

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ELMA HOLDINGS LIMITED
(‘Elma’) ΓΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑ ΤΗΣ ‘ΗΡΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΔΙΑΧΩΡΙΣΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ LIMITED
(ESC, ESI)**

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

1.0	ΟΡΟΙ ΕΝΤΟΛΗΣ	3
2.0	ΟΡΟΙ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ	3
3.0	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	4
3.0	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΤΙΜΕΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΔΥΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	5
5.0	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΕΣ ΑΞΙΕΣ ΤΩΝ ΔΥΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	9
6.0	ΧΑΡΑΚΤΗΡΗΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	12
7.0	ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	14
8.0	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΚΘΕΣΗΣ	15

Αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης της εταιρείας Elma Holdings ('Elma') για εξαγορά της εταιρείας Ήρα Επενδύσεων Διαχωριστικού Κεφαλαίου

1.0 ΟΡΟΙ ΕΝΤΟΛΗΣ

- Καθορισμός απαραίτητων για την αξιολόγηση στοιχείων.

Θα προβούμε σε όλες τις δυνατές ενέργειες για τον καθορισμό των στοιχείων που εμείς θεωρούμε απαραίτητα για την αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης. Αυτά περιλαμβάνουν στοιχεία τα οποία θα πρέπει να μας παραχωρηθούν και από τις δύο Εταιρείες. Λόγω του γεγονότος ότι και οι δύο εταιρείες είναι επενδυτικού χαρακτήρα και εισηγμένες στο ΧΑΚ, τα πλείστα στοιχεία που θα χρειαστούμε σχετίζονται με τις τρέχουσες και τις εσωτερικές αξίες των εταιρειών αυτών.

- Ανάλυση στοιχείων που θα μας παραχωρηθούν.

Θα προχωρήσουμε σε ανάλυση των στοιχείων που θα μας παραχωρηθούν, ώστε να διαπιστώσουμε καταρχήν, αν αυτά μπορούν να αποτελέσουν βάση αξιολόγησης. Στην συνέχεια θα προβούμε σε ανάλυση των δεδομένων, χωρίς να προβούμε σε κανένα έλεγχο της ακρίβειας, της ορθότητας και της αντικειμενικότητας των στοιχείων αυτών.

- Αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης.

Με βάση την ανάλυση των δεδομένων που αναφέρεται πιο πάνω θα προβούμε σε αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης. Στην έκθεσή μας θα αναγράφεται η γνώμη μας για το κατά πόσο η προτεινόμενη αντιπαροχή είναι δίκαιη και εύλογη καθώς και η άποψή μας επί της βάσεως του υπολογισμού, που χρησιμοποιήθηκε προς καθορισμό της αντιπαροχής.

2.0 ΟΡΟΙ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ

Η Elma Holdings Ltd προτίθεται να αποκτήσει μέσω της δημόσιας πρότασης ημερομηνίας 27 Μαΐου 2003, ποσοστό κατ' ελάχιστο 70% (25,200,000 μετοχές εκ των οποίων 12,600,000 Κεφαλαιουχικές Μετοχές και 12,600,000 Εισοδηματικές Μετοχές) και κατά μέγιστο 100% (36,000,000 μετοχές) των μετοχών της Ήρα Επενδύσεων Διαχωριστικού Κεφαλαίου. Εάν το ποσοστό αποδοχής δεν υπερβεί το 90% των μετοχών της Ήρα Διαχωριστικό (άλλων από τις μετοχές που κατέχονται ήδη κατά την ημερομηνία της Πρότασης, ή από εντολοδόχο της ELMA ή θυγατρική της σύμφωνα με τις πρόνοιες του άρθρου 201(1) του περί εταιρειών Νόμου Κεφ. 113), τότε η Elma θα αποδεχτεί κατ' αναλογία (Pro-rata) τις προσφερόμενες μετοχές της Ήρα Διαχωριστικό, έτσι ώστε το ποσοστό που θα κατέχει στην Ήρα Διαχωριστικό να μην υπερβαίνει το 70% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της Ήρα Διαχωριστικό και ταυτόχρονα να εξασφαλίζεται η ισότιμη μεταχείριση των αποδεκτών. Οι όροι της Δημόσιας Πρότασης παραθέτονται πιο κάτω:

- Για τις πρώτες 100 μετοχές από κάθε αποδέκτη η αντιπαροχή που θα προσφέρεται θα είναι για κάθε 2 Εισοδηματικές μετοχές της Ήρα Διαχωριστικό 32.5 σεντ μετρητά, ενώ για κάθε 2 Κεφαλαιουχικές μετοχές της Ήρα διαχωριστικό 14.5 σεντ μετρητά.

Επιπρόσθετα,

- για κάθε 2 Εισοδηματικές μετοχές της Ήρα Διαχωριστικό, πέραν των πρώτων 100, προσφέρονται 7 υφιστάμενες μετοχές της εταιρείας Δωδώνη Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Λτδ συν 8 σεντ μετρητά
- και για κάθε 2 Κεφαλαιουχικές μετοχές της Ήρα Διαχωριστικό, πέραν των πρώτων 100, προσφέρονται 3 υφιστάμενες μετοχές της εταιρείας Δωδώνη Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Λτδ συν 4 σεντ μετρητά

3.0 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Τόσο η Elma Holdings όσο και η Ήρα Διαχωριστικό είναι επενδυτικοί οργανισμοί, εισηγμένοι στο ΧΑΚ, και διέπονται από τους σχετικούς κανονισμούς.

Επομένως οι κοινώς αποδεκτές μέθοδοι εκτίμησης της αξίας των εταιρειών αυτών (και κατ' επέκταση αξιολόγησης της Δημόσιας Πρότασης) είναι οι εξής:

1. Με βάση την Τρέχουσα Αξία των μετοχών των δύο εταιρειών
2. Με βάση την Εσωτερική Αξία των μετοχών των δύο εταιρειών

Παρ' όλα αυτά λόγω του ότι οι δύο τάξεις των μετοχών της Ήρα Διαχωριστικό έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά και δικαιώματα τόσο μεταξύ τους όσο και η κάθε μία σε σχέση με τις προσφερόμενες μετοχές της Δωδώνης, όπως αυτά αναλύονται στο μέρος 6, θεωρούμε αναγκαίο όπως αυτά ληφθούν υπ' όψη από τους επενδυτές στην λήψη της απόφασης τους παράλληλα με τις πιο πάνω μεθόδους.

3.0 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΤΙΜΕΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΔΥΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Τρέχουσα Τιμή Εισοδηματικών Μετοχών Ήρα Διαχωριστικό (ESI) και Κεφαλαιουχικών Μετοχών της ΗΡΑ Διαχωριστικό (ESC)

Ημερομηνία	Closing Bid Price	
	ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΙΚΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ (ESI) £	ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ (ESC) £
12/05/2003	0.134	0.049
13/05/2003	0.134	0.046
14/05/2003	0.127	0.045
15/05/2003	0.126	0.043
16/05/2003	0.125	0.041
19/05/2003	0.125	0.041
20/05/2003	0.140	0.042
21/05/2003	0.125	0.046
22/05/2003	0.125	0.043
23/05/2003	0.125	0.043
26/05/2003	0.125	0.048
27/05/2003	0.125	0.046
28/05/2003	0.125	0.048
29/05/2003	0.125	0.051
30/05/2003	0.127	0.051
Μέσος όρος Περιόδου	0.128	0.046

Με βάση τη τιμή κλεισίματος της μετοχής της εταιρείας για την περίοδο από 12/05/2003 έως και τις 30/5/2003 (μέσος όρος 15 ημερών), που αναφέρονται στην πιο πάνω πίνακα, η μέση αξία της μετοχής της ESI, ανέρχεται στις £0.128, και της ESC στις £0.046.

Κατά την ημερομηνία της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (17/04/2003) και με βάση τις τιμές κλεισίματος πριν την εν λόγω ανακοίνωση η μέση αξία της μετοχής της ESI, ανέρχόταν στις £0.136, και της ESC στις £0.072.

Τρέχουσα Τιμή Μετοχής της Δωδώνη Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Λτδ (DOD)

Ημερομηνία	Closing Bid Price (DOD) £
12/05/2003	0.034
13/05/2003	0.034
14/05/2003	0.034
15/05/2003	0.032
16/05/2003	0.032
19/05/2003	0.032
20/05/2003	0.033
21/05/2003	0.032
22/05/2003	0.034
23/05/2003	0.033
26/05/2003	0.033
27/05/2003	0.033
28/05/2003	0.032
29/05/2003	0.033
30/05/2003	0.032
Μέσος όρος Περιόδου	0.033

Με βάση τη τιμή κλεισίματος της μετοχής της εταιρείας για την περίοδο από 12/05/2003 έως και τις 30/05/2003, που αναφέρονται στον πιο πάνω πίνακα, η μέση αξία της μετοχής της DOD, ανέρχεται στις £0.033.

Κατά την ημερομηνία της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (17/04/2003) και με βάση τις τιμές κλεισίματος (μέσος όρος 15 ημερών) πριν την εν λόγω ανακοίνωση η μέση αξία της μετοχής της DOD, ανέρχεται στις £0.035.

Ανάλυση Δεδομένων

Με βάση το μέσο όρο της τιμής κλεισίματος της μετοχής των εταιρειών για τις περιόδους που εξετάζονται πιο πάνω, και την αντιπαροχή που προσφέρεται για κάθε μετοχή της ESI και ESC, η αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης παρουσιάζεται στους πιο κάτω υπολογισμούς ξεχωριστά για κάθε κατηγορία μετόχων.

Σημειώνουμε ότι επειδή οι πρώτες 100 μετοχές κάθε αποδέκτη ανταλλάσσονται με σταθερό ποσό μετρητών (£16.25 για κάθε 100 μετοχές της ESI και £7.25 για κάθε 100 μετοχές της ESC), το οποίο υπερβαίνει της τρέχουσας αξίας των εν λόγω μετοχών, η συνολική αντιπαροχή της εν λόγω Δημόσιας Πρότασης διαφοροποιείται ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχει ο κάθε δικαιούχος. Για πλήρη επεξήγηση του πιο πάνω έχουμε παραθέσει λεπτομερή παραδείγματα πιο κάτω με τα οποία υπολογίζεται η ολική αντιπαροχή για διαφορετικό αριθμό μετοχών τόσο της ESI όσο και της ESC.

Αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης για μετόχους της ESI :

Βάση τους όρους της Δημόσιας Πρότασης για κάθε 2 Εισοδηματικές μετοχές της Ήρα Διαχωριστικού Κεφαλαίου, προσφέρονται 7 υφιστάμενες μετοχές της εταιρείας Δωδώνη συν 8 σεντ μετρητά. Οι πρώτες 100 μετοχές από κάθε αποδέκτη ανταλλάσσονται με 32.5 σεντ μετρητά για κάθε 2 Εισοδηματικές μετοχές της Ήρα Διαχωριστικού Κεφαλαίου.

	Αριθμός μετοχών ESI				
	100	500	1,000	10,000	50,000
Μέση τρέχουσα Τιμή ESI	£0.128	£0.128	£0.128	£0.128	£0.128
Συνολική αξία μετοχών ESI	£12.75	£63.75	£127.50	£1,275	£6,375
Αντιπαροχή σε μετρητά για τις πρώτες 100 μετοχές (32.5 σεντ για κάθε 2 μετοχές)	£16.25	£16.25	£16.25	£16.25	£16.25
Αντιπαροχή (για τις υπόλοιπες μετοχές πέραν των 100) σε μετοχές Δωδώνη					
<i>αριθμός μετοχών Δωδώνη (7 μετοχές DOD για κάθε 2 μετοχές ESI)</i>		1,400	3,150	34,650	174,650
<i>αξία μετοχών Δωδώνης βάση τρέχουσες τιμές 12-30/5/2003 @£0.033</i>		£46.20	£103.95	£1,143.45	£5,763.45
Αντιπαροχή (για τις υπόλοιπες μετοχές πέραν των 100) σε μετρητά (8 σεντ για κάθε 2 μετοχές) £		£16.00	£36.00	£396.00	£1,996.00
Συνολική αντιπαροχή	£16.25	£78.45	£156.20	£1,555.70	£7,775.70
Συνολική αντιπαροχή (ανά μετοχή)	£0.163	£0.157	£0.156	£0.156	£0.156
Όφελος ανά μετοχή για τους κατόχους της ESI					
Σεντ	£0.035	£0.029	£0.029	£0.028	£0.028
%	27.45%	23.06%	22.51%	22.02%	21.97%

Με βάση τους πιο πάνω υπολογισμούς, η αξία των μετοχών που θα λαμβάνεται για κάθε μετοχή που κατέχουν οι μέτοχοι της ESI κυμαίνεται μεταξύ £0.156 και £0.163, αναλόγως του αριθμού μετοχών που κατέχονται. Το συνολικό όφελος για τους μετόχους της ESI κυμαίνεται μεταξύ 2.8 και 3.5 σεντ ανά μετοχή, ή 22% και 27.5% περίπου.

Σημειώνουμε ότι κατά την ημερομηνία της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (17/04/2003) και με βάση τις τιμές κλεισίματος (μέσος όρος 15 ημερών) πριν την εν λόγω ανακοίνωση η συνολική αξία της αντιπαροχής ανερχόταν στα £0.163 για κάθε μετοχή της ESI. Το συνολικό όφελος προς τους μετόχους της ESI ανερχόταν σε 3.5 σεντ ανά μετοχή, ή 25.74%, ανεξαρτήτως αριθμού μετοχών που κατέχονταν .

Αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης για μετόχους της ESC:

Βάση τους όρους της Δημόσιας Πρότασης για κάθε 2 Κεφαλαιουχικές Μετοχές της Ήρα Διαχωριστικό προσφέρονται 3 υφιστάμενες Μετοχές της εταιρείας Δωδώνη συν 4 σεντ

μετρητά. Οι πρώτες 100 μετοχές κάθε αποδέκτη ανταλλάσσονται με 14.5 σεντ μετρητά για κάθε 2 Κεφαλαιουχικές μετοχές της Ήρα διαχωριστικό.

	Αριθμός μετοχών ESC				
	100	500	1,000	10,000	50,000
Μέση τρέχουσα Τιμή ESC	£0.046	£0.046	£0.046	£0.046	£0.046
Συνολική αξία μετοχών ESC	£4.55	£22.75	£45.50	£455	£2,275
Αντιπαροχή σε μετρητά για τις πρώτες 100 μετοχές (14.5 σεντ για κάθε 2 μετοχές ESC)	£7.25	£7.25	£7.25	£7.25	£7.25
Αντιπαροχή (για τις υπόλοιπες μετοχές πέραν των 100) σε μετοχές Δωδώνη					
<i>αριθμός μετοχών Δωδώνη (3 μετοχές DOD για κάθε 2μετοχές ESC)</i>		600	1,350	14,850	74,850
<i>αξία μετοχών Δωδώνης βάση τρέχουσες τιμές 12-30/5/2003 @£0.033</i>		£19.80	£44.55	£490.05	£2,470.05
Αντιπαροχή (για τις υπόλοιπες μετοχές πέραν των 100) σε μετρητά (4 σεντ για κάθε 2 μετοχές) £		£8.00	£18.00	£198.00	£998.00
Συνολική αντιπαροχή	£7.25	£35.05	£69.80	£695.30	£3,475.30
Συνολική αντιπαροχή (ανά μετοχή)	£0.073	£0.070	£0.070	£0.070	£0.070
Όφελος ανά μετοχή για τους κατόχους της ESC					
Σεντ	£0.027	£0.025	£0.024	£0.024	£0.024
%	59.34%	54.07%	53.41%	52.81%	52.76%

Με βάση τους πιο πάνω υπολογισμούς, η αξία των μετοχών που θα λαμβάνεται για κάθε μετοχή που κατέχουν οι μέτοχοι της ESC κυμαίνεται μεταξύ £0.024 και £0.027, αναλόγως του αριθμού μετοχών που κατέχονται. Το συνολικό όφελος για τους μετόχους της ESC κυμαίνεται μεταξύ 2.4 και 2.7 σεντ ανά μετοχή, ή 53% και 59% περίπου.

Σημειώνουμε ότι κατά την ημερομηνία της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (17/04/2003) και με βάση τις τιμές κλεισίματος (μέσος όρος 15 ημερών) πριν την εν λόγω ανακοίνωση Η συνολική αξία της αντιπαροχής ανερχόταν στα £0.0725 για κάθε μετοχή της ESC. Το συνολικό όφελος προς τους μετόχους της ESC ανερχόταν σε 2.7 σεντ ανά μετοχή, ή 37.5%, ανεξαρτήτως αριθμού μετοχών που κατέχονταν .

Μετά την ανακοίνωση πρόθεσης για εξαγορά (στις 17/04/2003), η τιμή της ESC παρουσίασε πτώση της τάξης του 36.8%, ενώ η τιμή της DOD πτώση της τάξης του 5.7%, πράγμα που εισηγείται ότι μέρος των μετόχων της ESC, αντέδρασαν αρνητικά στην ανακοίνωση, χωρίς αυτό βέβαια να είναι απόλυτο. Η τιμή της ESC δύναται να έχει επηρεαστεί αρνητικά και από την γενική αβεβαιότητα που επικρατούσε στην Κυπριακή Χρηματιστηριακή Αγορά. Για τον λόγο ότι η πτώση στην τιμή της ESC από την ημερομηνία ανακοίνωσης της πρόθεσης για εξαγορά είναι μεγαλύτερη της πτώσης της τιμής της DOD , το προσφερόμενο όφελος έχει μεγαλώσει σημαντικά.

5.0 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΕΣ ΑΞΙΕΣ ΤΩΝ ΔΥΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Εσωτερική Αξία μετοχής της ESI :

Κατά την 30^η Μαΐου 2003, η εσωτερική αξία της ESI σύμφωνα με ανακοίνωση της εταιρείας ανερχόταν στα £0.207.

Με βάση την μέση εσωτερική αξία για την περίοδο των 15 ημερών που προηγήθηκαν της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (26/3/2003-16/4/2003), η αξία της μετοχής της ESI, ανερχόταν στα ίδια επίπεδα των £0.207.

Εσωτερική Αξία μετοχής της ESC:

Κατά την 30^η Μαΐου 2003, η εσωτερική αξία της ESC σύμφωνα με στοιχεία που έχουν δημοσιευθεί ανερχόταν στα £0.0668.

Με βάση την μέση εσωτερική αξία για την περίοδο των 15 ημερών που προηγήθηκαν της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (26/3/2003-16/4/2003), η αξία της μετοχής της ESC, ανερχόταν στα £0.0755, σύμφωνα με στοιχεία που έχουν περιληφθεί στο Έγγραφο της Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 27/5/03.

Εσωτερική Αξία μετοχής της DOD :

Κατά την 30^η Μαΐου 2003, η εσωτερική αξία της DOD σύμφωνα με στοιχεία που έχουν δημοσιευθεί ανερχόταν στα £0.0453.

Με βάση την μέση εσωτερική αξία για την περίοδο των 15 ημερών που προηγήθηκαν της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (26/3/2003-16/4/2003), η αξία της μετοχής της DOD, ανερχόταν στα £0.046, σύμφωνα με στοιχεία που έχουν περιληφθεί στο Έγγραφο της Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 27/5/03.

Τόσο η ανάλυση του ενεργητικού όσο και οι δέκα μεγαλύτερες επενδύσεις των δύο εταιρειών κατά την 30^η Μαΐου 2003, όπως μας έχουν κοινοποιηθεί, επισυνάπτονται στο Παράρτημα Α της παρούσας έκθεσης.

Ανάλυση Δεδομένων

Σύμφωνα με την Εσωτερική Αξία της μετοχής των δύο εταιρειών στις 30/05/2003, όπως αυτή έχει δημοσιευθεί ή κοινοποιηθεί σε μας από τις δύο εταιρείες, (η δίκαιη και λογική αξία του καθαρού ενεργητικού των δύο εταιρειών δεν έχει ελεγχθεί ή αξιολογηθεί με οποιοδήποτε τρόπο από εμάς) και την αντιπαροχή που προσφέρεται για κάθε μετοχή της ESI και ESC, η Δημόσια Πρόταση παρουσιάζει τις εξής παραμέτρους:

	Αριθμός μετοχών ESI				
	100	500	1,000	10,000	50,000
Καθαρή Εσωτερική Αξία (30/05/2003) ανά μετοχή ESI	£0.207	£0.207	£0.207	£0.207	£0.207
Αντιπαροχή σε μετρητά για τις πρώτες 100 μετοχές (32.5 σεντ για κάθε 2 μετοχές)	£16.25	£16.25	£16.25	£16.25	£16.25
Αντιπαροχή (για τις υπόλοιπες μετοχές πέραν των 100) σε μετοχές Δωδώνη					
<i>αριθμός μετοχών Δωδώνη (7 DOD για κάθε 2 ESI)</i>		1,400	3,150	34,650	174,650
<i>αξία μετοχών Δωδώνης KEA @0.0453</i>		£63.42	£142.70	£1,569.65	£7,911.65
Αντιπαροχή (για τις υπόλοιπες μετοχές πέραν των 100) σε μετρητά (8 σεντ για κάθε 2 μετοχές)		£16.00	£36.00	£396.00	£1,996.00
Συνολική αντιπαροχή	£16.25	£95.67	£194.95	£1,981.90	£9,923.90
Συνολική αντιπαροχή (ανά μετοχή)	£0.163	£0.191	£0.195	£0.198	£0.198
Όφελος ανά μετοχή για τους κατόχους της ESI					
Σεντ	-£0.044	-£0.015	-£0.012	-£0.009	-£0.008
%	-21.38%	-7.43%	-5.69%	-4.12%	-3.98%

Με βάση τους πιο πάνω υπολογισμούς, η συνολική αντιπαροχή που θα λαμβάνεται για κάθε μετοχή που κατέχουν οι μέτοχοι της ESI κυμαίνεται μεταξύ τις £0.163 και £0.198, αναλόγως του αριθμού των μετοχών που κατέχονται. Αυτό συγκρίνεται αρνητικά με την εσωτερική αξία μετοχών ESI που ανερχόταν στα £0.2067 κατά την 30/05/2003. Η συνολική ζημιά για τους μετόχους της ESI κυμαίνεται μεταξύ 0.82 και 4.42 σεντ ανά μετοχή, ή -4% και -21.4% περίπου, αναλόγως του αριθμού των μετοχών που ανταλλάσσονται.

Πρέπει να σημειωθεί ότι με βάση την μέση εσωτερική αξία για την περίοδο των 15 ημερών που προηγήθηκαν της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (26/3/2003-16/4/2003), η συνολική ζημιά προς τους μετόχους της ESI κυμαινόταν σε χαμηλότερα επίπεδα μεταξύ 0.57 σεντ και 4.42 σεντ ανά μετοχή, ή -2.8% και -21.4%. Η διαφορά οφείλεται στο γεγονός ότι μεταξύ των δύο χρονικών περιόδων η KEA της ESI μειώθηκε μόνο κατά 0.15%, αφού δεν επηρεάζεται σημαντικά από τις διακυμάνσεις στο ΧΑΚ λόγω των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών που διέπουν τις Εισοδηματικές μετοχές (βλέπε παρ. 6), σε σχέση με 1.52% πτώση στην KEA της DOD.

	Αριθμός μετοχών ESC				
	100	500	1,000	10,000	50,000
Καθαρή Εσωτερική Αξία (30/05/2003) ανά μετοχή ESC	£0.067	£0.067	£0.067	£0.067	£0.067
Αντιπαροχή σε μετρητά για τις πρώτες 100 μετοχές (14.5 σεντ για κάθε 2 μετοχές)	£7.25	£7.25	£7.25	£7.25	£7.25
Αντιπαροχή (για τις υπόλοιπες μετοχές πέραν των 100) σε μετοχές Δωδώνη					
<i>Αριθμός μετοχών Δωδώνη (3 DOD για κάθε 2 ESC)</i>		600	1,350	14,850	74,850
αξία μετοχών Δωδώνης KEA @0.0453		£27.18	£61.16	£672.71	£3,390.71
Αντιπαροχή (για τις υπόλοιπες μετοχές πέραν των 100) σε μετρητά (4 σεντ για κάθε 2 μετοχές) £		£8.00	£18.00	£198.00	£998.00
Συνολική αντιπαροχή	£7.25	£42.43	£86.41	£877.96	£4,395.96
Συνολική αντιπαροχή (ανά μετοχή)	£0.073	£0.085	£0.086	£0.088	£0.088
		-17.05%	-19.18%	-21.10%	-21.27%
Όφελος ανά μετοχή για τους κατόχους της ESC					
Σεντ	£0.006	£0.018	£0.020	£0.021	£0.021
%	8.53%	27.04%	29.35%	31.43%	31.62%

Με βάση τους πιο πάνω υπολογισμούς, η συνολική αντιπαροχή που θα λαμβάνεται για κάθε μετοχή που κατέχουν οι μέτοχοι της ESC κυμαίνεται μεταξύ τις £0.0725 και £0.088, αναλόγως του αριθμού των μετοχών που κατέχονται. Αυτό συγκρίνεται ευνοϊκά με την εσωτερική αξία μετοχών ESC που ανερχόταν στα £0.0668 κατά την 30/05/2003. Το συνολικό όφελος για τους μετόχους της ESC κυμαίνεται μεταξύ 0.57 και 2.11 σεντ ανά μετοχή, ή 8.53% και 31.62% περίπου, με το χαμηλότερο όφελος να απορρέει από την ανταλλαγή λιγότερου αριθμού μετοχών.

Πρέπει να σημειωθεί ότι με βάση την μέση εσωτερική αξία για την περίοδο των 15 ημερών που προηγήθηκαν της Ανακοίνωσης Πρόθεσης για τη Δημόσια Πρόταση (26/3/2003-16/4/2003), το συνολικό όφελος προς τους μετόχους της ESC κυμαινόταν μεταξύ 0.57 σεντ και 2.22 σεντ ανά μετοχή, ή 7.5% και 29%, σε χαμηλότερα δηλαδή επίπεδα από ότι τώρα, αφού μεταξύ των δύο χρονικών περιόδων η KEA της ESC είναι κατά 11.5% χαμηλότερη, σε σχέση με την KEA της DOD που είναι μόλις 1.5% χαμηλότερη.

6.0 ΧΑΡΑΚΤΗΡΗΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Θεωρούμαι ότι χρίζει ιδιαίτερης αναφοράς το γεγονός ότι οι δύο τάξεις των μετοχών της Σκοπευόμενης εταιρείας έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά και δικαιώματα τόσο μεταξύ τους όσο και η κάθε μία σε σχέση με τις προσφερόμενες μετοχές της Δωδώνης. Αυτό σημαίνει ότι τόσο οι προοπτικές τους όσο και ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος θα διαφέρουν σημαντικά παρ' όλο που σε γενικές γραμμές θα εξακολουθούν να βασίζονται στην μελλοντική πορεία του δείκτη του ΧΑΚ. Βάση αυτού θεωρούμαι χρήσιμο να παραθέσουμε το πιο κάτω παράδειγμα που υποδεικνύει επιγραμματικά τις πιθανές αποδόσεις και προοπτικές των μετοχών της ESI και ESC (βλέπε Α πιο κάτω) σε συνάρτηση με την πιθανή απόδοση που θα είχαν εάν αποδέχονταν την πρόταση (βλέπε Β πιο κάτω).

Α) Χαρακτηριστικά μετοχών ESI και ESC

Ως γνωστό, οι Κεφαλαιουχικές Μετοχές καρπούνται όλα τα κέρδη από πωλήσεις μετοχών καθώς και όλες τις κεφαλαιουχικές ανατιμήσεις. Οι Εισοδηματικές Μετοχές καρπούνται όλα τα εισοδήματα που προέρχονται από μερίσματα και τόκους. Έχουμε υπολογίσει τις προοπτικές της κάθε τάξης μετοχών με βάση δύο διαφορετικές υποθέσεις οι οποίες για απλούστευση θεωρούν ότι όλα τα εισοδήματα που προέρχονται από μερίσματα ή τόκους θα καλύπτουν όλα τα έξοδα διοίκησης της εταιρείας.

1. Αύξηση των Επενδύσεων κατά 30%
2. Μείωση των επενδύσεων κατά 30%

Παράδειγμα Α: Πιθανές αποδόσεις μετοχών Ήρας Διαχωριστικού

	Τρέχουσα αξία		30% Αύξηση		30% Μείωση	
	Ανά μετοχή	Σύνολο	Ανά μετοχή	Σύνολο	Ανά μετοχή	Σύνολο
ΚΕΑ εταιρείας	Δ/Υ	£4,923,000	Δ/Υ	£6,399,900	Δ/Υ	£3,446,100
ΚΕΑ της ESI	£0.2067	£3,720,600	£0.2067	£3,720,600	£0.19145	£3,446,100
ΚΕΑ της ESC (υπόλοιπο)	£0.0668	£1,202,400	£0.14885	£2,679,300	£0	£0

Για πιο λεπτομερή ανάλυση των πιο πάνω παρακαλούμαι όπως αναφερθείτε στο κεφάλαιο Α.5 σελ 25 του εγγράφου της Δημόσιας Πρότασης προς τους Μετόχους της Ήρα Διαχωριστικό. Σε γενικές γραμμές αναμένεται ότι σε περίπτωση αύξησης της ΚΕΑ της Ήρα Διαχωριστικό η αξία των Κεφαλαιουχικών Μετοχών αναμένεται να σημειώσει σημαντική αύξηση ενώ σε περίπτωση μείωσης της ΚΕΑ της Ήρα Διαχωριστικό η αξία των Κεφαλαιουχικών μετοχών αναμένεται να μειωθεί σημαντικά. Ο ρυθμός αύξησης ή μείωσης της αξίας των Κεφαλαιουχικών Μετοχών αναμένεται να είναι σημαντικά μεγαλύτερος της αντίστοιχης αύξησης της ΚΕΑ της Εταιρείας. Στο πιο πάνω παράδειγμα διαφαίνεται με 30% αύξηση στην αξία της ΚΕΑ της εταιρείας η αξία των Κεφαλαιουχικών Μετοχών αυξάνεται κατά 122.8% ενώ σε περίπτωση που η ΚΕΑ της εταιρείας μειωθεί κατά -30% η αξία των Κεφαλαιουχικών Μετοχών θα μειωθεί κατά -100%. Το ίδιο φυσικά δεν ισχύει και για τους μετόχους των Εισοδηματικών μετοχών των οποίων η αξία δεν αναμένεται να παρουσιάσει παρόμοιες μεταβολές αυτού του μεγέθους.

Β) Χαρακτηριστικά μετοχών ESI και ESC μετά την αποδοχή της Δημόσιας Πρότασης

Στο πιο κάτω παράδειγμα παραθέτουμε τους υπολογισμούς της αναμενόμενης απόδοσης που θα είχαν οι μέτοχοι της ESI και της ESC με την υπόθεση ότι θα αποδέχονταν την προσφορά της Elma. Έχουμε υπολογίσει τις αναμενόμενες αποδόσεις και πάλι με βάση δύο διαφορετικές υποθέσεις όσον αφορά την απόδοση και την ΚΕΑ της Δωδώνης (οι μετοχές της οποίας προσφέρονται σαν μέρος της αντιπαροχής).

1. Αύξηση των Επενδύσεων κατά 30%
2. Μείωση των επενδύσεων κατά 30%

Το πιο κάτω παράδειγμα είναι από φύσεως του απλουστευμένο αφού υπονοεί ότι οι αποδόσεις της Δωδώνης και της Ήρας Διαχωριστικού θα είναι οι ίδιες. Αυτό σίγουρα δεν μπορεί να θεωρηθεί σαν δεδομένο απλά το χρησιμοποιούμε για απλούστευση του παραδείγματος.

Απόδοση Ήρα Διαχωριστικό (βλέπε παράδειγμα Α πιο πάνω)

	Τρέχουσα Αξία	30% Αύξηση (Βλέπε Παράδειγμα Α Πιο πάνω)	% Κέρδος	30% Μείωση (Βλέπε Παράδειγμα Α Πιο πάνω)	% Ζημιά
ΚΕΑ της ESI	£0.207	£0.207	0.00%	£0.191	-7.38%
ΚΕΑ της ESC	£0.067	£0.149	122.83%	£0	-100.00%

Απόδοση με βάση αποδοχή της Πρότασης

ESI

Μετοχές DOD*	£0.159	£0.206	30.00%	£0.111	-30.00%
Μετρητά **	£0.040	£0.040	0.00%	£0.040	0.00%
	0.199	£0.246	23.96%	£0.151	-23.96%

ESC

Μετοχές DOD***	£0.068	£0.088	30.00%	£0.048	-30.00%
Μετρητά ****	£0.020	£0.020	0.00%	£0.020	0.00%
	£0.088	£0.108	23.18%	£0.068	-23.18%

* Υπολογίζεται ως 3.5 μετοχές της DOD για κάθε 1 μετοχή της ESI επί την εσωτερική αξία της DOD που είναι £0.0453

** Για κάθε 2 μετοχές της ESI προσφέρονται 8 σέντ μετρητά. Για απλούστευση του παραδείγματος θεωρούμε ότι η απόδοση των μετρητών θα είναι 0%

*** Υπολογίζεται ως 1,5 μετοχές της DOD για κάθε 1 μετοχή της ESC επί την εσωτερική αξία της DOD που είναι £0.0453

**** Για κάθε 2 μετοχές της ESC προσφέρονται 4 σέντ μετρητά. Για απλούστευση του παραδείγματος θεωρούμε ότι η απόδοση των μετρητών θα είναι 0%

Σε περίπτωση αποδοχής της Πρότασης και επειδή οι μέτοχοι της Ήρας Διαχωριστικό ανταλλάζουν το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους με μετοχές της Δωδώνης οι οποίες και έχουν διαφορετικούς όρους και χαρακτηριστικά, οι αναμενόμενες αποδόσεις θα είναι σημαντικά διαφορετικές σε σχέση με την απόδοση που θα είχαν εάν δεν αποδέχονταν την προσφορά. Χαρακτηριστικά, οι κάτοχοι Κεφαλαιουχικών Μετοχών θα αναμένουν χαμηλότερες αποδόσεις σε περίπτωση ανόδου της ΚΕΑ της Δωδώνης από αυτές που θα απολάμβαναν εάν παρέμεναν μέτοχοι στην Ήρα Διαχωριστικό. Παράλληλα όμως θα επωφεληθούν και από χαμηλότερες ζημιές σε περίπτωση μείωσης της ΚΕΑ της Δωδώνης από αυτές που θα απολάμβαναν εάν παρέμεναν μέτοχοι στην Ήρα Διαχωριστικό. Το αντίθετο αναμένεται να συμβεί με τους κατόχους Εισοδηματικών μετοχών οι οποίοι και θα επωφεληθούν με πιο ψηλά κέρδη σε περίπτωση ανόδου και πιο μεγάλες ζημιές σε περίπτωση πτώσης της ΚΕΑ της Δωδώνης από αυτές που θα είχαν εάν παρέμεναν μέτοχοι στην Ήρα Διαχωριστικό.

Τα πιο πάνω παρουσιάζονται για ενημερωτικούς σκοπούς και δεν αποτελούν βάση για την αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης από εμάς αφού δεν είναι δυνατό να γνωρίζουμε τις μελλοντικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων των επενδυτικών εταιρειών ούτως ώστε να μπορούμε να καθορίσουμε και τις πλέον συμφέρουσες μελλοντικές αποδόσεις. Θεωρούμαι όμως πρόπων να παρουσιάσουμε τα πιο πάνω αφού πιστεύουμε ότι αποτελούν σημαντικά κριτήρια για την απόφαση των μετόχων ως προς την αποδοχή ή μη της πρότασης, αναλόγως με το προφίλ κινδύνου του κάθε μετόχου.

7.0 ΠΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Διατηρούμε μια επιφύλαξη όσο αφορά την έλλειψη ρευστότητας στο ΧΑΚ και την έλλειψη εμπορευσιμότητας και στις δύο μετοχές. Το γεγονός αυτό μπορεί να οδηγήσει τις τρέχουσες τιμές των μετοχών των δύο εταιρειών σε έντονες διακυμάνσεις αν για κάποιο λόγο παρουσιαστεί είτε μεγάλη ζήτηση, είτε μεγάλη προσφορά μετοχών.

Γ) Σύγκριση ρευστότητας μετοχών DOD, ESI και ESC

	Όγκος Συναλλαγών		Εμπορευσιμότητα*
	1-χρόνο	6-μήνες	
ESC	£153,908	£14,154	7.72%
ESI	£707,298	£172,114	27.01%
DOD	£3,688,133	£273,793	38.39%

* Ισούται με τον λόγο του αριθμού των μετοχών που διαπραγματεύτηκαν κατά τους τελευταίους δώδεκα μήνες δια του ολικού εκδομένου κεφαλαίου

Η έλλειψη ρευστότητας στο ΧΑΚ έχει ως συνέπεια την πτώση στους όγκους συναλλαγών και κατ' επέκταση στην μείωση της εμπορευσιμότητας των μετοχών. Παρατηρώντας τις συναλλαγές του τελευταίου χρόνου, σημειώνουμε ότι οι τίτλοι της Δωδώνης παρουσιάζονται σημαντικά πιο εμπορεύσιμοι σε σχέση με τους τίτλους της ΗΡΑ Διαχωριστικού Κεφαλαίου, προσφέροντας ίσως ένα επιπλέον πλεονέκτημα υπέρ της αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης. Παραμένουμε όμως επιφυλακτικοί όσον αφορά την μελλοντική εμπορευσιμότητα των εν λόγω εταιρειών.

8.0 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΚΘΕΣΗΣ

Θεωρούμαι ότι, λόγω του ότι και οι δύο εταιρείες είναι εισηγμένες στο ΧΑΚ, οι τρέχουσες τιμές των δύο εταιρειών παρέχουν μια λογική βάση αξιολόγησης της Δημόσιας Πρότασης. Με βάση τις τρέχουσες αξίες των μετοχών των δύο εταιρειών, η Δημόσια Πρόταση προς τους μετόχους των Εισοδηματικών και των Κεφαλαιουχικών μετοχών της Ήρα Διαχωριστικό φαίνεται να είναι συμφέρουσα. Λόγω όμως της παρατηρούμενης έλλειψης ρευστότητας στο ΧΑΚ και της παρατηρούμενης μείωσης της εμπορευσιμότητας των μετοχών υπάρχει ο κίνδυνος οι τιμές να μην αντικατοπτρίζουν την δίκαιη αξία των μετοχών.

Δεδομένου επίσης του γεγονότος ότι τόσο η Elma Holdings όσο και η Ήρα Διαχωριστικό είναι επενδυτικοί οργανισμοί, εισηγμένοι στο ΧΑΚ, και διέπονται από τους σχετικούς κανονισμούς θεωρούμαι την αξιολόγηση της πρότασης με βάση την Εσωτερική Αξία των μετοχών των δύο εταιρειών ως επίσης λογική. Με βάση τις Εσωτερικές Αξίες των μετοχών των δύο εταιρειών, η Δημόσια Πρόταση προς τους μετόχους των Κεφαλαιουχικών μετοχών της Ήρα Διαχωριστικό φαίνεται να είναι συμφέρουσα ενώ προς τους μετόχους των Εισοδηματικών μετοχών της Ήρα Διαχωριστικό φαίνεται να μην είναι συμφέρουσα.

Τα συμπεράσματα και οι υπολογισμοί μας που αναφέρονται πιο πάνω, όσο αφορά εσωτερικές αξίες, στηρίζονται στην υπόθεση ότι η Εσωτερική Αξία της μετοχής των δύο εταιρειών στις 30/05/2003, όπως αυτή έχει δημοσιευθεί ή κοινοποιηθεί σε μας από τις δύο εταιρείες, παρουσιάζεται στην δίκαιη και λογική αξία τους. Η δίκαιη και λογική αξία του καθαρού ενεργητικού των δύο εταιρειών δεν έχει ελεγχθεί ή αξιολογηθεί με οποιοδήποτε τρόπο από εμάς.

Θεωρούμαι ιδιαίτερα σημαντικό το γεγονός ότι η αποδοχή της πρότασης (που συμπεριλαμβάνει σαν μέρος της αντιπαροχής την ανταλλαγή μετοχών της Ήρας Διαχωριστικό με μετοχές της Δωδώνης) εξ' υπακούει και σημαντική αλλαγή στα χαρακτηριστικά και το προφίλ των εν λόγω επενδύσεων. Όπως έχουμε αναλύσει στο μέρος 6 της παρούσας έκθεσης, οι αναμενόμενες αποδόσεις και ο επενδυτικός κίνδυνος που θα έχουν οι μέτοχοι της Ήρας Διαχωριστικό θα είναι σημαντικά διαφορετικές εάν αποδέχονταν την πρόταση σε σχέση με το εάν δεν αποδέχονταν την προσφορά.

Τα πιο πάνω παρουσιάζονται για ενημερωτικούς σκοπούς και δεν αποτελούν βάση για την αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης από εμάς αφού δεν είναι δυνατό να γνωρίζουμε τις μελλοντικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων των επενδυτικών εταιρειών ούτως ώστε να μπορούμε να καθορίσουμε και τις πλέον συμφέρουσες μελλοντικές αποδόσεις. Θεωρούμαι όμως πρέπει να παρουσιάσουμε τα πιο πάνω αφού πιστεύουμε ότι αποτελούν σημαντικά κριτήρια για την απόφαση των μετόχων ως προς την αποδοχή ή μη της πρότασης.

Παράλληλα θετικό είναι το γεγονός ότι οι τίτλοι της Δωδώνης παρουσιάζονται σημαντικά πιο εμπορεύσιμοι σε σχέση με τους τίτλους της ΗΡΑ Διαχωριστικού Κεφαλαίου, προσφέροντας ίσως ένα πλεονέκτημα υπέρ της αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης. Παραμένουμε όμως επιφυλακτικοί όσον αφορά την μελλοντική εμπορευσιμότητα των εν λόγω εταιρειών.

Επίσης πρέπει να τονιστεί ότι δεν μπορεί να γίνει πρόβλεψη για οποιαδήποτε πιθανή διακύμανση που μπορεί να προκύψει στις τιμές των ESI, ESC και DOD λόγω της εν εξελίξει

Δημόσιας Πρότασης, ή και λόγω άλλων παραγόντων. Ένα τέτοιο ενδεχόμενο δυνατό να διαφοροποιούσε την πιο πάνω αξιολόγηση.

Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν έγινε οποιαδήποτε πρόβλεψη για τυχόν φορολογικές επιπτώσεις που πιθανόν να έχει η απόφαση αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης από τους μετόχους της Ηρα Διαχωριστικού Κεφαλαίου.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

Κατά την 30^η Μαΐου 2003, η ανάλυση του ενεργητικού των δύο εταιρειών είχε ως πιο κάτω

Ανάλυση Ενεργητικού κατά τις 30/05/2003	Επενδύσεις ΗΡΑ Διαχωριστικό		Επενδύσεις Δωδώνης	
	Τρέχουσα Αξία σε ΛΚ	% Ολικού Ενεργητικού	Τρέχουσα Αξία σε ΛΚ	% Ολικού Ενεργητικού
Επενδύσεις σε κινητές αξίες εισηγμένες στο ΧΑΚ	4,626,531	73.41%	7,613,160	67.26%
Επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση	2,735,756	43.41%	5,358,995	47.64%
Επενδύσεις που κατέχονται για εμπορία	1,890,775	30.00%	2,254,166	19.62%
Επενδύσεις σε κινητές αξίες σε εγκεκριμένα χρηματιστήρια του κόσμου	438,046	6.95%	749,090	6.66%
Επενδύσεις σε κυβερνητικά χρεόγραφα	0	0%	0	0%
Επενδύσεις σε μη εισηγμένες κινητές αξίες	760,903	12.07%	1,548,672	13.77%
Επενδύσεις νεοκτιδόμενες	949	0.02%	470,251	4.18%
Επενδύσεις σε άλλες	759,953	12.06%	1,078,421	9.59%
Μετρητά και μετατρέψιμα σε μετρητά	408,534	6.48%	1,242,516	11.05%
Άλλα στοιχεία ενεργητικού	68,028	1.08%	96,393	0.86%
Ολικό	6,302,041	100.00%	11,249,831	100.00%

Κατά την 30^η Μαΐου 2003, η δέκα μεγαλύτερες επενδύσεις των δύο εταιρειών είχαν ως πιο κάτω

Επενδύσεις ΗΡΑ Διαχωριστικό				Επενδύσεις Δωδώνης			
Εκδότης	Κατηγορία Τίτλου	Τρέχουσα Αξία σε ΛΚ	% Ολικού Ενεργητικού	Εκδότης	Κατηγορία Τίτλου	Τρέχουσα Αξία σε ΛΚ	% Ολικού Ενεργητικού
Τράπεζα Κύπρου	Μετοχές	738,017	11.71%	Τράπεζα Κύπρου	Μετοχές	1,763,048	15.67%
Aristo Developers	Μετοχές	667,690	10.59%	Aristo Developers	Μετοχές	1,193,935	10.61%
Λαϊκή Τράπεζα Κύπρου	Μετοχές	607,130	9.63%	Λαϊκή Τράπεζα Κύπρου	Μετοχές	1,118,036	9.94%
A.Panayides Contracting	Μετοχές	526,500	8.35%	Ελληνική Τράπεζα	Μετοχές	849,400	7.55%
Χρηματοδοτική Ετ.Τοξότης	Δάνειο	506,667	8.04%	Χρηματοδοτική Ετ.Τοξότης	Δάνειο	506,667	4.50%
Ελληνική Τράπεζα	Μετοχές	319,300	5.07%	White Knight Holdings	Μετοχές	469,987	4.18%
Δωδώνη Ετ. Επενδύσεων Χαρτοφ.	Μετοχές	287,548	4.56%	Τράπεζα Κύπρου- Ελλάδα	Μετοχές	401,318	3.57%
Constantinou Bros Hotels	Μετοχές	261,300	4.15%	CLR Financial Services	Μετοχές	318,750	2.83%
Louis Tourist Agency	Δάνειο	225,000	3.57%	Louis Tourist Agency	Δάνειο	300,000	2.67%
Sharelink Finanacial Services	Μετοχές	156,979	2.49%	Constantinou Bros Hotels	Μετοχές	239,592	2.13%
		4,296,131	68.17%			7,160,733	63.65%