

**ΧΑΛΚΟΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΜΕΤΑΛΛΩΝ Α.Ε.**

**ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.**

Γνωμοδότηση κατ' άρθρο 4.1.4.1.3 του κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών επί της σχέσης ανταλλαγής μετοχών στα πλαίσια της συγχώνευσης δια απορρόφησης της ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε. από την ΧΑΛΚΟΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΜΕΤΑΛΛΩΝ Α.Ε.

**26 Σεπτεμβρίου 2017**

**Αυστηρά Εμπιστευτικό**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	3
2. ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ .....	4
3. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ .....	4
4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	5
5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ .....	7
6. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	10
7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	11

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της  
ΧΑΛΚΟΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ ΜΕΤΑΛΛΩΝ Α.Ε.  
2-4 Λεωφ. Μεσογείων  
115 27 Αθήνα

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της  
ΕΛΒΑΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.  
2-4 Λεωφ. Μεσογείων  
115 27 Αθήνα

26 Σεπτεμβρίου 2017

Αξιότιμοι Κύριοι,

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών με τις επωνυμίες Χαλκώρ Ανώνυμη Εταιρία Επεξεργασίας Μετάλλων Α.Ε. («Χαλκώρ») και Ελβάλ Ελληνική Βιομηχανία Αλουμινίου Α.Ε. («Ελβάλ» και από κοινού με τη Χαλκώρ στο εξής οι «Συγχωνευόμενες Εταιρίες»), κατά τις συνεδριάσεις τους, την 19 Ιουλίου 2017, αποφάσισαν την έναρξη προπαρασκευαστικών ενεργειών για τη συγχώνευση με απορρόφηση της μη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αθηνών («Χ.Α.») εταιρίας Ελβάλ από την εισηγμένη στο Χ.Α. εταιρία Χαλκώρ, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2 και 69-77α του Κ.Ν. 2190/1920, καθώς και των άρθρων 1-5 του Ν.2166/1993, όπως ισχύουν και ημερομηνία ισολογισμού μετασχηματισμού την 31η Ιουλίου 2017.

Στο πλαίσιο αυτό, οι Διοικήσεις των Συγχωνευομένων Εταιριών ανέθεσαν στον ανεξάρτητο ελεγκτικό οίκο «TMS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΟΡΚΩΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΩΝ» («TMS» 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 26 Σεπτεμβρίου 2017 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης.

Για την υλοποίηση της εργασίας μας προβήκαμε:

α) στη διενέργεια αποτίμησης των εταιριών Χαλκώρ και Ελβάλ κάνοντας χρήση κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης με βάση τα οικονομικά τους στοιχεία της 31 Ιουλίου 2017- και η σχετική πρόταση μας εκδόθηκε με ημερομηνία 25 Σεπτεμβρίου 2017.

β) στον έλεγχο του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης με απορρόφηση της Ελβάλ από την Χαλκώρ.

γ) στη διατύπωση με την παρούσα έκθεση μας της γνώμης μας για το εύλογο, δίκαιο και λογικό (fairness opinion) της προτεινόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών από τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιριών.

## 2. ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Για την προετοιμασία της Έκθεσης, έγινε χρήση ορισμένων πληροφοριών και στοιχείων συμπεριλαμβανομένων και των παρακάτω:

- Εγκεκριμένα επιχειρηματικά σχέδια και μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές προβλέψεις της Χαλκός και των εταιριών συμμετοχών της καθώς και της Ελβάλ και των εταιριών συμμετοχών της, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τις Διοικήσεις των εταιριών.
- Οι ελεγμένες Οικονομικές Καταστάσεις της 31 Δεκεμβρίου 2016 της Χαλκός και των εταιριών συμμετοχών της και της Ελβάλ και των εταιριών συμμετοχών της.
- Οι επισκοπημένες οικονομικές καταστάσεις της 30 Ιουνίου 2017 της Χαλκός.
- Οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της 31 Ιουλίου 2017 της Ελβάλ.
- Τα οικονομικά στοιχεία της 31 Ιουλίου 2017 της Χαλκός και των εταιριών συμμετοχών της και της Ελβάλ και των εταιριών συμμετοχών της.
- Εταιρικές παρουσιάσεις των Συγχωνευόμενων Εταιριών και των συμμετοχών τους, οι οποίες είναι διαθέσιμες στις ιστοσελίδες τους καθώς και λοιπά πληροφοριακά στοιχεία αναφορικά με τη λειτουργία των εταιριών.
- Στοιχεία και πληροφορίες που προέκυψαν από συζητήσεις και γραπτές επικοινωνίες με στελέχη της Διοίκησης των εταιριών.
- Τιμές κλεισίματος μετοχών.
- Γενικά μακροοικονομικά μεγέθη από ιστοσελίδες και βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιριών.

Η αποτίμηση των εταιριών και ο προσδιορισμός της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και στις πληροφορίες και στοιχεία που μας δόθηκαν από τη Διοίκηση των εταιριών η οποία και μας διαβεβαίωσε ότι οι πληροφορίες και τα στοιχεία αυτά είναι ακριβή και πλήρη.

Τέλος, ελέγξαμε το από 26 Σεπτεμβρίου 2017 Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης ώστε να διαπιστώσουμε αν η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι εύλογη και δίκαιη.

## 3. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

Αναφορικά με τις εργασίες που πραγματοποιήθηκαν, σημειώνουμε τα εξής:

- Οι αποτιμήσεις των εταιριών βασίστηκαν στις χρηματοοικονομικές, λειτουργικές και λοιπές προβλέψεις οι οποίες μας δόθηκαν από τη Διοίκηση των Συγχωνευόμενων Εταιριών και των εταιριών συμμετοχών τους και σε καμία περίπτωση, δεν μπορούμε να επιβεβαιώσουμε ότι οι προβλέψεις για την μελλοντική απόδοση των εταιριών θα πραγματοποιηθούν. Οι ανωτέρω προβλέψεις, παραδοχές και εκτιμήσεις στηρίζονται στις επικρατούσες οικονομικές, επιχειρηματικές και λοιπές συνθήκες τις αγορές και στις χρηματοοικονομικές προοπτικές που επικρατούν κατά την ημερομηνία συγγραφής της Έκθεσης και θεωρούν ότι οι υπό εξέταση εταιρίες θα λειτουργήσουν σε ένα σχετικά σταθερό κοινωνικό, οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον.

Ως εκ τούτου, οποιοσδήποτε μεταβολές στις επικρατούσες οικονομικές, επιχειρηματικές και λοιπές συνθήκες των αγορών σε μεταγενέστερο στάδιο, ενδεχομένως να μεταβάλουν τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής και η μεταβολή αυτή μπορεί να είναι σημαντική.

- Βασική αρχή για την εργασία της αποτίμησης αποτελεί η παραδοχή ότι οι εταιρίες θα συνεχίσουν απρόσκοπτα τις εργασίες τους και στο απώτερο μέλλον (going concern principle).
- Ο νομικός ή φορολογικός έλεγχος επί των οικονομικών στοιχείων των εταιριών δεν αποτέλεσε μέρος της εργασίας μας.
- Το οικονομικό μοντέλο στο οποίο βασίζεται η Έκθεση υποθέτει ότι η παρούσα δομή, οι αναμενόμενες επενδύσεις και η υπάρχουσα γνώση της αγοράς θα αξιοποιηθεί κατάλληλα ώστε να μπορέσουν να πραγματοποιηθούν οι προβλέψεις, παραδοχές και εκτιμήσεις των Συγχωνευόμενων Εταιριών.
- Αναφορικά με τα δημοσιευμένα στοιχεία που ελήφθησαν υπόψη στην Έκθεσή μας, παρότι αξιολογήθηκε η λογικότητα τους, δεν πραγματοποιήσαμε οποιαδήποτε περαιτέρω εργασία αξιολόγησης της ακρίβειας και της πληρότητας.

Σημειώνεται ότι οι εμπειρογνώμονες που διενήργησαν την αποτίμηση των δύο εταιριών δεν συνδέονται με οποιοδήποτε τρόπο με τις υπό συγχώνευση Εταιρίες για την τελευταία πριν την συγχώνευση πενταετία.

## 4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

### 4.1 Επιλογή μεθόδων αποτίμησης

Για να πραγματοποιηθεί η εκτίμηση της σχέσης ανταλλαγής μεταξύ των Συγχωνευόμενων Εταιριών απαιτείται να υπολογισθεί η εύλογη αξία των εταιριών που συμμετέχουν στη συγχώνευση. 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 αποδεκτών 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 σχετικά μεγέθη των εταιριών που αποτιμούνται (Πωλήσεις, EBITDA κτλ) ώστε να προσδιοριστεί η εταιρική αξία (EV).
- **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 οποίες 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.

- **Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση.** Έμμεση μέθοδος αποτίμησης βάσει της οποίας η αξία μιας εταιρίας ισούται με την αξία της καθαρής θέσης όπως προκύπτει από τις οικονομικές της καταστάσεις κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού ληφθούν υπόψη οι όποιες προσαρμογές στα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις της.

Για τους σκοπούς της αποτίμησης των Συγχωνευόμενων Εταιριών και τον προσδιορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, θεωρήσαμε

- την μέθοδο DCF, την Μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και την Μέθοδο Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας, ως τις πλέον κατάλληλες μεθόδους, μεταξύ των συχνότερα χρησιμοποιούμενων μεθόδων, όπως παρουσιάστηκαν παραπάνω, για την περίπτωση της αποτίμησης της Χαλκόρ, και
- την μέθοδο DCF και την Μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης ως τις πλέον κατάλληλες μεθόδους, μεταξύ των συχνότερα χρησιμοποιούμενων μεθόδων, για την περίπτωση της αποτίμησης της Ελβάλ.

#### 4.2 Σχόλια επί των μεθόδων αποτίμησης που εφαρμόστηκαν

Για την αποτίμηση των Συγχωνευόμενων Εταιριών θεωρήθηκε κατάλληλο (i) να εφαρμοστούν περισσότερες από μία μέθοδοι αποτίμησης καθώς αυτό διευρύνει την αποτίμηση και επιτρέπει την ουσιώδη αξιολόγηση των αποτελεσμάτων καθώς και (ii) να εφαρμοστούν, στο βαθμό που αυτό είναι δυνατό, όμοιες μέθοδοι για τα συγχωνευόμενα μέρη με σκοπό οι προσδιορισθείσες αξίες να είναι ομοειδείς 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. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι για τις λιγότερο σημαντικές σε μέγεθος συμμετοχές των Συγχωνευόμενων Εταιριών, εφαρμόστηκε η Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης.

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. Δεδομένου ότι η Χαλκόρ είναι εισηγμένη στο Χ.Α. η μέθοδος αυτή αποφασίστηκε να χρησιμοποιηθεί για την περίπτωση της αποτίμησης της Χαλκόρ, παρά το γεγονός ότι η Ελβάλ δεν είναι εισηγμένη.

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, η αξία της υπό εξέταση εταιρίας είναι ίση με την Καθαρή Θέση της όπως εμφανίζεται στις Οικονομικές Καταστάσεις κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν αναπροσαρμογές στα στοιχεία του Ενεργητικού και Παθητικού με βάση τις παρατηρήσεις των εκθέσεων ελέγχου των Τακτικών Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μέθοδος αυτή είναι στατική, δηλαδή δεν λαμβάνει υπόψη την αξία που προσδίδουν στην εταιρία άλλα στοιχεία πέραν αυτών που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της, όπως η φήμη και πελατεία, οι προοπτικές και τα αποτελέσματα που μπορεί να επιτύχει η εταιρία μελλοντικά και ως εκ τούτου, για την περίπτωση των Συγχωνευόμενων Εταιριών, δόθηκε χαμηλότερη στάθμιση στα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή της μεθόδου αυτής σε σχέση με τα αποτελέσματα της Μεθόδου DCF.

Οι μέθοδοι των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιριών και Συγκρίσιμων Συναλλαγών δεν αξιολογήθηκαν ως κατάλληλες για τους σκοπούς της αποτίμησης μας, κυρίως για τους κάτωθι λόγους:

- Είναι αρκετά δύσκολο να δημιουργηθεί ένα αντιπροσωπευτικό και επαρκές δείγμα συγκρίσιμων στοιχείων σε σχέση με το μέγεθος, τις αγορές, το εύρος των προϊόντων και τις χώρες δραστηριοποίησης για την περίπτωση κυρίως της Χαλκός δεδομένου ότι η εταιρία διατηρεί άμεσες και έμμεσες συμμετοχές σε εταιρίες οι οποίες δραστηριοποιούνται σε αρκετούς διαφορετικούς κλάδους, όπως αυτοί του χαλκού (μέσω της Χαλκός), υποβρυχίων και χερσαίων καλωδίων ενέργειας και καλωδίων τηλεπικοινωνιών (μέσω της Cenergy Holdings και της Ελληνικά Καλώδια) και της παραγωγής σωλήνων χάλυβα και κοίλων δοκών χάλυβα (μέσω της Cenergy Holdings και της Σωληνουργία Κορίνθου). Ως εκ τούτου, για την εξαγωγή των τελικών συμπερασμάτων αποτίμησης και προκειμένου να υπάρχει όσο το δυνατό αντιστοιχία μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης των Συγχωνευόμενων Εταιριών, κρίθηκε σκόπιμη η μη εφαρμογή των μεθόδων αυτών.
- Ο σκοπός της διενεργηθείσας αποτίμησης δεν είναι παρεμφερής με άλλες συναλλαγές (συγχωνεύσεις, εξαγορές κτλ), καθώς η συγκεκριμένη αποτίμηση αφορά τη συγχώνευση σχετιζόμενων μερών στα πλαίσια εσωτερικής αναδιοργάνωσης.

Βάσει λοιπόν των χαρακτηριστικών των Συγχωνευόμενων Εταιριών και των ιδιαίτερων συνθηκών καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι προτεινόμενες μέθοδοι αποτίμησης είναι από κάθε ουσιαστική πλευρά κατάλληλες.

## 5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Η Χαλκός με έδρα την Ελλάδα, είναι εισηγμένη εταιρία στο Χ.Α και στον όμιλο της Χαλκός περιλαμβάνονται εταιρίες όπως η FITCO Βιομηχανία Επεξεργασίας Μετάλλων Ανώνυμη Εταιρία, καθώς και ένας αριθμός σχετικά λιγότερο σημαντικών σε μέγεθος εταιριών. Επίσης η Χαλκός διατηρεί συμμετοχή στη Cenergy Holdings S.A. η οποία είναι Βελγική εταιρία συμμετοχών, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Euronex Βρυξελλών και στο Χρηματιστήριο Αθηνών και η οποία διατηρεί συμμετοχές σε εταιρίες όπως Σωληνουργία Κορίνθου Βιομηχανία Σωλήνων Α.Ε., Ελληνικά Καλώδια Α.Ε. Ελληνική Βιομηχανία Καλωδίων Ανώνυμος Εταιρεία, Icm Ecab S.A. , Lesco Romania S.A.

Η Ελβάλ με έδρα την Ελλάδα, δεν είναι εισηγμένη εταιρία στο Χ.Α και στον όμιλο της Ελβάλ περιλαμβάνονται εταιρίες όπως η Sofia Med S.A., η ΣΥΜΕΤΑΛ Α.Ε., η Elval Colour Α.Ε. καθώς και ένας αριθμός σχετικά λιγότερο σημαντικών σε μέγεθος εταιριών.

Σημειώνουμε ότι κατά την 31 Ιουλίου 2017 (ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού), υπεγράφη μεταξύ της Χαλκός και της Ελβάλ, ιδιωτικό συμφωνητικό πώλησης 2.190.455 κοινών ονομαστικών μετοχών της Sofia Med S.A., αποκλειστικής κυριότητας της Χαλκός, στην Ελβάλ.

## 5.1 Μέθοδος DCF

Η εφαρμογή της DCF απαιτεί:

- (α) την εκτίμηση των μελλοντικών αδέσμευτων ταμειακών ροών που θα προκύψουν για κάθε όμιλο / εταιρία από τη λειτουργία τους, χρησιμοποιώντας κατάλληλους λειτουργικούς και χρηματοοικονομικούς δείκτες
- (β) το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο που εφαρμόζεται στις ταμειακές ροές. Αυτό είναι το Μέσο Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίου (WACC) το οποίο εκτιμήθηκε για κάθε όμιλο / εταιρία ξεχωριστά, λαμβάνοντας υπόψη την κεφαλαιακή δομή των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων (ξένα προς ίδια κεφάλαια), το φορολογικό συντελεστή, το ασφάλιστρο κινδύνου για την/τις χώρα/ες που δραστηριοποιείται και τους κινδύνους που σχετίζονται με τον τύπο της επιχείρησης και εκφράζεται από την τιμή του συντελεστή beta.
- (γ) την εκτίμηση της κατάλληλης υπολειμματικής αξίας. Η υπολειμματική αξία περιλαμβάνει της αξία της εταιρίας μετά την περίοδο που προβλέπει η DCF και ισούται με την παρούσα αξία των μεταγενέστερων ταμειακών ροών στο διηνεκές.

Για την εφαρμογή της μεθόδου DCF και την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών, μας δόθηκαν για τις Συγχωνευόμενες Εταιρίες και τις συμμετοχές τους μακροπρόθεσμα επιχειρηματικά σχέδια, τα στοιχεία των οποίων χρησιμοποιήθηκαν στο οικονομικό μας μοντέλο.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εφαρμογής της μεθόδου DCF για τις Συγχωνευόμενες Εταιρίες.

### Εύρος αξιών Συγχωνευόμενων Εταιριών βάσει DCF

Αξία (€)	Χαλκόρ	Ελβάλ
Ελάχιστη αξία	235.776.847,20	505.978.856,54
Κεντρική αξία	262.283.647,80	546.876.677,84
Μέγιστη αξία	292.436.168,41	592.953.320,07

## 5.2 Μέθοδος Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας

Καθώς η Χαλκόρ είναι εισηγμένη εταιρία με τίτλους που διαπραγματεύονται στο ΧΑ, μια κατάλληλη ένδειξη της αξίας της αποτελεί η μέση χρηματιστηριακή της τιμή. Η χρηματιστηριακή τιμή της Χαλκόρ αναλύθηκε λαμβάνοντας υπόψη στοιχεία του τελευταίου μηνός, των τελευταίων 3 μηνών και των τελευταίων 6 μηνών διαπραγμάτευσης, τα οποία έχουν σταθμιστεί με τον όγκο συναλλαγών με σκοπό τον προσδιορισμό ενός εύρους χρηματιστηριακών αξιών.



Από την ανάλυση της εξέλιξης της τιμής της μετοχής της Χαλκόρ προκύπτει εύρος χρηματιστηριακών τιμών μεταξύ € 0,69 και € 0,79, με κεντρική τιμή την € 0,74. Ως εκ τούτου, εφαρμόζοντας τη Μέθοδο Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας, προκύπτουν τα ακόλουθα:

Εύρος αξιών Χαλκόρ βάσει Μεθόδου Ανάλυσης Χρηματιστηριακής Αξίας

Αξία (€)	Χαλκόρ
Ελάχιστη αξία	69.882.942,63
Κεντρική αξία	74.946.923,98
Μέγιστη αξία	80.010.905,33

**5.3 Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης**

Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης είναι μία στατική μέθοδος αποτίμησης κατά την οποία οι αξίες των κυριότερων περιουσιακών στοιχείων της υπό εξέταση εταιρίας εκτιμώνται και η λογιστική τους αξία αναπροσαρμόζεται, εφόσον αυτό κριθεί σκόπιμο, σε σχέση με την τρέχουσα αξία τους (εφόσον είναι διαφορετική) και τυχόν παρατηρήσεις της Διοίκησης της εταιρίας και των ορκωτών ελεγκτών στις οικονομικές καταστάσεις. Σημειώνουμε ότι, σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, οι κυριότερες από τις παρατηρήσεις αυτές θα πρέπει να έχουν ενσωματωθεί στις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις.

Για την εφαρμογή της μεθόδου ελήφθησαν υπόψη οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις των Συγχωνευόμενων Εταιριών με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2016. Επιπρόσθετα ελήφθησαν υπόψη οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της 31 Ιουλίου 2017 της Ελβάλ, καθώς και οι επισκοπημένες οικονομικές καταστάσεις της 30 Ιουνίου 2017 και οι μη ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις κατά την 31 Ιουλίου 2017 της Χαλκόρ. Λόγω της μη ύπαρξης παρατηρήσεων στις ελεγμένες και επισκοπημένες οικονομικές καταστάσεις των Συγχωνευόμενων Εταιριών, θεωρήθηκε ότι δεν κρίνεται σκόπιμη η αναπροσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων των Συγχωνευόμενων Εταιριών κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Κατά την 31 Ιουλίου 2017, η Καθαρή Θέση της Χαλκόρ και της Ελβάλ παρουσιάζεται κάτωθι.

Αξίες των Συγχωνευόμενων Εταιριών βάσει της Μεθόδου Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Αξία (€)	Χαλκόρ	Ελβάλ
Κεντρική αξία	82.087.187,09	456.292.167,61

#### 5.4 Στάθμιση των μεθόδων αποτίμησης

Η Χαλκός αποτιμήθηκε με την μέθοδο DCF, την Μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και την Μέθοδο Ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας. Τα αποτελέσματα αποτίμησης σταθμίστηκαν ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και πιο συγκεκριμένα δόθηκε μεγαλύτερη βαρύτητα στη μέθοδο DCF (60%) και μικρότερη στη μέθοδο της Χρηματιστηριακής Αξίας (20%) και της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (20%). Αντίστοιχα η Ελβάλ αποτιμήθηκε με την μέθοδο DCF και την Μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, στις οποίες δόθηκε βαρύτητα 60% και 40% αντίστοιχα. Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα αποτίμησης προέκυψε το ακόλουθο εύρος σχέσης αξιών για τις Συγχωνευόμενες Εταιρίες.

#### Σταθμισμένες αξίες Συγχωνευόμενων Εταιριών

Αξία (€)	Χαλκός	Ελβάλ
Ελάχιστη αξία	171.860.134,27	486.104.180,97
Κεντρική αξία	188.777.010,90	510.642.873,75
Μέγιστη αξία	207.881.319,53	538.288.859,09

Ως εκ τούτου, το εύρος της σχέσης αξιών Χαλκός προς Ελβάλ που προκύπτει από τη στάθμιση των μεθόδων αποτίμησης είναι από 0,319271207954288 έως 0,427647668273870 προς 1 (Χαλκός προς Ελβάλ).

#### 6. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Το μετοχικό κεφάλαιο της Χαλκός ανέρχεται σε € 38.486.258,26 διαιρούμενο σε 101.279.627 κοινές ανώνυμες μετοχές ονομαστικής αξίας € 0,38 εκάστη. Το μετοχικό κεφάλαιο της Ελβάλ ανέρχεται σε € 105.750.180,62 διαιρούμενο σε 27.046.082 ανώνυμες μετοχές με ονομαστική αξία € 3,91 έκαστη.

Με βάση το εύρος της σχέσης των αξιών των Συγχωνευόμενων Εταιριών και λαμβάνοντας υπόψη τον αριθμό των μετοχών των δύο εταιριών προκύπτει ότι το εύρος της σχέσης ανταλλαγής διαμορφώνεται μεταξύ 0,0852593510299039 και 0,1142005973545290, με κεντρική τιμή 0,0987220344956998, που σημαίνει ότι κάθε μέτοχος της Ελβάλ θα ανταλλάξει από 0,0852593510299039 έως 0,1142005973545290 μετοχές που κατέχει στην Ελβάλ, για μία (1) μετοχή της νέας εταιρίας που θα προκύψει από την απορρόφηση της Ελβάλ από τη Χαλκός.

## 7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με το Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης, τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιριών αποφάσισαν όπως κάθε μέτοχος της Ελβάλ ανταλλάξει 0,0987220346164922 μετοχές που κατέχει στην Ελβάλ για μία (1) μετοχή της νέας εταιρίας που θα προκύψει από την απορρόφηση της Ελβάλ από τη Χαλκόρ.

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 συγχωνευόμενων μερών και οι βαρύτητες που δόθηκαν είναι κατάλληλες για τη συγχώνευση μέσω απορρόφησης της Ελβάλ από την Χαλκόρ 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 0,0987220346164922 μετοχές της Ελβάλ για κάθε μία (1) μετοχή της νέας εταιρίας που θα προκύψει από την απορρόφηση της Ελβάλ από τη Χαλκόρ, εμπίπτει εντός του εύρους της σχέσης ανταλλαγής, όπως προσδιορίστηκε στην έκθεση αυτή βάσει των αποτιμήσεων των εταιριών που πρόκειται να συγχωνευθούν, και ως εκ τούτου η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι εύλογη και δίκαιη.

Με εκτίμηση,

Αθήνα, 26/09/2017



AUDIT • TAX • ADVISORY

TMS Ανώνυμη Εταιρεία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών  
Μιχαλακοπούλου 91, 11528, Αθήνα  
Α.Μ. ΣΟΕΛ 166



Ανεξάρτητο μέλος της IAPA International

Ο Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

Εμμανουήλ Πετράκης  
Α.Μ. ΣΟΕΛ 18731