

Προς την :

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΝΕΜΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ

Ερμού 25,

14564, Νέα Κηφισιά

Υπ' όψιν του Διοικητικού Συμβουλίου

Αθήναι, 12 Μαρτίου 2019

Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών, «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΑΝΕΜΟΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΗΛΕΚΤΡΙΚΗΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ» (εφεξής «ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ» ή η «Εταιρεία») και «ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΕ» (εφεξής «ΕΛΛΑΚΤΩΡ» και από κοινού αποκαλούμενες οι «Εταιρείες»), κατά τις συνεδριάσεις τους την 28^η Δεκεμβρίου 2018, αποφάσισαν ομόφωνα την έναρξη της διαδικασίας συγχώνευσης δια απορρόφησης της Εταιρείας από την ΕΛΛΑΚΤΩΡ (εφεξής η «Συγχώνευση» ή η «Συναλλαγή»). Η Συγχώνευση θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 επ. του Κ.Ν.2190/1920 (εφεξής ο «Νόμος») και των άρθρων 1-5 του Ν. 2166/1993, όπως ισχύουν. Ως ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού καθορίστηκε η 31^η Δεκεμβρίου 2018. Η ΕΛΛΑΚΤΩΡ κατέχει ήδη το 64,5% του καταβληθέντος μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ. Η υλοποίηση της Συγχώνευσης τελεί υπό την αίρεση των κατά το Νόμο οριζόμενων εγκρίσεων και αδειών των Γενικών Συνελεύσεων των Εταιρειών και των αρμοδίων αρχών.

Σύμφωνα με τους όρους της Συναλλαγής, όπως αυτοί γνωστοποιήθηκαν μέσω της ανακοίνωσης της Εταιρείας και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ στις 28 Δεκεμβρίου 2018 και παρατίθενται λεπτομερώς στο σχέδιο του Σχεδίου της Σύμβασης Συγχώνευσης (εφεξής το «ΣΣΣ») με ημερομηνία 12 Μαρτίου 2019 και στο σχέδιο της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου σύμφωνα με το άρθρο 69 παρ. 4 του κ.ν. 2190/1920 με ημερομηνία 12 Μαρτίου 2019, η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών των Εταιρειών είναι 1,27 νέες κοινές μετοχές της ΕΛΛΑΚΤΩΡ ονομαστικής αξίας €1,03 για κάθε 1 υφιστάμενη κοινή μετοχή της Εταιρείας ονομαστικής αξίας €0,30 (εφεξής η «Σχέση Ανταλλαγής»).

Στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας, το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας ανέθεσε στην Alpha Bank (εφεξής ο «Σύμβουλος»), δυνάμει του από 22/01/2019 υπογεγραμμένου ιδιωτικού συμφωνητικού παροχής υπηρεσιών χρηματοοικονομικού συμβούλου, τη διενέργεια αποτιμήσεως της αξίας των μετοχών των Εταιρειών και την παροχή γνώμης ως προς το εύλογο, δίκαιο και λογικό της Σχέσης Ανταλλαγής των μετοχών που προβλέπεται στο ΣΣΣ. Προς αποφυγή αμφιβολίας, δεν έχουμε ουδεμία συμμετοχή στις διαπραγματεύσεις μεταξύ της Εταιρείας και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ σχετικά με τους όρους της Συναλλαγής περιλαμβανομένης και της Σχέσης Ανταλλαγής, δεν έχουμε προσφέρει συμβουλευτικές υπηρεσίες σχετικά με τον τρόπο διεξαγωγής της Συναλλαγής και κατά συνέπεια δεν εκφέρουμε οιαδήποτε γνώμη ούτε αναλαμβάνουμε οιαδήποτε ευθύνη προς οιονδήποτε, σχετικά με οτιδήποτε τυχόν έλαβε χώρα σχετικά με τους όρους της Συναλλαγής.

Προκειμένου να καταλήξουμε στην γνωμοδότησή μας μελετήσαμε, μεταξύ άλλων, τα παρακάτω :

α) δημοσιευμένες πληροφορίες σχετικά με τις Εταιρείες αλλά και εταιρείες συγκρίσιμες με αυτές,

β) ελεγμένες εταιρικές και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των Εταιρειών και των θυγατρικών/συγγενών εταιρειών τους με ημερομηνία 31 Δεκεμβρίου 2017

γ) μη επισκοπημένες, δημοσιευμένες εταιρικές και ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των Εταιρειών με ημερομηνία 30 Σεπτεμβρίου 2018

δ) οικονομικά στοιχεία και πληροφορίες για εταιρείες του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ με ημερομηνία 30 Σεπτεμβρίου 2018

ε) σχέδιο του ΣΣΣ και το σχέδιο της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου σύμφωνα με το άρθρο 69 παρ. 4 του κ.ν. 2190/1920

στ) τον ισολογισμό μετασχηματισμού της 31 Δεκεμβρίου 2018, που συντάξε η ελεγκτική εταιρεία «RSM Ανώνυμη Εταιρεία Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές και Σύμβουλοι Επιχειρήσεων που εδρεύει στο Μαρούσι Αττικής, οδός Παραδείσου αρ. 14 & Πατρόκλου αρ. 1.» για τη διαπίστωση της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας

ζ) χρηματοοικονομικές και άλλες πληροφορίες σχετικές με τις δραστηριότητες και τις προοπτικές των Εταιρειών και των θυγατρικών τους, συμπεριλαμβανομένου του επιχειρηματικού σχεδίου και προβλέψεων αποτελεσμάτων για την Εταιρεία, ορισμένες θυγατρικές των Εταιρειών καθώς και τους επιμέρους κλάδους δραστηριότητας της ΕΛΛΑΚΤΩΡ, οι οποίες προετοιμάστηκαν, κατά περίπτωση, από την Εταιρεία και την ΕΛΛΑΚΤΩΡ, μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία και επιβεβαιώθηκαν από την σχετική επιστολή της Διοίκησης της Εταιρείας της 12 Μαρτίου 2019

η) εκθέσεις ορισμένων επενδυτικών ακινήτων της ΕΛΛΑΚΤΩΡ και θυγατρικών εταιρειών της ΕΛΛΑΚΤΩΡ, οι οποίες έχουν προετοιμαστεί από εκτιμητές- αποτιμητές ακινήτων και μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία

θ) δημοσιευμένες εκθέσεις χρηματιστηριακών αναλυτών για την ΕΛΛΑΚΤΩΡ και τους κλάδους στους οποίους δραστηριοποιείται, περιλαμβανομένου του κλάδου των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας της Εταιρείας, που είναι είτε δημοσίως διαθέσιμες είτε μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία

ι) ιστορικό διαπραγμάτευσης των μετοχών της Εταιρείας και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ για το χρονικό διάστημα που ξεκινά 12 μήνες πριν την 28^η Δεκεμβρίου 2018, ημερομηνία κατά την οποία δημοσιοποιήθηκε μέσω ανακοίνωσης των Εταιρειών η έναρξη της διαδικασίας Συγχώνευσης

ια) χρηματοοικονομικές και χρηματιστηριακές πληροφορίες για άλλες ομοειδείς εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακές αγορές

ιβ) τους οικονομικούς όρους ορισμένων άλλων συναλλαγών ομοειδών εταιρειών που έλαβαν χώρα πρόσφατα

ιγ) τις επικρατούσες συνθήκες της αγοράς στους κλάδους που δραστηριοποιούνται οι Εταιρείες

ιδ) λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που μας παραδόθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας, η οποία μας βεβαίωσε περί της ακρίβειας και πληρότητάς τους.

Επίσης, συζητήσαμε με στελέχη των Εταιρειών, τις προηγούμενες και παρούσες λειτουργίες, τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τις προοπτικές των Εταιρειών και των κλάδων δραστηριοποίησής τους.

Η ανάλυσή μας για την διαμόρφωση της αιτιολογημένης γνώμης υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς και παραμέτρους, οι σημαντικότερες εκ των οποίων περιγράφονται κατωτέρω:

α) οι προβλέψεις και εκτιμήσεις της Εταιρείας και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ οι οποίες προετοιμάστηκαν από την Εταιρεία και την ΕΛΛΑΚΤΩΡ, αντίστοιχα και μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία σχετικά με την αναμενόμενη μελλοντική λειτουργική οικονομική απόδοση αυτών, των θυγατρικών τους ή/και των κλάδων που δραστηριοποιούνται, οι οποίες αποτυπώνονται και στην από 12 Μαρτίου 2019 επιστολή της Διοίκησης της Εταιρείας, ενδέχεται να υπόκεινται σε σημαντικές διακυμάνσεις λόγω αλλαγών στο μακροοικονομικό περιβάλλον, στις συνθήκες των αγορών που δραστηριοποιούνται, το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας, το φορολογικό καθεστώς, το πλαίσιο

διαμόρφωσης των τιμών στην αγορά ή και άλλα γεγονότα και συμβάντα που δεν δύνανται να προβλεφθούν στην παρούσα χρονική στιγμή και συνεπώς ενέχουν σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας. Επιπρόσθετα, στις εκτιμήσεις της Εταιρείας και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ περιλαμβάνεται ο καθαρός δανεισμός της 31.12.2018 της Εταιρείας, της ΕΛΛΑΚΤΩΡ και των κλάδων που αυτή δραστηριοποιείται, βάσει του οποίου αποτιμήθηκε η αξία των ιδίων κεφαλαίων των Εταιρειών, ο οποίος δεν προκύπτει από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία, καθώς η δημοσίευση αυτών δεν έχει υλοποιηθεί κατά την ημερομηνία της παρούσας.

γ) οι μεθοδολογίες των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών (Trading Multiples) και των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions) που χρησιμοποιήθηκαν βασίστηκαν σε ένα δείγμα επιλεγμένων εταιρειών που παρουσιάζουν ομοιότητες με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες των Εταιρειών και των κλάδων δραστηριοποίησής τους και ολοκληρωμένων συναλλαγών στους τομείς δραστηριότητας των Εταιρειών. Εντούτοις, λόγω των κάτωθι περιορισμών που συνδέονται με αυτές τις μεθοδολογίες, όπως ενδεικτικά, το εύρος και η διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων της κάθε εταιρείας, το διαφορετικό μέγεθος, οι προοπτικές ανάπτυξης και η κεφαλαιακή διάρθρωση, το επίπεδο κερδοφορίας, η χώρα στην οποία δραστηριοποιείται και το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένη η κάθε εταιρεία του δείγματος, για την πρώτη μεθοδολογία και ο βαθμός σχετικότητας και η χρονική εγγύτητα των συναλλαγών με την υπό εξέταση συναλλαγή, η πληρότητα και ομοιογένεια της διαθέσιμης πληροφόρησης, η χώρα στην οποία έλαβε χώρα η συναλλαγή, τα ειδικότερα χαρακτηριστικά συναλλαγής, όπως συνέργειες, απόκτηση ελέγχου, κ.λπ. και τέλος η μορφή και οι λόγοι της πώλησης όπως π.χ. διαγωνιστική διαδικασία, αναγκαστική πώληση (distressed sale) για την δεύτερη μεθοδολογία, αυτές σταθμίστηκαν με συντελεστή βαρύτητας, ανά περίπτωση, ανάλογα με την καταλληλότητα της εφαρμογής τους.

δ) Οι εργασίες αποτίμησης διενεργήθηκαν υπό την παραδοχή της αυτοτελούς συνέχισης της δραστηριότητας της κάθε Εταιρείας. Συνεπώς δεν εξετάστηκαν τυχούσες θετικές ή αρνητικές επιδράσεις της Συγχώνευσης όπως ενδεικτικά είναι οι δυνατότητες για οικονομίες κλίμακας, λοιπές συνέργειες και λειτουργικά οφέλη, έξοδα υλοποίησης της Συγχώνευσης κ.λπ..

ε) Για ορισμένες εταιρείες του Ομίλου ΕΛΛΑΚΤΩΡ δεν μας παρασχέθηκαν επιχειρηματικά σχέδια. Σύμφωνα με πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας οι εν λόγω εταιρείες είναι είτε ανενεργές είτε παρουσιάζουν περιορισμένη δραστηριότητα, και δεν απαιτούν κεφαλαιακή ενίσχυση. Για τις εταιρείες αυτές αποδώσαμε μηδενική αξία ιδίων κεφαλαίων, στη βάση μίας συντηρητικής προσέγγισης καθώς δεν είμαστε σε θέση να εκτιμήσουμε ευλόγως τη λογιστική αξία των στοιχείων του ισολογισμού αυτών.

Προς το σκοπό της διενέργειας της αποτίμησης των Εταιρειών και εν συνεχεία της γνωμοδότησης επί της προτεινόμενης στο σχέδιο του ΣΣΣ Σχέσης Ανταλλαγής, ελήφθησαν υπόψη γενικώς αποδεκτές αρχές και μεθοδολογίες που ακολουθούνται διεθνώς, οι οποίες εφαρμόστηκαν, κατά περίπτωση και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη, αφού δώσαμε βαρύτητα σε κάθε μεθοδολογία ανάλογα με το βαθμό καταλληλότητάς της, υπό το πρίσμα των παραμέτρων και περιορισμών που εκτέθηκαν ανωτέρω. Θεωρούμε ότι οι παρακάτω μεθοδολογίες είναι κατάλληλες για τη διενέργεια της αποτίμησης τόσο της Εταιρείας όσο και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ στο πλαίσιο της Συναλλαγής.

Η Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στηρίζεται στη θεωρία ότι η αξία μιας εταιρείας ή δραστηριότητας ισούται με την καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών της, δηλαδή της διαφοράς μεταξύ των χρηματικών εισροών που προέρχονται από τη λειτουργία της επιχείρησης (προ τόκων) και των χρηματικών εκροών που αφορούν στη χρηματοδότηση των επενδυτικών αναγκών, στις πληρωμές φόρων και στη χρηματοδότηση του κεφαλαίου κινήσεως, προεξοφλημένων με ένα κατάλληλο επιτόκιο αναγωγής (συντελεστής προεξόφλησης), που αντιστοιχεί στο κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων για επενδύσεις αναλόγου κινδύνου. Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών της

εταιρείας ή δραστηριότητας για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα στο μέλλον, εκτίμηση ενδεχόμενης υπολειμματικής αξίας (terminal value) της εταιρείας ή δραστηριότητας, η οποία αφορά στην αξία αυτής στο διηνεκές, ήτοι μετά το πέρας της περιόδου προβλέψεων, και εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης των ταμειακών ροών, το οποίο αντικατοπτρίζει το κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύει τη μέση αναμενόμενη απόδοση των χρηματοδοτών της εταιρείας. Σημειώνεται ότι η εν λόγω μέθοδος προσδιορίζει την αξία ολόκληρης της επιχείρησης ή δραστηριότητας από την οποία αφαιρείται η αξία του καθαρού δανεισμού για τον προσδιορισμό της αξίας προς τους μετόχους.

Η Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών αποτυπώνει την αξία μιας εταιρείας ή δραστηριότητας βάσει συναλλαγών που έχουν διενεργηθεί στο πρόσφατο παρελθόν επί παρόμοιων με την αποτιμώμενη εταιρεία/δραστηριότητα. Για την κάθε συναλλαγή του δείγματος παρόμοιων συναλλαγών υπολογίζονται δείκτες αποτίμησης (πολλαπλάσια επί οικονομικών μεγεθών) και εξάγονται οι μέσοι όροι και οι διάμεσοι αυτών. Εν συνεχεία τα μέσα πολλαπλάσια και οι διάμεσοι εφαρμόζονται στα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της εκάστοτε εταιρείας ή δραστηριότητας προκειμένου να προκύψει το εύρος της αξίας αυτής.

Η Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών, βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία της επιχείρησης ή της δραστηριότητας, δύναται να προσεγγισθεί βάσει της αξίας που προσδίδουν επενδυτές οι οποίοι είναι επαρκώς πληροφορημένοι και ενεργούν ορθολογικά, σε συγκρίσιμες, με την υπό εξέταση, εταιρείες. Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται επιλογή κατάλληλου δείγματος εταιρειών, που είναι συγκρίσιμες με την υπό εξέταση εταιρεία/δραστηριότητα και των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές. Για κάθε εταιρεία του δείγματος των εισηγμένων εταιρειών υπολογίζονται, κατά περίπτωση, μία σειρά από δείκτες (πολλαπλάσια), όπως ενδεικτικά: Αξία επιχείρησης προς Πωλήσεις (EV/S), Αξία επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (EV/EBITDA), Τιμή μετοχής προς Πωλήσεις ανά μετοχή (P/S), Τιμή μετοχής προς Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή (P/E) και Τιμή μετοχής προς Λογιστική Αξία ανά μετοχή (P/BV).

Με τον υπολογισμό αυτών των δεικτών για κάθε εταιρεία του δείγματος, είναι δυνατόν να προσδιοριστούν δείκτες οι οποίοι υποδηλώνουν την αξία που προσδίδουν οι επενδυτές σε εταιρείες συγκρίσιμες με την εξεταζόμενη. Από την εφαρμογή των εν λόγω δεικτών στα αντίστοιχα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη της υπό εξέταση εταιρείας ή δραστηριότητας, προκύπτει η εκτίμηση του εύρους αξιών της εταιρείας/δραστηριότητας.

Η Μέθοδος της Προεξόφλησης Μερισμάτων, στηρίζεται στη θεωρία ότι η αξία των ιδίων κεφαλαίων μια εταιρείας ή δραστηριότητας ισούται με την καθαρή παρούσα αξία των μερισμάτων της, προεξοφλημένων με ένα κατάλληλο επιτόκιο αναγωγής (συντελεστής προεξόφλησης), που αντιστοιχεί στο κόστος ευκαιρίας των ιδίων κεφαλαίων για επενδύσεις αναλόγου κινδύνου. Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται εκτίμηση των μερισμάτων της εταιρείας ή δραστηριότητας για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα στο μέλλον, εκτίμηση ενδεχόμενης υπολειμματικής αξίας (terminal value) αυτών, η οποία αφορά στην αξία των μερισμάτων στο διηνεκές, ήτοι μετά το πέρας της περιόδου προβλέψεων, και εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης των μερισμάτων, το οποίο αντικατοπτρίζει το κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύει τη μέση αναμενόμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Σημειώνεται ότι η εν λόγω μέθοδος προσδιορίζει την αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας ή δραστηριότητας.

Η Μέθοδος Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added™, EVA™), είναι μέθοδος υπολογισμού του οικονομικού κέρδους (economic profit) μιας εταιρείας ή της αξίας που δημιουργείται επιπλέον του κόστους των απασχολούμενων κεφαλαίων της. Η μέθοδος έχει αναπτυχθεί από την Stern Stewart and Co και αποτελεί service mark της Stern Value Management. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία υπολογίζεται ως τα καθαρά λειτουργικά κέρδη της εταιρείας μετά φόρων (Net Operating Profit after Tax, NOPAT) μείον την συνολική κεφαλαιακή επιβάρυνση. Η συνολική κεφαλαιακή επιβάρυνση είναι το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital, WACC) πολλαπλασιασμένο επί του συνόλου του οικονομικού κεφαλαίου (Economic Capital). Το οικονομικό κεφάλαιο είναι το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και των εντόκων δανειακών κεφαλαίων (απασχολούμενα κεφάλαια).

Ειδικότερα, ανά Εταιρεία, περιγράφονται αναλυτικά οι μεθοδολογίες της αποτίμησης:

A) ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ

Προκειμένου να καταλήξουμε στην αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας, με ημερομηνία 31.12.2018, η προσέγγισή μας βασίστηκε στις εξής μεθοδολογίες αποτίμησης, οι οποίες σταθμίστηκαν ανάλογα με την καταλληλότητά τους:

(i) Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Εφαρμόσαμε την εν λόγω μεθοδολογία επί τη βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου της Εταιρείας για χρονικό ορίζοντα 2018-2040 (που είναι η εκτιμώμενη λήξη και της τελευταίας των αδειών λειτουργίας) και ορισμένες παραδοχές που έγιναν από την Διοίκηση της Εταιρείας σχετικά με την εξέλιξη βασικών μεγεθών και το επενδυτικό σχέδιο. Υπολογίστηκαν οι καθαρές ταμειακές χρηματικές ροές. Δεν υφίσταται υπολειμματική αξία καθώς έχει γίνει υπόθεση, βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου, ότι τα πάρα παραγωγής ενέργειας σταματούν τη δραστηριότητά τους με την λήξη της άδειας λειτουργίας τους.

Υπολογίστηκαν οι καθαρές ταμειακές χρηματικές ροές, οι οποίες προεξοφλήθηκαν προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), το οποίο υπολογίστηκε βάσει παραδοχών που είναι συμβατές με σημεία αναφοράς της αγοράς (market benchmarks) τα οποία σχετίζονται με το κόστος δανεισμού και το κόστος ιδίων κεφαλαίων της Εταιρείας. Τέλος, για τον υπολογισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρείας, αφαιρέθηκε ο καθαρός δανεισμός της 31.12.2018 καθώς και τα δικαιώματα μειοψηφιών.

(ii) Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Για την εφαρμογή της μεθόδου αυτής εξετάστηκαν συναλλαγές εξαγορών που έχουν ολοκληρωθεί τα τελευταία 3 χρόνια περίπου και αφορούν ευρωπαϊκές επιχειρήσεις συναφούς δραστηριότητας.

Για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου στην αποτίμηση της Εταιρείας βρέθηκε ένα επιλεγμένο δείγμα συναλλαγών και υπολογίστηκε ο δείκτης (multiple) Αξία επιχείρησης προς Εγκατεστημένη Ισχύ σε MW (EV/MW) καθώς εκτιμούμε ότι αυτός ο δείκτης είναι ο καταλληλότερος για την αξιολόγηση της Εταιρείας.

Το εύρος της αξίας της Εταιρείας προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό των MW της Εταιρείας για τα έτη 2018 και 2019 με τον δείκτη EV/MW των εταιρειών του δείγματος.

(iii) Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εφαρμόσαμε την μεθοδολογία αυτή στη βάση επιλεγμένου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της ενέργειας και ειδικότερα στην παραγωγή ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές με έμφαση στα αιολικά πάρα εισηγμένων σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, το οποίο θεωρήσαμε σχετικό προς την ανάλυσή μας.

Για την κάθε εταιρεία του δείγματος των εισηγμένων εταιρειών υπολογίστηκαν μία σειρά από δείκτες (multiples), τους οποίους θεωρήσαμε κατάλληλους, όπως ενδεικτικά : Αξία επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων Και Αποσβέσεων (EV/EBITDA) και Τιμή μετοχής προς Πωλήσεις ανά μετοχή (P/S).

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προέκυψαν από τα οικονομικά μεγέθη και τις χρηματιστηριακές αξίες των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών, πολλαπλασιαζόμενοι με τα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη της Εταιρείας έδωσαν μία εκτίμηση για την αξία της Εταιρείας.

Εξετάσαμε επίσης το ιστορικό τιμών διαπραγμάτευσης των μετοχών της Εταιρείας κατά το χρονικό διάστημα των τελευταίων 12 μηνών πριν από την ημερομηνία της ανακοίνωσης της έναρξης της διαδικασίας Συγχώνευσης της 28.12.2018.

B) ΕΛΛΑΚΤΩΡ

Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική κατά την αποτίμηση ομίλων όπως είναι η ΕΛΛΑΚΤΩΡ, η οποία δραστηριοποιείται σε επιμέρους κλάδους εφαρμόζεται η μέθοδος Άθροισης των Επιμέρους Στοιχείων (Sum of the Parts) και ειδικότερα αποτιμήθηκαν, με ημερομηνία 31.12.2018, οι κλάδοι : (i) κατασκευών, (ii) ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, ο οποίος αποτελεί τον κλάδο δραστηριότητας της Εταιρείας, (iii) παραχωρήσεων, (iv) ανάπτυξης γης και ακινήτων (v) περιβάλλοντος, και (vi) λοιπές συμμετοχές/στοιχεία του ενεργητικού, μεμονωμένα με, την κατά περίπτωση, εφαρμογή των προαναφερθεισών μεθοδολογιών, αποδίδοντας βαρύτητα στην εκάστοτε μεθοδολογία ανάλογα με την καταλληλότητά της και στη συνέχεια αθροίστηκε η αξία που προκύπτει με βάση το ποσοστό συμμετοχής της ΕΛΛΑΚΤΩΡ αφαιρώντας την παρούσα αξία των γενικών εξόδων που αναλαμβάνονται από την εταιρεία ΕΛΛΑΚΤΩΡ και αφορούν στην διαχείριση των κλάδων και τον καθαρό δανεισμό της εταιρείας ΕΛΛΑΚΤΩΡ κατά την 31.12.2018

Κατά την ανωτέρω πρακτική, μπορούμε να εφαρμόσουμε διαφορετικούς δείκτες και προεξοφλητικά επιτόκια στις ταμειακές ροές των επιμέρους κλάδων έτσι ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι διαφορές στο αντικείμενο δραστηριότητας, στις προοπτικές και στον κίνδυνο εκάστοτε δραστηριότητας του Ομίλου.

Πιο συγκεκριμένα ανά επιχειρηματικό κλάδο σημειώνονται τα εξής:

(I) Κλάδος Κατασκευών

Προκειμένου να καταλήξουμε στην αποτίμηση της αξίας του κλάδου Κατασκευών, η προσέγγισή μας βασίστηκε στις κάτωθι μεθοδολογίες αποτίμησης, καθώς δεν μας παρασχέθηκε επιχειρηματικό σχέδιο του εν λόγω κλάδου, οι οποίες εν συνεχεία σταθμίστηκαν, ανάλογα με την καταλληλότητά τους :

(i) Μέθοδος Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added™, EVA™)

Εφαρμόσαμε την εν λόγω μεθοδολογία υπολογίζοντας τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (NOPAT) του κλάδου Κατασκευών για τα έτη 2018 και 2019. Στη συνέχεια υπολογίσαμε την συνολική κεφαλαιακή επιβάρυνση του κλάδου πολλαπλασιάζοντας το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) με το σύνολο των ιδίων και δανειακών κεφαλαίων. Αφαιρώντας από τα NOPAT το αναλογούν κόστος κεφαλαίου, προέκυψε η οικονομική προστιθέμενη αξία επί της οποίας υπολογίστηκε η τερματική οικονομική προστιθέμενη αξία. Για τον υπολογισμό της τελικής αξίας του κλάδου στις ανωτέρω αξίες προστέθηκαν τα ίδια κεφάλαια την 31.12.2018

(ii) Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εφαρμόσαμε τη μεθοδολογία αυτή στη βάση επιλεγμένου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των κατασκευών, εισηγμένων σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, το οποίο θεωρήσαμε σχετικό προς την ανάλυσή μας.

Για την κάθε εταιρεία του δείγματος των εισηγμένων εταιρειών υπολογίστηκε οι δείκτες (multiples) Τιμή μετοχής προς Λογιστική Αξία ανά μετοχή (P/BV), Αξία επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (EV/EBITDA) και Τιμή μετοχής προς Πωλήσεις ανά μετοχή (P/S) τους οποίους θεωρήσαμε κατάλληλους.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προέκυψαν από τα οικονομικά μεγέθη και τις χρηματιστηριακές αξίες των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών, πολλαπλασιαζόμενος με τα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη του κλάδου Κατασκευών έδωσαν μία εκτίμηση της αξίας του εν λόγω κλάδου.

(II) Κλάδος Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας

Ο εν λόγω κλάδος της ΕΛΛΑΚΤΩΡ αποτελείται από την Εταιρεία, για την αποτίμηση της οποίας βλ. ενότητα (Α) ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ, ανωτέρω. Για τον υπολογισμό της αξίας του εν λόγω κλάδου στην ΕΛΛΑΚΤΩΡ, αποδόθηκε το 64,5% της αξίας της Εταιρείας, που είναι το σημερινό ποσοστό συμμετοχής της ΕΛΛΑΚΤΩΡ στην Εταιρεία.

(III) Κλάδος Παραχωρήσεων

Προκειμένου να καταλήξουμε στην αποτίμηση της αξίας του κλάδου Παραχωρήσεων, αποτιμήθηκαν οι εταιρείες που αφορούν σε έργα παραχώρησης μεμονωμένα με, την κατά περίπτωση, εφαρμογή των κατωτέρω μεθοδολογιών και στη βάση των διαθέσιμων στοιχείων για το εκάστοτε έργο παραχώρησης, οι οποίες σταθμίστηκαν ανάλογα με την καταλληλότητά τους

(i) Μέθοδος της Προεξόφλησης Μερισμάτων

Εφαρμόσαμε την εν λόγω μεθοδολογία, λαμβάνοντας για κάθε έργο παραχώρησης τις προβλεπόμενες ταμειακές χρηματικές ροές του εκάστοτε έργου, οι οποίες είναι διαθέσιμες προς διανομή στους μετόχους της εταιρείας παραχώρησης από το 2019 έως και το τέλος της περιόδου παραχώρησης / λύσης της εταιρείας παραχώρησης. Επεξηγηματικά, οι ταμειακές χρηματικές ροές αφορούν σε μερίσματα, αποπληρωμή δευτερογενούς χρέους, τόκους δευτερογενούς χρέους και επιστροφή κεφαλαίου προς τους μετόχους κατά τη λύση της εταιρείας.

Οι ταμειακές χρηματικές ροές προς τους μετόχους κάθε έργου παραχώρησης προεξοφλήθηκαν προς το κόστος ιδίων κεφαλαίων (Cost of equity), το οποίο υπολογίστηκε βάσει: (α) των παραδοχών που είναι συμβατές με σημεία αναφοράς της αγοράς (market benchmarks) τα οποία σχετίζονται με τη μεταβολή των αποδόσεων συγκρίσιμων εταιρειών παραχωρήσεων και (β) της κεφαλαιακής διάρθρωσης είτε των συγκρίσιμων εταιρειών παραχωρήσεων είτε της εκάστοτε εταιρείας παραχώρησης.

(ii) Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εφαρμόσαμε την μεθοδολογία αυτή στη βάση επιλεγμένου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των παραχωρήσεων αυτοκινητοδρόμων, εισηγμένων σε χρηματιστήρια του εξωτερικού (Ευρώπη και Αμερική), το οποίο θεωρήσαμε σχετικό προς την ανάλυσή μας. Οι εν λόγω δείκτες έχουν εφαρμοστεί, κατά περίπτωση, στα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη των εταιρειών έργων παραχώρησης αυτοκινητοδρόμων.

Για την κάθε εταιρεία του δείγματος των εισηγμένων εταιρειών υπολογίστηκαν οι δείκτες (multiples), Τιμή μετοχής προς Πωλήσεις ανά μετοχή (P/S) και Τιμή μετοχής προς Λογιστική Αξία ανά μετοχή (P/BV), τους οποίους θεωρήσαμε κατάλληλους και οι οποίοι εφαρμόστηκαν κατά περίπτωση για τον υπολογισμό της αξίας του κλάδου Παραχωρήσεων.

(iii) Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Εφαρμόσαμε, ανά περίπτωση, τη μεθοδολογία αυτή στη βάση πρόσφατης ομοειδούς συναλλαγής, που θεωρήθηκε σχετική για την ανάλυσή μας.

Τέλος, για τον προσδιορισμό της αξίας του κλάδου των Παραχωρήσεων επιπρόσθετα προχωρήσαμε στις εξής προσαρμογές: (α) αφαιρέσαμε τον καθαρό δανεισμό της 31.12.2018 της ΑΚΤΩΡ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΕΙΣ Α.Ε. η οποία αποτελεί την εταιρεία συμμετοχών του εν λόγω κλάδου, (β) αφαιρέσαμε την παρούσα αξία των γενικών εξόδων που αναλαμβάνονται από την εταιρεία ΑΚΤΩΡ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΕΙΣ Α.Ε. και αφορούν στην δραστηριότητα του εν λόγω κλάδου και (γ) προσθέσαμε την αξία επενδυτικού ακινήτου που διαθέτει η ΑΚΤΩΡ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΕΙΣ Α.Ε. στη βάση της αξίας συναλλαγής του.

(IV) Κλάδος Ανάπτυξης Γης και Ακινήτων

Προκειμένου να καταλήξουμε στην αποτίμηση της αξίας του κλάδου Ανάπτυξης Γης και Ακινήτων, αποτιμήθηκαν κατά περίπτωση οι εταιρείες που εντάσσονται στον εν λόγω κλάδο.

Για τις εταιρείες εκμετάλλευσης ακινήτων, ΓΥΑΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε. και ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΛΚΗ Α.Ε. αποτιμήσαμε την αξία των εταιρειών αυτών σταθμίζοντας με συντελεστή βαρύτητας, ανάλογα με την καταλληλότητα τους, με τις κάτωθι μεθοδολογίες:

(i) Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών:

Εφαρμόσαμε την εν λόγω μεθοδολογία επί τη βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου της ΓΥΑΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε. για χρονικό ορίζοντα 2018-2032, των προβλεπόμενων ροών μέχρι το 2023 για την ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΛΚΗ Α.Ε. καθώς και ορισμένων παραδοχών και πληροφοριών που χορηγήθηκαν από την Διοίκηση της Εταιρείας σχετικά με την εξέλιξη βασικών μεγεθών και το επενδυτικό σχέδιο. Υπολογίστηκαν οι καθαρές ταμειακές χρηματικές ροές και η υπολειμματική αξία για την ΓΥΑΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε., οι οποίες προεξοφλήθηκαν προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Για την ΔΙΕΘΝΗ ΑΛΚΗ Α.Ε. αντίστοιχα υπολογίστηκαν οι καθαρές ταμειακές χρηματικές ροές χωρίς να ληφθεί υπόψη υπολειμματική αξία λόγω της λήξης των μισθωμάτων, οι οποίες προεξοφλήθηκαν προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) υπολογίστηκε βάσει παραδοχών που είναι συμβατές με σημεία αναφοράς της αγοράς (market benchmarks) τα οποία σχετίζονται με το κόστος δανεισμού και το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Τέλος, για τον υπολογισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών, αφαιρέθηκε ο καθαρός δανεισμός των εν λόγω εταιρειών κατά την 31.12.2018.

(ii) Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών (με εφαρμογή στη ΓΥΑΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.):

Αναφορικά με την εταιρεία ΓΥΑΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε. εφαρμόσαμε την μέθοδο των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών στη βάση επιλεγμένου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της διαχείρισης ακινήτων/πολυκαταστημάτων/εμπορικών κέντρων, εισηγμένων σε χρηματιστήρια του εξωτερικού (Ευρώπη), το οποίο θεωρήσαμε σχετικό προς την ανάλυσή μας. Για την κάθε εταιρεία του δείγματος των εισηγμένων εταιρειών υπολογίστηκαν οι δείκτες (multiples): Τιμή μετοχής προς Λογιστική Αξία ανά μετοχή (P/BV), Αξία επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (EV/EBIT), και Αξία επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (EV/EBITDA). Οι εν λόγω χρηματοοικονομικοί δείκτες εφαρμόστηκαν επί των προβλεπόμενων μεγεθών της εταιρείας ΓΥΑΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε. για τον υπολογισμό της αξίας της ΓΥΑΛΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.

Τέλος, για τον προσδιορισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων του κλάδου Ανάπτυξης Γης και Ακινήτων, προχωρήσαμε στις εξής προσαρμογές: (α) αφαιρέσαμε τον καθαρό δανεισμό της 31.12.2018 της REDS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ («REDS»), (β) αφαιρέσαμε την παρούσα αξία των γενικών εξόδων που αναλαμβάνονται από την εταιρεία REDS και αφορούν στην διαχείριση της δραστηριότητας των θυγατρικών της και γ) προσθέσαμε την αξία των επενδυτικών ακινήτων που διαθέτουν οι εταιρείες του εν λόγω κλάδου στη βάση έκθεσης αποτίμησης από ανεξάρτητο

εκτιμητή- αποτιμητή ακινήτων. Οι εν λόγω προσαρμογές πραγματοποιήθηκαν κατά το ποσοστό συμμετοχής της ΕΛΛΑΚΤΩΡ στη REDS και στις θυγατρικές της ΕΛΛΑΚΤΩΡ.

(V) Κλάδος Περιβάλλοντος

Η αξία των ιδίων κεφαλαίων για τον κλάδο Περιβάλλοντος της ΕΛΛΑΚΤΩΡ προέκυψε από την άθροιση των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων, τα οποία αποτιμήθηκαν με τις κατωτέρω μεθοδολογίες, ανάλογα με την καταλληλότητά τους:

- **όμιλος εταιρειών ΗΛΕΚΤΩΡ**

(i) Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Εφαρμόσαμε την εν λόγω μεθοδολογία επί τη βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου του ομίλου ΗΛΕΚΤΩΡ για χρονικό ορίζοντα 2018-2023 και ορισμένες παραδοχές που χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας σχετικά με την εξέλιξη βασικών μεγεθών και το επενδυτικό σχέδιο. Για τα έργα του επιχειρηματικού σχεδίου με διάρκεια μετά το 2023, υπολογίστηκαν οι ροές έως το 2032, που ανταποκρίνεται στη μεσοσταθμική διάρκεια των έργων και κατά συνέπεια δεν λήφθηκε υπόψη υπολειμματική αξία, λόγω της λήξης των έργων, ως ανωτέρω.

Εν συνεχεία, υπολογίστηκαν οι καθαρές ταμειακές ροές, οι οποίες προεξοφλήθηκαν προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), το οποίο υπολογίστηκε βάσει παραδοχών που είναι συμβατές με σημεία αναφοράς της αγοράς (market benchmarks), τα οποία σχετίζονται με το κόστος δανεισμού και το κόστος ιδίων κεφαλαίων του ομίλου ΗΛΕΚΤΩΡ. Τέλος, για τον υπολογισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων του ομίλου ΗΛΕΚΤΩΡ, αφαιρέθηκε ο καθαρός δανεισμός της 31.12.2018 και τα δικαιώματα μειοψηφιών.

(ii) Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εφαρμόσαμε τη μεθοδολογία αυτή στη βάση επιλεγμένου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο περιβάλλοντος και ειδικότερα στη διαχείριση απορριμμάτων, εισηγμένων σε ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, το οποίο θεωρήσαμε σχετικό προς την ανάλυσή μας.

Για την κάθε εταιρεία του δείγματος των εισηγμένων εταιρειών υπολογίστηκαν μια σειρά από δείκτες (multiples), τους οποίους θεωρήσαμε κατάλληλους, όπως ενδεικτικά: Αξία επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (EV/EBITDA), Αξία επιχείρησης προς Πωλήσεις (EV/S) και Τιμή μετοχής προς Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή (P/E).

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προέκυψαν από τα οικονομικά μεγέθη και τις χρηματιστηριακές αξίες των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών, πολλαπλασιαζόμενοι με τα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη του ομίλου ΗΛΕΚΤΩΡ έδωσαν μια εκτίμηση για την αξία αυτής.

- **ΕΠΑΔΥΜ Α.Ε.**

Εφαρμόσαμε τη μέθοδο της προεξόφλησης μερισμάτων για την εταιρεία ΕΠΑΔΥΜ Α.Ε., η οποία θα ενοποιείται πλήρως στον όμιλο εταιρειών ΗΛΕΚΤΩΡ από το 2019 και μετά. Χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο παραχώρησης με ροές έως τη λήξη της. Λήφθηκαν οι ταμειακές ροές που αφορούν την αποπληρωμή δευτερογενούς δανείου και τόκου επί αυτού, καθώς και την πληρωμή μερισμάτων και επιστροφή κεφαλαίου, οι οποίες εν συνεχεία προεξοφλήθηκαν προς το κόστος ιδίων κεφαλαίων, το οποίο υπολογίστηκε βάσει παραδοχών που είναι συμβατές

με σημεία αναφοράς της αγοράς (market benchmarks), και λαμβάνοντας υπόψη την κεφαλαιακή διάρθρωση της ΕΠΑΔΥΜ κατά τη διάρκεια της παραχώρησης.

(VI) Λοιπές Συμμετοχές / Λοιπά στοιχεία Ισολογισμού

Προκειμένου να καταλήξουμε στην αποτίμηση της αξίας των λοιπών συμμετοχών και στοιχείων ενεργητικού που δεν περιλαμβάνονται στους ανωτέρω κλάδους, εφαρμόσαμε τα κάτωθι :

- ELPEDISON A.E. (% συμμετοχής 21,95%)

(i) Μέθοδος της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Εφαρμόσαμε την εν λόγω μεθοδολογία επί τη βάσει του επιχειρηματικού σχεδίου της ELPEDISON και ορισμένες παραδοχές που χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας σχετικά με την εξέλιξη βασικών μεγεθών και το επενδυτικό σχέδιο. Το επιχειρηματικό σχέδιο του κλάδου παραγωγής ενέργειας είχε χρονικό ορίζοντα 2019 – 2034 (λήξη αδειών εργοστασίων παραγωγής ενέργειας), ενώ του κλάδου εμπορίας 2019-2023. Υπολογίστηκαν οι καθαρές ταμειακές χρηματικές ροές, η υπολειμματική αξία για τον κλάδο εμπορίας, και εν συνεχεία προεξοφλήθηκαν προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), το οποίο υπολογίστηκε βάσει παραδοχών που είναι συμβατές με σημεία αναφοράς της αγοράς (market benchmarks), τα οποία σχετίζονται με το κόστος δανεισμού και κόστος ιδίων κεφαλαίων της ELPEDISON. Τέλος, για τον υπολογισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, αφαιρέθηκε ο καθαρός δανεισμός της 31.12.2018.

(ii) Μέθοδος των Δεικτών Συγκρίσιμων Εταιρειών

Εφαρμόσαμε τη μεθοδολογία αυτή στη βάση επιλεγμένου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της ενέργειας και ειδικότερα στην παραγωγή και εμπορία ενέργειας, το οποίο θεωρήσαμε σχετικό προς την ανάλυσή μας. Για την κάθε εταιρεία του δείγματος των εισηγμένων εταιρειών υπολογίστηκε ο δείκτης (Multiple) Τιμή μετοχής προς Λογιστική Αξία ανά μετοχή (P/BV), ο οποίος θεωρήθηκε κατάλληλος. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προέκυψαν από τα οικονομικά μεγέθη και τις χρηματιστηριακές αξίες των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών, πολλαπλασιαζόμενοι με τα προβλεπόμενα οικονομικά μεγέθη της ELPEDISON, έδωσαν μια εκτίμηση της αξίας.

- Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο σε εύλογη αξία μέσω λοιπών συνολικών εισοδημάτων (% συμμετοχής σε ELDORADO GOLD 1%)

Η αξία της συμμετοχής της ΕΛΛΑΚΤΩΡ στην ELDORADO GOLD προσεγγίστηκε στη βάση της χρηματιστηριακής της αξίας της ELDORADO GOLD την 01.03.2019.

- ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ & ΤΕΤΡΑΚΤΥΣ (% συμμετοχής 100%)

Η αξία της συμμετοχής της ΕΛΛΑΚΤΩΡ στην ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ & ΤΕΤΡΑΚΤΥΣ προσεγγίστηκε με την αξία των καθαρών ταμειακών διαθεσίμων την 31.12.2018.

- Ακίνητο ΕΛΛΑΚΤΩΡ (% συμμετοχής 100%)

Η αξία του ακινήτου της ΕΛΛΑΚΤΩΡ προέκυψε από την εκτίμηση που έχει διενεργηθεί από εκτιμητές – αποτιμητές ακινήτων.

Επιπλέον, εξετάσαμε το ιστορικό τιμών διαπραγμάτευσης των μετοχών της ΕΛΛΑΚΤΩΡ κατά το χρονικό διάστημα των τελευταίων 12 μηνών πριν από την ημερομηνία της ανακοίνωσης της έναρξης της διαδικασίας Συγχώνευσης της 28.12.2018 καθώς και τις τιμές – στόχος για την ΕΛΛΑΚΤΩΡ από δείγμα εκθέσεων χρηματιστηριακών αναλυτών κατά το χρονικό διάστημα 28.12.2016 έως και 28.12.2018 των 2 τελευταίων ετών.

Σημειώνεται ότι οι μεθοδολογίες αποτίμησης, οι οποίες εφαρμόστηκαν για την εκτίμηση της αξίας των μετοχών των Εταιρειών που θα καταλήγει σε ένα εύρος εύλογης, δίκαιης και λογικής αξίας αυτών κρίνονται οι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση και κατά την εφαρμογή των μεθοδολογιών αυτών δεν παρουσιάστηκαν δυσχέρειες ή δυσκολίες, εκτός των περιορισμών και παραμέτρων που περιγράφονται ανωτέρω.

Βάσει των ανωτέρω, το εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προκύπτει από την εκτίμηση του εύρους της εύλογης, δίκαιης και λογικής αξίας των μετοχών που υπολογίσθηκε ανά Εταιρεία παρουσιάζεται κατωτέρω:

Από 1,17 έως 1,35 νέες μετοχές της ΕΛΛΑΚΤΩΡ για κάθε 1 παλαιά μετοχή της ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ, για τους μετόχους της ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ

Επισημαίνεται ότι τα αποτελέσματα της εργασίας μας δεν αποσκοπούν στον αντικειμενικό προσδιορισμό της αξίας κάθε μιας εκ των Εταιρειών ξεχωριστά, αλλά στη σχετική αξία τους στο πλαίσιο της προτεινόμενης Συγχώνευσης.

Σύμφωνα με την προτεινόμενη από τα Διοικητικά Συμβούλια των Εταιρειών Σχέση Ανταλλαγής μετοχών, η οποία έχει συμπεριληφθεί στην από 28.12.2018 ανακοίνωση των Εταιρειών, στο από 12.03.2019 σχέδιο του ΣΣΣ και στο από 12.03.2019 σχέδιο της Έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου, οι μέτοχοι της ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ θα ανταλλάξουν μια (1) μετοχή τους με μία μετοχή και είκοσι επτά εκατοστά αυτής (1,27) της ΕΛΛΑΚΤΩΡ.

Η προαναφερθείσα Σχέση Ανταλλαγής μετοχών εμπίπτει εντός του εύρους της αντίστοιχης σχέσης ανταλλαγής μετοχών που προέκυψε από την αποτίμηση των Εταιρειών και επομένως, κατά τη γνώμη μας, η προτεινόμενη Σχέση Ανταλλαγής κρίνεται ως εύλογη, δίκαιη και λογική.

Η αποτίμησή μας έχει βασιστεί σε εκτιμήσεις και αναλύσεις που μας παρασχέθηκαν από τις διοικήσεις και διευθύνσεις της Εταιρείας, αναφορικά τόσο ως προς την Εταιρεία όσο και ως προς την ΕΛΛΑΚΤΩΡ και τους κλάδους που αυτή δραστηριοποιείται και για τις οποίες, λάβαμε ως δεδομένο ότι έχουν ετοιμαστεί κατά εύλογο και έγκυρο τρόπο επί τη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων των διοικήσεων και διευθύνσεων των Εταιρειών όσον αφορά τη σημερινή αλλά και τη μελλοντική πορεία τους και δεν αναμένονται γεγονότα τα οποία δύνανται να επηρεάσουν σημαντικά την αξία των Εταιρειών. Η αποτίμησή μας έχει βασιστεί στο ότι όλες οι πληροφορίες, χρηματοοικονομικές, λογιστικές, νομικές, φορολογικές και άλλες που υπήρξαν αντικείμενο συζήτησης ή μελετήθηκαν από εμάς, είναι πλήρεις και ακριβείς και λάβαμε ως δεδομένο την ακρίβεια και πληρότητα των πληροφοριών αυτών για το σκοπό παροχής της γνώμης μας αυτής, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο. Η γνώμη μας βασίζεται κατ' ανάγκη σε χρηματοοικονομικές και οικονομικές συνθήκες, συνθήκες αγοράς και άλλες συνθήκες, όπως αυτές ισχύουν κατά την ημερομηνία της παρούσας, καθώς επίσης και σε λοιπές πληροφορίες, οι οποίες μας παρασχέθηκαν μέχρι και την ημερομηνία της παρούσας και οι οποίες επιβεβαιώθηκαν με την από 12 Μαρτίου 2019 επιστολή της διοικήσεως της Εταιρείας. Γεγονότα μεταγενέστερα της ημερομηνίας της παρούσας καθώς και αλλαγή των συνθηκών αυτών ενδέχεται να επηρεάζουν την παρούσα γνώμη και τις παραδοχές, οι οποίες έχουν χρησιμοποιηθεί κατά την προετοιμασία της, και δεν αναλαμβάνουμε καμία υποχρέωση για επικαιροποίηση, αναπροσαρμογή ή επαναβεβαίωση της παρούσας γνώμης. Τέλος, ο Σύμβουλος δε φέρει καμία ευθύνη ως προς τυχόν νομικά, φορολογικά, λογιστικά, ρυθμιστικά, θέματα που άπτονται της Συγχώνευσης και για τα οποία εκτιμούμε ότι η Διοίκηση της Εταιρείας έχει λάβει τη γνώμη ειδικών

εμπειρογνομόνων. Επίσης, ο Σύμβουλος δεν πραγματοποίησε αυτοπρόσωπη επιθεώρηση και εκτίμηση των ακινήτων και εγκαταστάσεων της Εταιρείας, της ΕΛΛΑΚΤΩΡ και των συμμετοχών τους.

Η αποτίμησή μας δεν αξιολογεί την επιχειρηματική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας να προχωρήσει στη Συγχώνευση και να προτείνει στους μετόχους να εγκρίνουν τη Συγχώνευση σύμφωνα με τους όρους που περιλαμβάνονται στο σχέδιο του ΣΣΣ και την Σχέση Ανταλλαγής. Επίσης δεν εκφέρουμε γνώμη όσον αφορά τη μελλοντική αξία ή χρηματιστηριακή τιμή των κινητών αξιών των Εταιρειών σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Σημειώνεται ότι στο παρελθόν, η εταιρεία μας και συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις έχουμε παράσχει τραπεζικές, χρηματοοικονομικές συμβουλευτικές, αναδοχικές και χρηματοδοτικές υπηρεσίες, καθώς και την παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία της φύλαξης και διαχείρισης χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, προς τις Εταιρείες και έχουμε λάβει αμοιβές για την παροχή αυτών των υπηρεσιών. Ωστόσο οι υπηρεσίες αυτές δεν σχετίζονται και δεν έχουν κάποιο αντίκτυπο στην αποτίμησή μας που διενεργήθηκε στα πλαίσια της παροχής γνώμης ως προς το εύλογο, δίκαιο και λογικό της Σχέσης Ανταλλαγής. Κατά την συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων μας, η εταιρεία μας και συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις ενδέχεται σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή να παρέχουμε τέτοιες υπηρεσίες προς τις Εταιρείες και να λάβουμε αμοιβή για την παροχή των υπηρεσιών αυτών.

Σύμφωνα με τους κανόνες που θεσπίζονται από το ν. 4514/2018 και τον Κανονισμό (ΕΕ) 2017/565 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο Σύμβουλος έχει καθιερώσει πρακτικές και διαδικασίες που αποσκοπούν στη διασφάλιση της ανεξαρτησίας κατά την παροχή των υπηρεσιών του, συμπεριλαμβανομένης της δημιουργίας «φραγμών στην πληροφόρηση» που περιλαμβάνουν τον περιορισμό της πρόσβασης των εργαζομένων σε πληροφορίες που αφορούν πελάτες με τους οποίους δεν είναι άμεσα εμπλεκόμενοι.

Η γνώμη μας που εκφράζεται σε αυτή την επιστολή παρέχεται εις αρωγήν του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας σε σχέση με τη Συγχώνευση και απευθύνεται στο Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας αποκλειστικά για το σκοπό αυτό. Η παρούσα επιστολή και η γνώμη η οποία εκφράζεται με αυτήν δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τρίτο, συνδεδεμένο ή μη με την Εταιρεία, καθιονδδήποτε τρόπο, για οποιονδήποτε άλλο σκοπό ούτε μπορεί να γίνει αναφορά σε αυτές, ή να διαδοθούν, μνημονευθούν ή αναπαραχθούν με οποιονδήποτε τρόπο, εν όλω ή εν μέρει, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη συγκατάθεση της Alpha Bank, με την εξαίρεση ότι αντίγραφο της παρούσας επιστολής μπορεί να συμπεριληφθεί στο σύνολό της σε οποιαδήποτε δημόσια καταχώρηση στην οποία υποχρεούται να προβεί η Εταιρεία αναφορικά με τη Συγχώνευση όπως επιτάσσει η σχετική νομοθεσία, συμπεριλαμβανομένης της δημοσίευσης ή δημοσιοποίησής της στο σύνολο της με οποιονδήποτε άλλο τρόπο ζητηθεί από τις αρμόδιες αρχές. Τέλος σημειώνεται ότι η παρούσα έκθεση ισχύει εφόσον η Συγχώνευση ολοκληρωθεί σύμφωνα με τους όρους που έχουν αποφασιστεί, ανακοινωθεί και περιλαμβάνονται στο σχέδιο του ΣΣΣ και το σχέδιο της Έκθεσης Διοικητικού Συμβουλίου που θα δοθούν στους μετόχους της Εταιρείας κατά την γενική συνέλευση, τα τελικά σχέδια των οποίων μας παρασχέθηκαν για τους σκοπούς της παροχής της γνώμης και θεωρήθηκαν ως δεδομένα.

Η παρούσα επιστολή και οποιαδήποτε θέματα, διαφορές, απαιτήσεις ή εξωσυμβατικές ενοχές που προκύπτουν από ή σε σχέση με αυτήν διέπονται από το Ελληνικό δίκαιο και υπάγονται στην αποκλειστική αρμοδιότητα των Δικαστηρίων των Αθηνών, Ελλάδα (συμπεριλαμβανομένης οποιασδήποτε διαφοράς σχετίζεται με οποιοσδήποτε εξωσυμβατικές ενοχές προκύπτουν από ή σε σχέση με την παρούσα επιστολή).

Με εκτίμηση,

Δ.Α.ΚΟΥΛΟΥΡΙΩΤΗ*

Π.Ι.ΚΑΝΑΚΑΚΗ*

**Το πρωτότυπο κείμενο φέρων τις πρωτότυπες υπογραφές έχει υποβληθεί στην Εταιρεία.*