



Grant Thornton

An instinct for growth™

Γνωμοδότηση κατ' άρθρο 4.1.3.13.3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών επί της σχέσης ανταλλαγής μετοχών στα πλαίσια της συγχώνευσης δια απορρόφησης της Ελληνική Τεχνοδομική Άνεμος ΑΕ Παραγωγής Ηλεκτρικής Ενέργειας από την Ελλάκτωρ ΑΕ

12 Μαρτίου 2019



Περιεχόμενα

Εισαγωγή	2
Παρουσίαση Ομίλου Ελλάκτωρ	3
Πηγές πληροφόρησης	4
Σημαντικές παρατηρήσεις	5
Μεθοδολογία αποτίμησης	6
Συμπεράσματα	10

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της

ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΕ
Ερμού 25
145 64 Κηφισιά

12 Μαρτίου 2019

Αξιότιμοι Κύριοι,

1 Εισαγωγή

Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών με τις επωνυμίες Ελλάκτωρ ΑΕ («Ελλάκτωρ» ή ο «Εντολέας») και Ελληνική Τεχνοδομική Άνεμος ΑΕ Παραγωγής Ηλεκτρικής Ενέργειας («Ελ. Τεχ. Άνεμος») και από κοινού στο εξής οι «Συγχωνευόμενες Εταιρείες», κατά τις συνεδριάσεις τους, την 28 Δεκεμβρίου 2018, αποφάσισαν την έναρξη προπαρασκευαστικών ενεργειών για τη συγχώνευση με απορρόφηση της εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αθηνών («Χ.Α.») εταιρείας Ελ. Τεχ. Άνεμος από την εισηγμένη στο Χ.Α. εταιρεία Ελλάκτωρ, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 68 επ. του Κ.Ν. 2190/1920, καθώς και των άρθρων 1-5 του Ν.2166/1993.

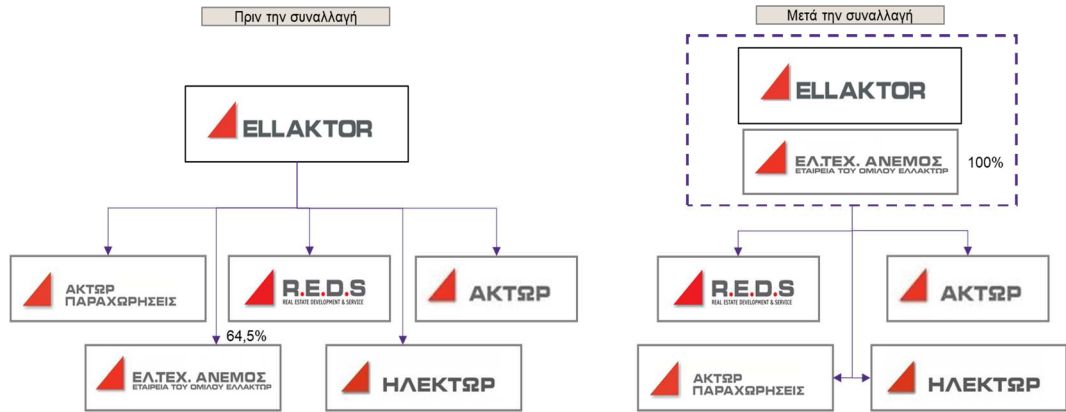
Στα πλαίσια αυτά, η διοίκηση του Εντολέα (η «Διοίκηση») ανέθεσε στην εταιρεία Grant Thornton («Σύμβουλος» ή ο «Εμπειρογνώμων») την προετοιμασία μελέτης γνωμοδότησης (η «Γνωμοδότηση») για το εύλογο, δίκαιο και λογικό (fairness opinion) της προτεινόμενης από τα Διοικητικά Συμβούλια των δύο εταιρειών σχέσης ανταλλαγής των μετοχών τους – κατ' άρθρο 4.1.3.13.3 του Κανονισμού Χ.Α.

Για την υλοποίηση της εργασίας μας προβήκαμε στη διενέργεια αποτίμησης των Συγχωνευόμενων Εταιρειών κάνοντας χρήση κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης με ημερομηνία αποτίμησης την 31 Δεκεμβρίου 2018, που είναι η ημερομηνία του ισολογισμού μετασχηματισμού της Ελ. Τεχ. Άνεμος.






2 Παρουσίαση Ομίλου Ελλάκτωρ

Η Ελλάκτωρ και οι θυγατρικές και οι συνδεδεμένες αυτής εταιρείες (ο "Όμιλος Ελλάκτωρ") δραστηριοποιούνται, κυρίως στους κλάδους των κατασκευών, της ανάπτυξης και διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, της ενέργειας και περιβάλλοντος και των παραχωρήσεων.

Στα οργανογράμματα που ακολουθούν παρουσιάζεται η δομή του Ομίλου Ελλάκτωρ πριν και μετά την συναλλαγή.



Οι συμμετοχές του Ομίλου Ελλάκτωρ μπορούν να κατηγοριοποιηθούν βάσει της δραστηριότητάς τους σε κλάδους, όπως αναλύονται ακολούθως:

-  Κλάδος Παραχωρήσεων – Άκτωρ Παραχωρήσεις
-  Κλάδος Εκμετάλλευσης Ακινήτων - REDS
-  Κλάδος Κατασκευής – Άκτωρ
-  Κλάδος Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας – Ελ. Τεχ. Άνεμος
-  Κλάδος Περιβάλλοντος – Ηλέκτωρ

Λοιπές δραστηριότητες (συμπεριλαμβανομένου του Κλάδου Ενέργειας - Elpedison)

3 Πηγές πληροφόρησης

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

- Επιχειρηματικά σχέδια ή / και μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές προβλέψεις των Συγχωνευόμενων Εταιρειών και των συμμετοχών τους, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τη Διοίκηση.
- Εκτιμήσεις αποτίμησης των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της Ελλάκτωρ και των συμμετοχών της, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τη Διοίκηση.
- Οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της 31 Δεκεμβρίου 2016 και 2017 των Συγχωνευόμενων Εταιρειών και των συμμετοχών τους.
- Οι δημοσιευμένες ενδιάμεσες συνοπτικές οικονομικές καταστάσεις της 30 Σεπτεμβρίου 2018 των εισηγμένων εταιρειών Ελλάκτωρ, Ελ. Τεχ. Άνεμος και REDS Ανάπτυξης Ακινήτων ΑΕ.
- Οι άτυπες (pro-forma) οικονομικές καταστάσεις της 30 Σεπτεμβρίου 2018 των συμμετοχών της Ελλάκτωρ, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τη Διοίκηση.
- Ο άτυπος (pro-forma) καθαρός δανεισμός της 31 Δεκεμβρίου 2018 της Ελλάκτωρ και των συμμετοχών της και της Ελ. Τεχ. Άνεμος, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τη Διοίκηση.
- Εταιρικές παρουσιάσεις των Συγχωνευόμενων Εταιρειών και των συμμετοχών τους, οι οποίες είναι διαθέσιμες στις ιστοσελίδες τους, καθώς και λοιπά πληροφοριακά στοιχεία αναφορικά με τη λειτουργία των εταιρειών του Ομίλου Ελλάκτωρ.
- Γενικά μακροοικονομικά μεγέθη από ιστοσελίδες και βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιρειών.
- Aswath Damodaran, Stern School of Business / New York University (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)
- Διεθνείς Βάσεις Δεδομένων.

Η αποτίμηση των Συγχωνευόμενων Εταιρειών και ο προσδιορισμός της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών τους, βασίσθηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε στοιχεία και πληροφορίες που προέκυψαν από συζητήσεις και γραπτές επικοινωνίες με στελέχη της Διοίκησης, η οποία και μας διαβεβαίωσε ότι οι πληροφορίες και τα στοιχεία αυτά είναι ακριβή και πλήρη.

4 Σημαντικές παρατηρήσεις

Για τα αποτελέσματα της εργασίας μας επιστούμε την προσοχή σας στις παρακάτω γενικές σημαντικές παρατηρήσεις:

- Όλα τα έγγραφα, τα ιστορικά στοιχεία και οι πληροφορίες σχετικά με τις Συγχωνευόμενες Εταιρείες καθώς και των συμμετοχών αυτών μας χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση, όπως επίσης και οι εκτιμήσεις σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών τους. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η παρούσα εργασία δεν αποτελεί έλεγχο, ούτε επισκόπηση σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου ή τα Διεθνή Πρότυπα Επισκόπησης επί οικονομικών καταστάσεων.
- Επιπρόσθετα, η Grant Thornton δε φέρει καμία ευθύνη ή υποχρέωση σε περίπτωση που προβλέψεις, γεγονότα ή στοιχεία που παρέχονται αποδειχθούν ανακριβή, ή αναληθή, ή παραπλανητικά, ή αναιρεθούν. Δεν φέρει καμία ευθύνη ή υποχρέωση ιδιαίτερα σε περίπτωση που αποδειχτεί ότι η Διοίκηση έχει αποκρύψει σημαντικά γεγονότα ή άλλα στοιχεία.
- Το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης βασίστηκε στα πλέον πρόσφατα και επίκαιρα στοιχεία. Ο καθορισμός της αξίας των Συγχωνευόμενων Εταιρειών βασίστηκε στην αντικειμενική αλλά και την ποιοτική αξιολόγηση των παρασχεθέντων μεγεθών, τα οποία αξιολογήθηκαν με βάση την εμπειρία και τη γνώση μας.
- Η έκφραση γνώμης αναφορικά με τη σχέση ανταλλαγής των μετοχών των Συγχωνευόμενων Εταιρειών, βασίστηκε σε ελεγμένες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, οικονομικές καταστάσεις βασισμένες στις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις και πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση, τις οποίες θεωρήσαμε ως ακριβείς και πλήρεις, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο.
- Η έκφραση γνώμης βασίζεται στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την ημερομηνία της παρούσας Γνωμοδότησης, στις τρέχουσες συνθήκες της Ελληνικής οικονομίας αλλά και σε μακροοικονομικά στοιχεία. Δεν έχουμε οποιαδήποτε υποχρέωση αναθεώρησης της γνώμης μας σε περίπτωση αλλαγής των συνθηκών σε μεταγενέστερο στάδιο, εκτός αν μας ζητηθεί γραπτώς να το κάνουμε από τη Διοίκηση.
- Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών που αποτύπωσε η Διοίκηση, ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον λόγω αλλαγών των οικονομικών, επιχειρηματικών και άλλων συνθηκών της αγοράς εν γένει, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της αποτίμησής μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

5 Μεθοδολογία αποτίμησης

Για τον προσδιορισμό της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών τους, διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας των Συγχωνευόμενων Εταιρειών. Οι αποτιμήσεις πραγματοποιήθηκαν σύμφωνα με διεθνώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης. Στη συνέχεια, αξιολογήθηκε η καταλληλότητα της κάθε μεθόδου. Κατά τη γνώμη μας, τόσο οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, κρίνονται ενδεδειγμένες και κατάλληλες.

Στη συγκεκριμένη εργασία αποτίμησης των Συγχωνευόμενων Εταιρειών και των συμμετοχών τους εφαρμόστηκαν ειδικότερα οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

- Προεξόφλησης Ελευθέρων Ταμειακών Ροών (DFCF - Προσέγγιση Εισοδήματος - Income Approach)
- Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (ΑΚΘ - Προσέγγιση Κόστους - Cost Approach)
- Χρηματιστηριακής Αξίας ή Κεφαλαιοποίησης (Προσέγγιση Αγοράς - Market Approach)
- Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών (Προσέγγιση Αγοράς - Market Approach)
- Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model - DDM, Προσέγγιση Εισοδήματος - Income Approach)

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

(α) τη μέθοδο της ΑΚΘ και τη μέθοδο της Χρηματιστηριακής Αξίας ή Κεφαλαιοποίησης, ως τις πλέον κατάλληλες μεθόδους, μεταξύ των συχνότερα χρησιμοποιούμενων μεθόδων για την περίπτωση της αποτίμησης της Ελλάκτωρ. Στα πλαίσια αποτίμησης με την μέθοδο της ΑΚΘ, διενεργήσαμε αποτιμήσεις των συμμετοχών της εταιρείας, οι οποίες διενεργήθηκαν βάσει διεθνώς αποδεκτών μεθόδων αποτίμησης, όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.

(β) τη μέθοδο DFCF και τη μέθοδο της Χρηματιστηριακής Αξίας ή Κεφαλαιοποίησης ως τις πλέον κατάλληλες μεθόδους, μεταξύ των συχνότερα χρησιμοποιούμενων μεθόδων, για την περίπτωση της αποτίμησης της Ελ. Τεχ. Άνεμος.

Πίνακας 1

Κλάδος	ΑΚΘ	Χρημ/κή αξία	Πολλ/σια δεικτών	DFCF	DDM
Κατασκευής			✓		✓
Παραχωρήσεων	✓				
ΑΤΤΙΚΗ ΟΔΟΣ ΑΕ					✓
ΜΟΡΕΑΣ ΑΕ					✓
ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΟΔΡΟΜΟΣ ΑΙΓΑΙΟΥ ΑΕ					✓
Γ.Ε.Φ.Υ.Ρ.Α. Α.Ε					✓
ΟΛΥΜΠΙΑ ΟΔΟΣ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΟΔΡΟΜΟΣ ΑΕ					✓
Λοιπές εταιρείες ΑΚΘ	✓				
Λοιπές εταιρείες					✓
Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας		✓		✓	
Εκμετάλλευσης Ακίνητων		✓			
REDS	✓	✓			
Γιαλού Εμπορική και Τουριστική ΑΕ			✓	✓	
Λοιπές συμμετοχές Ελλάκτωρ	✓				
Περιβάλλοντος			✓	✓	
Ηλέκτωρ			✓	✓	
Λοιπές εταιρείες					✓
Ενέργειας	✓				
Elpedison			✓	✓	
Λοιπές δραστηριότητες	✓				

A) Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)

Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows –DFCF) αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εταιρειών παγκοσμίως. Το μοντέλο εξετάζει την επιχείρηση «δυναμικά» και όχι «στατικά», αναλύοντας την απόδοση της κατά τη διάρκεια των χρόνων και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί «ταμειακά πλεονάσματα».

Η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτελείται από: (α) την παρούσα αξία που αντιστοιχεί σε μία χρονική περίοδο για την οποία είναι δυνατόν να σχηματιστούν προβλέψεις, και η οποία προσδιορίζεται από τον χρόνο που χρειάζεται για να επιτευχθεί το επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας και (β) την αξία της εταιρείας στο διηνεκές. Έτσι, αν θέλουμε να λάβουμε υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος, η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών θεωρείται η πιο κατάλληλη για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας.

Το μοντέλο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών εκτιμά τα Ίδια Κεφάλαια μιας εταιρείας ως την αξία της εκμετάλλευσης της εταιρείας μείον την αξία του χρέους και διαφόρων άλλων απαιτήσεων που υπερβαίνουν το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων. Σημειώνεται ότι η αξία της επιχείρησης σήμερα εξομοιώνει πάντοτε τη μελλοντική προεξοφλητική ταμειακή ροή, με κόστος ευκαιρίας το κόστος κεφαλαίου. Οι αξίες των δραστηριοτήτων και των δανείων είναι ίσες με τις αναμενόμενες μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, προεξοφλημένες με συντελεστές που αντανακλούν την επικινδυνότητα αυτών των ταμειακών ροών.

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών απαιτεί αρχικά τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών για μια περίοδο τουλάχιστον 3 ετών.

Εν συνεχεία, οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και υπολογίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία τους (Net Present Value), καθώς και η Διηνεκής Αξία της εταιρείας (Terminal Value), η οποία ισούται με την Παρούσα Αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο, λαμβάνοντας υπόψη και τον Συντελεστή Ανάπτυξης της εταιρείας στο διηνεκές (Growth in perpetuity).

Οι τύποι που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή της μεθόδου είναι οι ακόλουθοι:

- Ελεύθερες Ταμειακές Ροές = Λειτουργικά κέρδη μετά φόρων + Αποσβέσεις – Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία – Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης
- Διηνεκής Αξία (Terminal Value) = Ελεύθερη Ταμειακή Ροή του επόμενου χρόνου ύστερα από τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο / ((Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) – Αναμενόμενος ρυθμός μεγέθυνσης στο διηνεκές (growth))

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία. Θεωρείται ο πιο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης, καθώς λαμβάνει υπ' όψιν ποιοτικούς παράγοντες όπως: ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας, το πριμ κινδύνου της απόδοσης και οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρείας.

Παραδοχές Μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Οι προβλέψεις που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου μας δόθηκαν από τη Διοίκηση κι εξετάστηκαν για το εύλογό τους σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία και την περιουσιακή κατάσταση της εκάστοτε εταιρείας, καθώς και το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μελλοντικές προοπτικές του εκάστοτε κλάδου.

B) Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, η αξία μιας εταιρείας είναι ίση με τη Καθαρή Θέση της, όπως αυτή εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις, αφού προηγουμένως γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές σε περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις, σύμφωνα με τα στοιχεία που τέθηκαν στη διάθεσή μας.

Ως ΑΚΘ ορίζεται η διαφορά μεταξύ των αναπροσαρμοσμένων περιουσιακών στοιχείων και των αναπροσαρμοσμένων υποχρεώσεων της εταιρείας υπό εξέταση. Η ΑΚΘ περιλαμβάνει την αξιολόγηση της λογιστικής αξίας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων αναφορικά με το κατά πόσον συνάδουν με τρέχουσες αγοραίες αξίες.

Η ΑΚΘ ενσωματώνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων (μετά την αποπληρωμή των υποχρεώσεων) όχι απλώς σε αγοραίες τιμές αλλά στο πλαίσιο συνεισφοράς τους στη συνέχιση της δραστηριότητας μιας εταιρείας. Ως εκ τούτου, η προσέγγιση της ΑΚΘ για την εκτίμηση της εύλογης αξίας των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας απεικονίζει τη δυνατότητα αξιοποίησης των υφιστάμενων πόρων. Στην αποτίμηση θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στοιχεία εντός και εκτός ισολογισμού (πχ. ενδεχόμενες απαιτήσεις και υποχρεώσεις) όπου υπάρχουν.

Παραδοχές Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Η εν λόγω μέθοδος κρίνεται ως κατάλληλη διότι τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις παρουσιάζονται σύμφωνα με την πιο πρόσφατη άτυπη (pro-forma) κατάσταση οικονομικής θέσης της 30/9/2018 και τις προσαρμογές που πραγματοποιήθηκαν με βάση τον άτυπο (pro-forma) καθαρό δανεισμό των εταιρειών στις 31/12/2018, καθώς και τις πιο πρόσφατες εκτιμήσεις ακινήτων σε εύλογες αξίες που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση. Επιπροσθέτως, η εφαρμογή της μεθόδου περιλαμβάνει τις αποτιμήσεις συμμετοχών (Sum of Parts) και λοιπών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων με βάση τις λοιπές μεθόδους που αναλύονται στο παρόν κεφάλαιο.

Γ) Χρηματιστηριακή Αξία ή Κεφαλαιοποίηση

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται για εισηγμένες εταιρείες και καθορίζει την αξία της εταιρείας με βάση τις μέσες ημερήσιες κεφαλαιοποιήσεις κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου.

Οι υποκείμενες υποθέσεις για την εφαρμογή αυτής της μεθόδου είναι:

- Επαρκής περίοδος διαπραγμάτευσης.
- Επαρκής όγκος συναλλαγών.
- Μη χειραγώγηση των τιμών.
- Οι επενδυτές θεωρείται ότι διαθέτουν ίσες και επαρκείς πληροφορίες σχετικά με την οικονομική οντότητα.

Παραδοχές Χρηματιστηριακής Αξίας

Η μέθοδος ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας βασίζεται στην ανάλυση των ιστορικών τιμών κλεισίματος της τιμής της μετοχής της εταιρείας που αποτιμάται σε προγενέστερους χρόνους από την ημερομηνία αποτίμησης. Η μέθοδος αυτή κρίθηκε ως κατάλληλη καθώς οι Συγχωνευόμενες Εταιρείες είναι εισηγμένες στο Χ.Α.

Δ) Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών

Η μέθοδος των Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών (Comparable Companies' Multiples) βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας θα πρέπει να ισούται με το ποσό που θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για το μετοχικό της κεφάλαιο καλώς πληροφορημένοι και ορθολογικοί επενδυτές. Η εκτίμηση της αξίας γίνεται με τη χρήση χρηματιστηριακών δεικτών αποτίμησης, οι οποίοι υπολογίζονται με βάση τη χρηματιστηριακή αξία και αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη των εισηγμένων ομοειδών εταιρειών του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Παραδοχές Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών

Η αποτίμηση βάσει Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών διενεργήθηκε προσδιορίζοντας αντιπροσωπευτικό και επαρκές δείγμα ομοειδών εταιρειών για τον εκάστοτε κλάδο στον οποίο εφαρμόστηκε.

Κατά την αποτίμηση των συμμετοχών της Ελλάκτωρ, εξετάστηκε κυρίως ο χρηματιστηριακός δείκτης ΕΝ/ΕΒΙΤΔΑ – Αξία επιχείρησης / ΚΠΤΦΑ.

Ε) Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων

Το μοντέλο της Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model) αποτελεί παραλλαγή της μεθόδου των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow).

Η μέθοδος ορίζει την αξία μίας επιχείρησης ως την παρούσα αξία των μελλοντικών της μερισμάτων, τα οποία προεξοφλούνται με βάση το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων.

Παραδοχές Μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Μερισμάτων

Οι προβλέψεις που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου μας δόθηκαν από τη Διοίκηση και εξετάστηκαν για το εύλογό τους σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία και την περιουσιακή κατάσταση της εκάστοτε εταιρείας, καθώς και το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μελλοντικές προοπτικές του εκάστοτε κλάδου.

6 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας η Ελλάκτωρ αποτιμήθηκε με τη Μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, λαμβάνοντας υπόψιν τις αποτιμήσεις των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων με βάση τις μεθόδους που παρουσιάστηκαν, και την Μέθοδο της Χρηματιστηριακής Αξίας. Η Ελ. Τεχ. Άνεμος αποτιμήθηκε με την Μέθοδο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών και την Μέθοδο της Χρηματιστηριακής Αξίας. Τα αποτελέσματα αποτίμησης σταθμίστηκαν ανάλογα με την καταλληλότητα της κάθε μεθόδου.

Πιο συγκεκριμένα, για την Ελλάκτωρ, η Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης σταθμίστηκε κατά 60% και η Μέθοδος της Χρηματιστηριακής Αξίας κατά 40%. Αντίστοιχα, για την Ελ. Τεχ. Άνεμος, η Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών σταθμίστηκε κατά 60% και η Μέθοδος της Χρηματιστηριακής Αξίας κατά 40%. Σημειώνεται ότι η σχέση ανταλλαγής μετοχών προκύπτει από τις υπολογισθείσες αξίες των Συγχωνευόμενων Εταιρειών και τον αντίστοιχο αριθμό κοινών μετοχών των Συγχωνευόμενων Εταιρειών.

Με βάση τα ανωτέρω, το εύρος της σχέσης ανταλλαγής προσδιορίστηκε από 1,13 έως 1,37 νέες, κοινές μετοχές της Ελλάκτωρ για κάθε μία (1) υφιστάμενη, κοινή μετοχή της Ελ. Τεχ. Άνεμος.

	Ελάχιστη	Μέγιστη
Σχέση ανταλλαγής	1,13	1,37

Γνώμη επί της σχέσης ανταλλαγής

Σύμφωνα με τις αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων των Συγχωνευόμενων Εταιρειών της 28ης Δεκεμβρίου 2018, η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής για τους μετόχους της Ελ. Τεχ. Άνεμος είναι 1,27 νέες, κοινές μετοχές της Ελλάκτωρ για κάθε μία (1) υφιστάμενη κοινή μετοχή της Ελ. Τεχ. Άνεμος που κατέχουν. Βασιζόμενοι στα έγγραφα και στοιχεία που εξετάσαμε και στη χρηματοοικονομική ανάλυση που πραγματοποιήσαμε και η οποία περιγράφεται ανωτέρω, δηλώνουμε ότι:

(α) για τον προσδιορισμό της αξίας των Συγχωνευόμενων Εταιρειών εφαρμόστηκαν τουλάχιστον 2 μέθοδοι αποτίμησης, οι οποίες κρίνονται κατάλληλες. Για την εφαρμογή των μεθόδων αυτών δεν παρουσιάστηκαν δυσχέρειες ή δυσκολίες,

(β) η προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Συγχωνευόμενων Εταιρειών σχέση ανταλλαγής μετοχών, δηλαδή για κάθε μία (1) υφιστάμενη κοινή, ονομαστική μετά ψήφου μετοχή της απορροφώμενης (Ελ. Τεχ. Άνεμος), ο κύριος αυτής να λάβει μία και είκοσι επτά (1,27) νέες κοινές, ονομαστικές μετά ψήφου μετοχές, της απορροφώσας (Ελλάκτωρ), εμπίπτει εντός του εύρους της σχέσης ανταλλαγής, όπως αυτό προσδιορίστηκε στον παραπάνω πίνακα βάσει των αποτιμήσεων των Συγχωνευόμενων Εταιρειών, και ως εκ τούτου η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής μετοχών είναι εύλογη, δίκαιη και λογική.

Επισημαίνεται πως η Grant Thornton καθώς και ο υπογράφων την παρούσα γνωμοδότηση, ορκωτός ελεγκτής λογιστής κ. Δημήτρης Δουβρής είναι ανεξάρτητοι σε σχέση με τις Συγχωνευόμενες Εταιρείες για την τελευταία πριν από τη συναλλαγή πενταετία.

Με εκτίμηση,

Για την Grant Thornton,

Δημήτρης Δουβρής

Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

ΑΜ ΣΟΕΛ 33921



Grant Thornton

An instinct for growth™

grant-thornton.gr

©2019 Grant Thornton Greece. All rights reserved.

"Grant Thornton" refers to the brand under which the Grant Thornton member firms provide assurance, tax and advisory services to their clients and/or refers to one or more member firms, as the context requires. Grant Thornton Greece is a member firm of Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL and the member firms are not a worldwide partnership. GTIL and each member firm is a separate legal entity. Services are delivered by the member firms. GTIL does not provide services to clients. GTIL and its member firms are not agents of, and do not obligate, one another and are not liable for one another's acts or omissions.