λογίστρια
Α.Μ. ΣΟΕΑ 16931