



ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»

βάσει των διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν.3461/2006, στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών από την εταιρεία ELTRAK CP Limited

KPMG Ελεγκτική Α.Ε.

12 Αυγούστου 2019

Η παρούσα έκθεση αποτελείται από συνολικά 19 σελίδες
atm/EAP (1092465)

Περιεχόμενα

1	Εισαγωγή	1
2	Περιορισμοί του Έργου	2
3	Παρουσίαση Συναλλαγής	4
3.1	Σύντομο ιστορικό συναλλαγής	4
3.2	Πληροφορίες για την ΕΛΤΡΑΚ	4
3.3	Πληροφορίες για την αγοράστρια ELTRAK CP Limited	5
4	Πηγές Πληροφόρησης	6
5	Σημαντικές Παρατηρήσεις	7
6	Μεθοδολογίες Αποτίμησης	8
6.1	Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)	8
6.2	Συγκρίσιμες Εισηγμένες Εταιρείες (Comparable Companies Multiples)	10
6.3	Συγκρίσιμες Συναλλαγές (Comparable Transactions Multiples)	12
6.4	Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Adjusted Net Asset Value)	13
6.5	Χρηματιστηριακή Αξία (Stock Market Capitalization)	14
7	Συμπεράσματα	16

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

1 Εισαγωγή

Στα πλαίσια εντολής που μας δόθηκε με την επιστολή ανάθεσης που υπεγράφη αφενός από την CP Holdings Ltd. (εφεξής «Εντολέας» ή «CP Holdings») και αφετέρου από την KPMG Ελεγκτική Α.Ε. (εφεξής «KPMG» ή «Σύμβουλος»), υποβάλλουμε την έκθεση αποτίμησης των μετοχών της μητρικής εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.» (εφεξής «Εταιρεία») και των θυγατρικών της εταιρειών «ELTRAK BULGARIA EOOD» (εφεξής «ΕΛΤΡΑΚ Βουλγαρίας»), «ΕΛΑΣΤΡΑΚ Α.Ε.» (εφεξής «ΕΛΑΣΤΡΑΚ») και «ΧΡΥΣΑΦΗΣ Α.Ε.Β.Ε.» (εφεξής «ΧΡΥΣΑΦΗΣ») (από κοινού οριζόμενες ως «ΕΛΤΡΑΚ»), βάσει των διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006 στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών από την εταιρεία ELTRAK CP Limited (εφεξής «Προτείνων») - η οποία είναι θυγατρική εταιρεία της CP Holdings - κατόπιν εξαγοράς του 66.03% του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛΤΡΑΚ (εφεξής «Συναλλαγή») από τον Προτείνοντα.

Η εν λόγω έκθεση παρουσιάζει τις πληροφορίες και τα στοιχεία στα οποία βασιστήκαμε για την αποτίμηση της ΕΛΤΡΑΚ, τους περιορισμούς της εργασίας μας και τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης που διενεργήθηκε για να προσδιοριστεί το εύρος αξιών της ΕΛΤΡΑΚ μετά την επιλογή και εφαρμογή των κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης.

Η έκθεση αυτή έχει συνταχθεί αποκλειστικά για λογαριασμό του Προτείνοντος προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν. 3461/2006.

Επίσης η έκθεσή μας έχει συνταχθεί μόνο για το σκοπό που περιγράφεται στην παρούσα έκθεση και ως εκ τούτου δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανέναν άλλο σκοπό. Ο Σύμβουλος δεν αποδέχεται ουδεμία ευθύνη για το περιεχόμενο της παρούσας έκθεσης σε περίπτωση που αυτή χρησιμοποιηθεί από τρίτους, παρά μόνο στην περίπτωση που ζητηθεί από τον Προτείνοντα η άδεια προσκόμισης αντιγράφων σε τρίτους και ο Σύμβουλος δώσει τη γραπτή έγκρισή του πριν από την προσκόμιση αυτών.

Τέλος, επισημαίνεται ότι η εργασία μας και η εν λόγω έκθεση αποτίμησης βασίστηκε σε πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν από την Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ, για τις οποίες έχουμε λάβει υπογεγραμμένη Επιβεβαιωτική Επιστολή («Representation Letter»).

2 Περιορισμοί του Έργου

Ως ημερομηνία αναφοράς της παρούσας έκθεσης αποτίμησης της ΕΛΤΡΑΚ (εφεξής η «Έκθεση») ορίζεται η 31^η Δεκεμβρίου 2018 (εφεξής «**Ημερομηνία Αποτίμησης**») ενώ επισημαίνεται ότι ελήφθησαν υπόψη κατά την εργασία Αποτίμησης οποιαδήποτε γεγονότα είχαν σημαντική επίπτωση στα οικονομικά στοιχεία της ΕΛΤΡΑΚ έως και την ημερομηνία ολοκλήρωσης της Συναλλαγής (ήτοι 19 Ιουλίου 2019) καθώς και το σύνολο της πληροφόρησης που τέθηκε στην διάθεσή μας έως και την ημερομηνία σύνταξης της παρούσας Έκθεσης, για τα οποία λάβαμε γνώση από τη Διοίκηση της Εταιρείας.

Η Αποτίμηση προορίζεται για σκοπούς πληροφόρησης του Προτείνοντα και του επενδυτικού κοινού στο πλαίσιο της ισχύουσας νομοθεσίας περί Δημοσίων Προτάσεων και υπό την προϋπόθεση ότι δεν πρόκειται να κοινοποιηθεί, συνολικά ή τμηματικά, σε τρίτους πέραν της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς χωρίς την προηγούμενη έγγραφη συναίνεση της KPMG. Η KPMG δεν θα αποδεχθεί καμία ευθύνη προς κανένα τρίτο πρόσωπο στο οποίο η Έκθεση αυτή μπορεί να παρουσιαστεί ή το οποίο μπορεί να αποκτήσει αντίγραφο της έκθεσης αυτής και το οποίο δεν έχει αποδεχθεί τους όρους της μεταξύ μας σύμβασης συνεργασίας με ημερομηνία 1 Αυγούστου 2019, την οποία έχει αποδεχθεί και υπογράψει ο Προτείνων.

Απαγορεύεται ρητά η κοινοποίηση, αντιγραφή, αποστολή, μετάφραση, δημοσίευση ή διανομή της παρούσας Έκθεσης στο σύνολό της ή τμηματικά με οποιονδήποτε τρόπο, γραπτό, προφορικό ή ηλεκτρονικό, σε οποιονδήποτε τρίτο χωρίς την προηγούμενη γραπτή ρητή συναίνεση της KPMG Ελεγκτική ΑΕ. Απαγορεύεται η προβολή, παρουσίαση ή αναφορά του περιεχομένου της παρούσας, με ή χωρίς τη ρητή αναφορά και του λογοτύπου της KPMG Ελεγκτική ΑΕ.

Η Έκθεση βασίστηκε σε δημοσιευμένες πληροφορίες καθώς και στο επιχειρηματικό σχέδιο (εφεξής «**Επιχειρηματικό Σχέδιο**») της ΕΛΤΡΑΚ, το οποίο εκπονήθηκε και μας χορηγήθηκε από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ. Το Επιχειρηματικό Σχέδιο της ΕΛΤΡΑΚ αφορά την προβλεπόμενη περίοδο 2019-2024 (εφεξής «**Προβλεπόμενη Περίοδος**»), ενώ παράλληλα ελήφθησαν υπόψη και οι ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της χρήσης 2018 της ΕΛΤΡΑΚ, οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν σαν ιστορικό έτος βάσης καθώς επίσης και οποιαδήποτε γεγονότα είχαν σημαντική επίπτωση στα οικονομικά στοιχεία της ΕΛΤΡΑΚ έως και την ημερομηνία ολοκλήρωσης της Συναλλαγής (ήτοι 19 Ιουλίου 2019) καθώς και το σύνολο της πληροφόρησης που τέθηκε στην διάθεσή μας έως και την ημερομηνία σύνταξης της παρούσας Έκθεσης, για τα οποία λάβαμε γνώση από τη Διοίκηση της Εταιρείας.

Σημειώνεται ρητά ότι το Επιχειρηματικό Σχέδιο της ΕΛΤΡΑΚ, το οποίο αποτέλεσε τη βάση για την Αποτίμηση, έχει επισκοπηθεί και εγκριθεί από την πλευρά του Προτείνοντα. Η KPMG δεν εκφέρει καμία γνώμη, κρίση ή οποιαδήποτε μορφή διαβεβαίωσης αναφορικά με την ορθότητα, λογικότητα ή / και επιτευξιμότητα των παραδοχών οι οποίες διέπουν το Επιχειρηματικό Σχέδιο της ΕΛΤΡΑΚ.

Είναι πιθανό, μεταγενέστερα γεγονότα να καταστήσουν αναγκαία την εκ νέου επικαιροποίηση του Επιχειρηματικού Σχεδίου. Η αναμόρφωση ή η επικαιροποίηση της Έκθεσής μας με βάση νέα στοιχεία ή γεγονότα που πιθανόν να συμβούν μετά την παράδοση σε τελική μορφή, δεν αποτελούν μέρος του παρόντος έργου.

Η εργασία της KPMG δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση διενέργεια πλήρους ελέγχου (full-scope audit) των οικονομικών καταστάσεων της ΕΛΤΡΑΚ και για τον λόγο αυτό η παρούσα έκθεση δεν αποτελεί πιστοποιητικό ή έκθεση ελέγχου και δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον σκοπό αυτό. Δεν εκφέρουμε γνώμη ή οποιαδήποτε άλλη μορφή διαβεβαίωσης για τις παραδοχές που έχουν υιοθετηθεί ή για το εάν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις, όταν δημοσιευθούν,

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»

12 Αυγούστου 2019

θα έχουν ετοιμασθεί σύμφωνα με τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές. Επιπρόσθετα, είναι σύνηθες να υπάρχουν διαφορές μεταξύ προβλεπόμενων και πραγματικών αποτελεσμάτων, καθώς τα γεγονότα και οι περιστάσεις δεν επιβεβαιώνουν πάντοτε τις προβλέψεις που έχουν διενεργηθεί και οι αποκλίσεις αυτές ενδέχεται να είναι ουσιαστικές.

Τα ποσά σε ορισμένους πίνακες έχουν στρογγυλοποιηθεί για σκοπούς απλοποίησης, με αποτέλεσμα ορισμένα από τα συγκεντρωτικά ποσά που παρουσιάζονται στο κείμενο να μη συμφωνούν απόλυτα με τα αντίστοιχα αναλυτικά ποσά που εμφανίζονται στους πίνακες. Η στρογγυλοποίηση δεν επηρεάζει σε καμία περίπτωση την ακρίβεια των υπολογισμών.

Βασική αρχή για την εργασία της Αποτίμησης αποτελεί η παραδοχή ότι η ΕΛΤΡΑΚ θα συνεχίσει απρόσκοπτα τις εργασίες της στο απώτερο μέλλον (“going concern principle”).

Η KPMG δεν είχε άμεση πρόσβαση στα λογιστικά βιβλία και αρχεία της ΕΛΤΡΑΚ καθώς αυτό δεν προβλεπόταν στο σκοπό του έργου που περιγράφεται στη σχετική ανάθεση από τον Προτείνοντα. Ως αποτέλεσμα αυτού, η KPMG δεν επιβεβαίωσε ή ανέλυσε πληροφορίες που εμπεριέχονται στις οικονομικές καταστάσεις της ΕΛΤΡΑΚ.

Υποθέτουμε ότι όλες οι πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν είναι ακριβείς, πλήρεις και αντανakλούν κάθε δυνατή προσπάθεια της Διοίκησης της ΕΛΤΡΑΚ να περιγράψει αντικειμενικά την κατάσταση και τις προσδοκίες της κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης από λειτουργική και οικονομική άποψη.

Η ανάλυσή μας προϋποθέτει ότι η ΕΛΤΡΑΚ δεν έχει άλλα περιουσιακά στοιχεία ή δικαιώματα σε αυτά ή ενδεχόμενες υποχρεώσεις πλέον των όσων παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις, ή ουσιώδεις δεσμεύσεις, άλλες πέρα από αυτές που συνάδουν με τις συνθήκες δραστηριότητάς της, ούτε υπάρχει κάποια σημαντική δικαστική υπόθεση σε εκκρεμότητα, η οποία θα είχε ουσιώδη επίπτωση στην ανάλυση που διενεργήσαμε.

Επισημαίνεται ότι εάν οι Υπηρεσίες μας περιλαμβάνουν συμβουλές για τις οποίες απορρέει υποχρέωση από την Οδηγία (ΕΕ) 2018/822 του Συμβουλίου να γνωστοποιηθούν στις φορολογικές αρχές, ενδέχεται να χρειαστεί να αποκαλύψουμε προς αυτές πληροφορίες που περιλαμβάνονται στις συμβουλές μας, οι οποίες ενδέχεται να είναι κατά ένα μέρος εμπιστευτικές. Οι πληροφορίες αυτές ενδέχεται περαιτέρω να ανταλλαχθούν μεταξύ των φορολογικών αρχών άλλων Κρατών Μελών της ΕΕ. Ο καθορισμός και το εύρος των πληροφοριών που θα αποκαλυφθούν θα αποφασιστεί μεν από μέρους μας στο πλαίσιο που επιβάλλει ο νόμος, αλλά θα καταβληθεί κάθε δυνατή προσπάθεια να σας ενημερώσουμε εκ των προτέρων για οποιαδήποτε γνωστοποίηση χρειαστεί να κάνουμε σε σχέση με τις υπηρεσίες μας και, σε κάθε περίπτωση, θα σας χορηγήσουμε αντίγραφο της υποβληθείσας γνωστοποίησης. Στο βαθμό που επιτρέπεται από το νόμο, δεν φέρουμε ευθύνη απέναντί σας για οποιοσδήποτε συνέπειες μπορεί να προκύψουν από ή εξαιτίας της γνωστοποίησης.

Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, μια τέτοια γνωστοποίηση μπορεί να επιβάλλει επιπρόσθετες υποχρεώσεις σε εσάς (όπως η γνωστοποίηση σχετικών πληροφοριών στη φορολογική σας δήλωση) και η μη συμμόρφωση στις υποχρεώσεις αυτές μπορεί να επιφέρει κυρώσεις.

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»

12 Αυγούστου 2019

3 Παρουσίαση Συναλλαγής

3.1 Σύντομο ιστορικό συναλλαγής

Στις 4 Ιουλίου 2019 η Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ ανακοίνωσε ότι έλαβε, δια επιστολών, ενημέρωση ότι οι κάτωθι βασικοί μέτοχοί της, ήτοι οι MELCOURT (JERSEY) LIMITED, Πολίτης Αναστάσιος-Αλέξανδρος, Κόβας Γεώργιος και Κόβα Ισαβέλλα, καθώς και λοιπά μέλη της οικογένειας Πολίτη συμφώνησαν με την ELTRAK CP Limited για την πώληση όλων των μετοχών που έκαστος κατέχει που αντιστοιχούν συνολικά σε ποσοστό 66.03 % περίπου επί του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛΤΡΑΚ (ήτοι οι βασικοί μέτοχοι α) MELCOURT (JERSEY) LIMITED 32.39% περίπου, β) ο Πολίτης Αναστάσιος-Αλέξανδρος 11.027% περίπου, γ) ο Κόβας Γεώργιος 6.405% περίπου, δ) η Κόβα Ισαβέλλα 10.89% περίπου, και ε) τα λοιπά μέλη της οικογένειας Πολίτη σε ποσοστό περίπου 5.32% συνολικά). Επισημαίνεται ότι το συνολικό τίμημα της ως άνω συναλλαγής, ανέρχεται σε ποσό ΕΥΡΩ 3.288 ανά μετοχή.

Κατόπιν τούτου, στις 24 Ιουλίου 2019, η Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ με συμπληρωματική δημοσίευση, ανακοίνωσε στο επενδυτικό κοινό ότι η μεταβίβαση των μετοχών της ΕΛΤΡΑΚ που είχε ανακοινωθεί στις 4 Ιουλίου 2019 ολοκληρώθηκε επιτυχώς. Επιπλέον, στην ίδια δημοσίευση, η Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ ενημέρωσε το επενδυτικό κοινό πως, κατόπιν έγγραφης ενημέρωσης από την CP Holdings Ltd., την κα Iris Gibbor - ως ελέγχουσες ως ανωτέρω την αγοράστρια εταιρεία ELTRAK CP Limited - και την κα Νατάσα Κόβα (η τελευταία με ποσοστό συμμετοχής στην ΕΛΤΡΑΚ 10,89%), η ELTRAK CP Limited και η κα Νατάσα Κόβα, δυνάμει προφορικής συμφωνίας, αποφάσισαν να ενεργούν συντονισμένα για τον έλεγχο της ΕΛΤΡΑΚ, ελέγχοντας δικαιώματα ψήφου που αντιπροσωπεύουν ποσοστό περίπου 76.92% των δικαιωμάτων ψήφου της ΕΛΤΡΑΚ και του μετοχικού κεφαλαίου, κατέχοντας συνολικά 10.807.756 μετοχές της ΕΛΤΡΑΚ.

Κατόπιν των ανωτέρω, ο Προτείνων κατέστη υπόχρεος για την υποβολή υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών, σύμφωνα με το άρθρο 7 παράγραφος 1 του Ν. 3461/2006 καθώς την 4^η Ιουλίου 2019 απέκτησε 66.03% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της ΕΛΤΡΑΚ.

3.2 Πληροφορίες για την ΕΛΤΡΑΚ

Ο Όμιλος εταιρειών ΕΛΤΡΑΚ αποτελείται από την μητρική **ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.** και τις θυγατρικές **ΕΛΤΡΑΚ Βουλγαρίας**, **ΕΛΑΣΤΡΑΚ** και **ΧΡΥΣΑΦΗΣ**, οι δραστηριότητες των οποίων παρουσιάζονται αναλυτικά ακολούθως:

Η **ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.** η οποία ιδρύθηκε το 1982 και είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1991, έχει ως κύρια δραστηριότητα την αποκλειστική εμπορία και διανομή των προϊόντων της Caterpillar στην Ελλάδα. Ειδικότερα η σειρά προϊόντων Caterpillar περιλαμβάνει τα εξής: χωματοουργικά μηχανήματα, ναυτιλιακές μηχανές, ηλεκτροπαραγωγικά ζεύγη, ανυψωτικά, παλετοφόρα και περονοφόρα μηχανήματα. Επίσης, η Εταιρεία αντιπροσωπεύει τις JLG εναέριες πλατφόρμες καθώς και κινητήρες MaKmarine στην Ελλάδα.

Η **ΕΛΤΡΑΚ Βουλγαρίας** ιδρύθηκε το 2006 και αποτελεί τον αποκλειστικό διανομέα των προαναφερθέντων προϊόντων της Caterpillar στην αγορά της Βουλγαρίας.

Η **ΕΛΑΣΤΡΑΚ** ιδρύθηκε το 2001, ενεργώντας ως επίσημος αποκλειστικός διανομέας για τα ελαστικά Bridgestone, Firestone και Dayton στην Ελλάδα για επιβατικά οχήματα, οχήματα 4x4, ελαφρά και βαρέα φορτηγά, βιομηχανικά και χωματοουργικά μηχανήματα. Τονίζεται ότι η



ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

ΕΛΑΣΤΡΑΚ πρόσφατα ανανέωσε τη συμφωνία αποκλειστικής διανομής των προϊόντων της Bridgestone στην Ελλάδα έως και τα τέλη του έτους 2022.

Η **ΧΡΥΣΑΦΗΣ** δεν έχει εμπορική δραστηριότητα από το 2012 ενώ η διανομή και η αντιπροσώπευση των προϊόντων Palfinger έχει γίνει μέρος των δραστηριοτήτων της ΕΛΤΡΑΚ.

3.3 Πληροφορίες για την αγοράστρια ELTRAK CP Limited

Η αγοράστρια εταιρεία **ELTRAK CP Limited**, ελέγχεται κατά 100% από την **CONMACH Ltd.**, η οποία ακολούθως ελέγχεται κατά 100% από την **CP Holdings Ltd.**

Επισημαίνεται ότι η CP Holdings Ltd. έχει επενδύσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο, την Ευρώπη, τη Μέση Ανατολή και την Αφρική καθώς επίσης την αντιπροσωπεία Caterpillar σε δύο ακόμα αγορές του εξωτερικού.

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

4 Πηγές Πληροφόρησης

Για την υλοποίηση της εργασίας μας, έγινε επισκόπηση και χρήση πληροφοριών και στοιχείων συμπεριλαμβανομένων των παρακάτω:

- Το εγκεκριμένο από τη Διοίκηση και τον Προτείνοντα Επιχειρηματικό Σχέδιο της ΕΛΤΡΑΚ το οποίο περιλαμβάνει μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές και λειτουργικές προβλέψεις για την περίοδο 2019 – 2024, το οποίο παραδόθηκε στο Σύμβολο από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ.
- Δημοσιευμένες και ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της ΕΛΤΡΑΚ για τις χρήσεις 2017 και 2018.
- Πληροφοριακά στοιχεία αναφορικά με τη λειτουργία της ΕΛΤΡΑΚ και το επενδυτικό της σχέδιο, όπως μας παραδοθήκαν από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ.
- Στοιχεία και πληροφορίες για ομοειδείς της ΕΛΤΡΑΚ εταιρείες εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια.
- Τιμές κλεισίματος μετοχών της ΕΛΤΡΑΚ για την περίοδο 1^η Ιανουαρίου 2018 – 31 Δεκεμβρίου 2018
- Έκθεση Αποτίμησης Ακινήτων της ΕΛΤΡΑΚ με ημερομηνία αναφοράς 30 Ιουνίου 2019, η οποία διενεργήθηκε από την εταιρεία ανεξάρτητων εκτιμητών ακινήτων με την επωνυμία «American Appraisal Hellas».
- Γενικά μακροοικονομικά μεγέθη από ιστοσελίδες και βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιρειών.
- Ιστοσελίδα του Aswath Damodaran, Stern School of Business / New York University (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)
- Economist Intelligence Unit, Greek & Bulgarian Economic Outlook, Ιούλιος 2019
- Ιστοσελίδα Thomson Reuters
- Βάση δεδομένων Standard & Poors Capital IQ
- Τράπεζα της Ελλάδος, Στοιχεία Επιτοκίων περιόδου 1^η Ιανουαρίου 2018 – 31 Δεκεμβρίου 2018
- Κεντρική Τράπεζα της Βουλγαρίας, Στοιχεία Επιτοκίων περιόδου 1^η Ιανουαρίου 2018 - 31 Δεκεμβρίου 2018
- Λοιπές Διεθνείς Βάσεις Δεδομένων
- Επίσημη ανακοίνωση της Διοίκησης της ΕΛΤΡΑΚ με ημερομηνία 14 Μαρτίου 2019 αναφορικά με την πώληση της συμμετοχής της ΕΛΤΡΑΚ στην ΕΛΤΡΕΚΚΑ Α.Ε.

Η αποτίμηση των μετοχών της ΕΛΤΡΑΚ, βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία καθώς και σε στοιχεία και πληροφορίες που προέκυψαν από συζητήσεις και γραπτές επικοινωνίες με στελέχη της Διοίκησης της ΕΛΤΡΑΚ, η οποία και μας διαβεβαίωσε ότι οι πληροφορίες και τα στοιχεία που μας παρασχέθηκαν είναι ακριβή και πλήρη.

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»

12 Αυγούστου 2019

5 Σημαντικές Παρατηρήσεις

Ακολουθώς παρουσιάζονται σημαντικά γεγονότα και παρατηρήσεις που ελήφθησαν υπόψη κατά τη διενέργεια της εργασίας Αποτίμησης της ΕΛΤΡΑΚ. Ειδικότερα:

- i. Σύμφωνα με την πληροφόρηση που λάβαμε από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ, η εταιρεία ΧΡΥΣΑΦΗΣ δεν έχει εμπορική δραστηριότητα από το έτος 2012 και ως εκ τούτου δεν έχει ληφθεί υπόψη στην εργασία Αποτίμησης της ΕΛΤΡΑΚ καθώς η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της ΧΡΥΣΑΦΗΣ θεωρείται μηδενική. Τα παραπάνω επιβεβαιώθηκαν επίσης από τις οικονομικές καταστάσεις της ΧΡΥΣΑΦΗΣ για το 2018, οι οποίες τέθηκαν στην διάθεσή μας από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ.
- ii. Στην εργασία Αποτίμησης λάβαμε υπόψη μας την πώληση της κατά 50% συμμετοχής στην ΕΛΤΡΑΚ στην ΕΛΤΡΕΚΚΑ Α.Ε., η οποία ολοκληρώθηκε στις 03 Ιουνίου 2019. Για την προαναφερθείσα συναλλαγή παραθέτουμε τις επίσημες εταιρικές ανακοινώσεις:
 - α) Η ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε στις 14/03/2019, προέβη στην παρακάτω ανακοίνωση στο <https://www.helex.gr/el/> και το <https://www.eltrak.gr/>:
Βάσει της κείμενης νομοθεσίας η «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.» ενημερώνει το επενδυτικό κοινό και τους μετόχους της για τα εξής:
Δυνάμει της από 14/3/2019 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας, υπογράφηκε σύμβαση σχετικά με τη μεταβίβαση του συνόλου των μετοχών που κατέχει η ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε. στην εταιρεία ΕΛΤΡΕΚΚΑ Α.Ε. προς την εμμέσως κατά 50% συμμετέχουσα στην τελευταία ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ Α.Τ.Ε.Ε., με τις συνήθεις αιρέσεις και εγγυοδοτικές δηλώσεις που προβλέπονται σε αντίστοιχες συναλλαγές.
Θα προηγηθεί μείωση μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛΤΡΕΚΚΑ Α.Ε., με συμψηφισμό ζημιών, ύψους ΕΥΡΩ 4.3 εκατ. και κατόπιν αύξηση κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, ύψους ΕΥΡΩ 7.0 εκατ., που θα καλυφθεί από την ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.. Οι μετοχές θα μεταβιβασθούν με συμβολικό τίμημα, έναντι ανάληψης των εγγυήσεων των δανειακών υποχρεώσεων της ΕΛΤΡΕΚΚΑ Α.Ε. από τον αγοραστή. Με βάση τα τελευταία δημοσιευμένα στοιχεία της Εταιρείας και του Ομίλου μας, η επίπτωση από τη μεταβίβαση της συμμετοχής στην ΕΛΤΡΕΚΚΑ Α.Ε. θα δημιουργήσει, σε ενοποιημένη βάση, ζημία ΕΥΡΩ 7.5 εκατ.
 - β) Η ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε στις 03/06/2019, προέβη στην παρακάτω ανακοίνωση στο <https://www.helex.gr/el/> και το <https://www.eltrak.gr/>:
Σε συνέχεια της από 14/03/2019 ανακοίνωσης, και σύμφωνα με τα εκεί αναφερόμενα, η ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε. πληροφορεί το επενδυτικό κοινό ότι ολοκληρώθηκε η πώληση της συμμετοχής της στην εταιρεία ΕΛΤΡΕΚΚΑ Α.Ε. που δραστηριοποιείται στον τομέα ανταλλακτικών αυτοκινήτων και logistics, στην ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ Α.Τ.Ε.Ε..
- iii. Σύμφωνα με την πληροφόρηση που λάβαμε από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ, ανατέθηκε στην εταιρεία ανεξάρτητων εκτιμητών ακινήτων με την επωνυμία «American Appraisal Hellas» η διενέργεια επανεκτίμησης των ακινήτων περιουσιακών στοιχείων της ΕΛΤΡΑΚ με ημερομηνία αναφοράς 30 Ιουνίου 2019. Επισημαίνεται ότι η εν λόγω έκθεση αποτίμησης τέθηκε στην διάθεσή μας και ελήφθη υπόψη κατά τη σύνταξη της παρούσας Έκθεσης.

6 Μεθοδολογίες Αποτίμησης

Για τον προσδιορισμό της τιμής των μετοχών της ΕΛΤΡΑΚ, διενεργήσαμε Αποτίμηση της αξίας της ΕΛΤΡΑΚ σε επίπεδο ομίλου. Για την αποτίμηση της ΕΛΤΡΑΚ θεωρήθηκε σκόπιμο να εφαρμοστούν περισσότερες από μία μεθοδολογίες αποτίμησης καθώς αυτό διευρύνει την Αποτίμηση και επιτρέπει την ουσιώδη αξιολόγηση των αποτελεσμάτων αυτής. Στη συνέχεια, αξιολογήθηκε η καταλληλότητα της κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόστηκαν συντελεστές στάθμισης στα αποτελέσματα εκάστης εκ των μεθοδολογιών αποτίμησης. 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 εφαρμόστηκαν οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μεθοδολογίες αποτίμησης:

- Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)
- Συγκρίσιμες Εισηγμένες Εταιρείες (Comparable Companies Multiples)
- Συγκρίσιμες Συναλλαγές (Comparable Transactions)
- Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Adjusted Net Asset Value)
- Χρηματιστηριακή Αξία (Stock Market Capitalization)

6.1 Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)

Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Η μεθοδολογία των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows –DFCF) αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εταιρειών παγκοσμίως. Η εν λόγω μεθοδολογία εξετάζει μια εταιρεία δυναμικά και όχι στατικά, λαμβάνοντας υπόψη την στρατηγική ανάπτυξής της, την μελλοντική απόδοσή της κατά τη διάρκεια της προβλεπόμενης περιόδου καθώς και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της υπό αποτίμηση εταιρείας.

Ειδικότερα, η αξία μιας εταιρείας προέρχεται από τις μελλοντικές πηγές εισοδήματός της και συνεπώς ο θεωρητικά ορθός τρόπος για τον καθορισμό της αξίας της είναι η εξέταση των εκτιμώμενων ελεύθερων ταμειακών ροών.

Βάσει της μεθοδολογίας της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, οι προβλεπόμενες ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται κατά την ημερομηνία αποτίμησης προσδιορίζοντας έτσι την παρούσα αξία των ταμειακών ροών της εταιρείας. Επιπρόσθετα, μετά το πέρας του χρονικού διαστήματος για το οποίο διενεργούνται προβλέψεις (ήτοι εκτιμώμενη περίοδος), υπολογίζεται η υπολειμματική (τερματική) αξία, η οποία επίσης ανάγεται σε όρους παρούσας αξίας κατά την ημερομηνία αποτίμησης και συνυπολογίζεται στη συνολική αξία της επιχείρησης.

Κατά τον υπολογισμό της υπολειμματικής (τερματικής) αξίας πρέπει να ληφθεί υπόψη η δυνατότητα μιας εταιρείας για περαιτέρω ανάπτυξη μετά το τέλος του χρονικού ορίζοντα των προβλέψεων. Η συνηθέστερη μέθοδος είναι η εφαρμογή του «μοντέλου σταθερού ρυθμού ανάπτυξης» («constant growth model»), με βάση το οποίο αναμένεται στο διηνεκές ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης της προβλεπόμενης ελεύθερης ταμειακής ροής του τελευταίου έτους του ορίζοντα προβλέψεων.

Σύμφωνα με την εν λόγω μεθοδολογία, ο χρονικός ορίζοντας που επιλέγεται για τη διενέργεια προβλέψεων πρέπει να έχει τέτοια διάρκεια ώστε να διασφαλίζεται για την εταιρεία η

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

σταθερότητα των κερδών ή / και να αντικατοπτρίζεται ένας ολοκληρωμένος οικονομικός κύκλος στην περίπτωση που η εταιρεία ανήκει σε κλάδο ο οποίος χαρακτηρίζεται από κυκλικότητα. Συνήθως, η περίοδος πρόβλεψης κυμαίνεται μεταξύ τριών και πέντε ετών, αλλά μπορεί να διαφοροποιηθεί ανάλογα με τον κλάδο και τον τομέα στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία.

Το επιτόκιο με βάση το οποίο προεξοφλούνται οι ελεύθερες ταμειακές ροές (ήτοι «Προεξοφλητικό Επιτόκιο») πρέπει να αντανakλά τον κίνδυνο ο οποίος σχετίζεται με τη μελλοντική δραστηριότητα της υπό αποτίμηση εταιρείας. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων («ΜΣΚΚ»).

Στη συνέχεια, προκειμένου να υπολογιστεί η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας από τη συνολική υπολογισθείσα αξία της επιχείρησης («Enterprise Value») αφαιρείται ο καθαρός δανεισμός (ήτοι συνολικός δανεισμός μείον ταμειακά διαθέσιμα & ισοδύναμα της εταιρείας) κατά την ημερομηνία αποτίμησης, ενώ παράλληλα προστίθεται η αξία των μη-λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (εφόσον αυτά υφίστανται).

Τονίζεται ότι κατά την εφαρμογή της ως ανωτέρω μεθοδολογίας και λόγω του γεγονότος ότι η ΕΛΤΡΑΚ έχει θυγατρικές με διαφορετικές επιχειρηματικές δραστηριότητες καθώς και χώρα δραστηριοποίησης - όπως περιγράφεται αναλυτικά στην ενότητα 3.2 της παρούσας Έκθεσης - δημιουργήσαμε τρία (3) διακριτά χρηματοοικονομικά μοντέλα αποτίμησης, για την μητρική Εταιρεία και τις θυγατρικές ΕΛΤΡΑΚ Βουλγαρίας και ΕΛΑΣΤΡΑΚ, χρησιμοποιώντας τις αντίστοιχες προβλέψεις για την προβλεπόμενη περίοδο 2019-2024, όπως αυτές μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ, τα οποία αθροιστικά καταλήγουν στην αξία Ιδίων Κεφαλαίων της ΕΛΤΡΑΚ («Sum of the Parts Method»).

Τέλος, επισημαίνεται ότι ως Ημερομηνία Αποτίμησης έχει οριστεί η 31^η Δεκεμβρίου 2018 ενώ κατά την εργασία Αποτίμησης ελήφθησαν υπόψη οποιαδήποτε γεγονότα είχαν σημαντική επίπτωση στα οικονομικά στοιχεία της ΕΛΤΡΑΚ έως και την ημερομηνία ολοκλήρωσης της Συναλλαγής (ήτοι 19 Ιουλίου 2019) καθώς και το σύνολο της πληροφόρησης που τέθηκε στην διάθεσή μας έως και την ημερομηνία σύνταξης της παρούσας Έκθεσης, για τα οποία λάβαμε γνώση από τη Διοίκηση της Εταιρείας.

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου («ΜΣΚΚ») είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία. Θεωρείται ως ο πιο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης καθώς λαμβάνει υπόψη ποιοτικούς παράγοντες όπως: ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται, το πριμ κινδύνου της υπο αποτίμηση εταιρείας λαμβάνοντας υπόψη το επιχειρηματικό πλάνο και την στρατηγική υλοποίησής του καθώς και το πριμ κινδύνου της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία.

Με βάση τα ανωτέρω, στην περίπτωση της Εταιρείας το ΜΣΚΚ υπολογίστηκε σε **9,6%**, της ΕΛΤΡΑΚ Βουλγαρίας σε **9,3%** και της ΕΛΑΣΤΡΑΚ σε **9,5%**.

Παραδοχές Μεθοδολογίας Προεξόφλησης Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Οι προβλέψεις που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της εν λόγω μεθοδολογίας μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ και εξετάστηκαν για το εύλογό τους σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία της ΕΛΤΡΑΚ και τις προοπτικές του κλάδου δραστηριοποίησής της.

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

Με βάση τα ανωτέρω, η μέση αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της ΕΛΤΡΑΚ κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης εκτιμάται σε ΕΥΡΩ 45 483 χιλιάδες ενώ αντιστοίχως η τιμή ανά μετοχή εκτιμάται σε **ΕΥΡΩ 3,24**.

Αναλυτικά οι υπολογισμοί παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Ενοποιημένα αποτελέσματα ΕΛΤΡΑΚ Μεθοδολογία Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών			
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	Ελάχιστη Τιμή	Μέση Τιμή	Μέγιστη Τιμή
Αξία Επιχείρησης ΕΛΤΡΑΚ (31.12.2018)	57.833	61.008	64.836
Μείον: Δάνεια (31.12.2018)		(28.812)	
Συν: Μετρητά (31.12.2018)		13.069	
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων ΕΛΤΡΑΚ (31.12.2018)	42.091	45.265	49.093
Μέση αξία Ιδίων Κεφαλαίων ΕΛΤΡΑΚ		45.483	
Αριθμός διαθέσιμων μετοχών		14.050.971	
Τιμή ανά μετοχή (ΕΥΡΩ)		3,24	

Πηγή: Ανάλυση KPMG

6.2 Συγκρίσιμες Εισηγμένες Εταιρείες (Comparable Companies Multiples)

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών (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 («intrinsic value»). Η εκτίμηση της αξίας γίνεται με τη χρήση χρηματιστηριακών δεικτών αποτίμησης, οι οποίοι υπολογίζονται με βάση τη χρηματιστηριακή αξία και αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη εισηγμένων ομοειδών εταιρειών, του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Η Αποτίμηση βάσει Συγκρίσιμων Εισηγμένων Εταιρειών διενεργήθηκε προσδιορίζοντας αντιπροσωπευτικό και επαρκές δείγμα ομοειδών εταιρειών προς την ΕΛΤΡΑΚ. Επισημαίνεται ότι δημιουργήθηκαν διαφορετικά δείγματα ανά επιχειρηματική δραστηριότητα της ΕΛΤΡΑΚ, όπως παρουσιάζονται ακολούθως:

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

— Δραστηριότητα εμπορίας μηχανημάτων

Ανάλυση Συγκρίσιμων Εταιρειών									
Εταιρεία	Χώρα	EV/EBITDA				EV/EBIT			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Epiroc AB (publ)	Σουηδία	12,6x	11,6x	10,3x	9,6x	14,6x	13,7x	11,9x	11,1x
Jungheinrich Aktiengesellschaft	Γερμανία	11,6x	6,7x	6,5x	6,2x	14,4x	14,2x	13,1x	12,3x
Manitou BF SA	Γαλλία	7,0x	5,8x	5,3x	4,9x	8,7x	7,6x	6,8x	6,3x
Palfinger AG	Αυστρία	7,6x	6,5x	5,8x	5,5x	11,0x	8,9x	8,0x	7,6x
Astec Industries, Inc.	Η.Π.Α.	24,6x	6,9x	6,3x	n/a	n/a	9,3x	8,0x	7,3x
Caterpillar Inc.	Η.Π.Α.	10,1x	9,8x	8,9x	8,3x	13,5x	12,5x	11,0x	9,9x
CNH Industrial N.V.	Βρετανία	12,1x	12,8x	11,8x	11,3x	19,5x	17,8x	15,4x	14,1x
ASV Holdings, Inc.	Η.Π.Α.	7,0x	5,8x	4,5x	3,7x	21,5x	19,1x	8,4x	5,6x
Ferronordic AB	Σουηδία	7,5x	6,8x	5,9x	4,9x	8,6x	7,9x	6,7x	5,6x
H&E Equipment Services, Inc.	Η.Π.Α.	10,8x	4,8x	4,6x	4,8x	12,7x	12,1x	11,6x	12,1x
Palfinger AG	Αυστρία	7,6x	6,5x	5,8x	5,5x	11,0x	8,9x	8,0x	7,6x
Strongco Corporation	Καναδάς	18,7x	8,0x	6,1x	n/a	24,5x	n/a	n/a	n/a
Titan Machinery Inc.	Η.Π.Α.	11,8x	12,6x	10,5x	n/a	21,1x	21,3x	16,6x	n/a
Toromont Industries Ltd.	Καναδάς	10,4x	9,9x	9,0x	8,3x	14,5x	13,8x	12,2x	11,0x
Διάμεσος		10,6x	6,9x	6,2x	5,5x	14,4x	12,5x	11,0x	8,7x

— Δραστηριότητα ελαστικών

Ανάλυση Συγκρίσιμων Εταιρειών									
Εταιρεία	Χώρα	EV/EBITDA				EV/EBIT			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Compagnie Générale des Établissements Michelin	Γαλλία	5,7x	5,5x	5,0x	4,8x	8,7x	8,3x	7,5x	7,1x
Firma Oponiarska Debica S.A.	Πολωνία	3,5x	n/a	n/a	n/a	6,7x	n/a	n/a	n/a
Nokian Renkaat Oyj	Φιλανδία	7,9x	7,9x	7,6x	7,2x	9,8x	10,0x	9,8x	9,3x
Pirelli & C. S.p.A.	Ιταλία	8,7x	8,3x	7,4x	6,7x	12,9x	11,0x	9,7x	8,6x
PJSC Nizhnekamskshina	Ρωσία	2,4x	n/a	n/a	n/a	9,8x	n/a	n/a	n/a
Cooper Tire & Rubber Company	Η.Π.Α.	6,9x	6,4x	5,9x	4,9x	12,8x	11,3x	9,7x	7,3x
The Goodyear Tire & Rubber Company	Η.Π.Α.	5,3x	5,1x	4,8x	4,4x	8,7x	8,5x	7,9x	7,1x
Continental Aktiengesellschaft	Γερμανία	6,2x	5,0x	4,6x	4,2x	10,6x	7,6x	6,9x	6,3x
Σύνολο									
Διάμεσος		5,9x	6,0x	5,5x	4,8x	9,8x	9,3x	8,8x	7,2x

Λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες της ΕΛΤΡΑΚ καθώς και των επιχειρηματικών κλάδων στους οποίους δραστηριοποιείται, οι δείκτες αποτίμησης οι οποίοι εξετάστηκαν και θεωρούνται ως οι καταλληλότεροι είναι οι εξής: i) Αξία Επιχείρησης / Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων («EV/EBITDA») και ii) η Αξία Επιχείρησης / Κέρδη προ Τόκων & Φόρων («EV/EBIT»).

Επισημαίνεται ότι οι συγκεκριμένοι δείκτες θεωρούνται καταλληλότεροι σε σύγκριση με λοιπούς δείκτες (πχ. Αξία Επιχείρησης/Πωλήσεις, ήτοι «EV/Revenue») καθώς:

- Θεωρούνται ευρέως αποδεκτοί από οικονομικούς αναλυτές;
- Λαμβάνουν υπόψη τη λειτουργική κερδοφορία της ΕΛΤΡΑΚ, καθώς οι πωλήσεις μιας εταιρείας δεν αποτελούν αντιπροσωπευτική ένδειξη της απόδοσής της και

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

— Δεν επηρεάζονται από την κεφαλαιακή διάρθρωση της ΕΛΤΡΑΚ.

Οι προαναφερθέντες επιλεγμένοι δείκτες αποτίμησης εκτιμήθηκαν ως η διάμεσος των αντίστοιχων δεικτών του δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών ανά επιχειρηματική δραστηριότητα για το έτος 2018 αλλά και για τα προβλεπόμενα έτη 2019, 2020 και 2021, βασιζόμενοι σε εκτιμήσεις αναλυτών από την βάση δεδομένων S&P Capital IQ.

Ακολουθώντας, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα αποτίμησης της ΕΛΤΡΑΚ κατόπιν εφαρμογής των επιλεγμένων δεικτών στα αντίστοιχα ιστορικά και προβλεπόμενα οικονομικά στοιχεία της ΕΛΤΡΑΚ (ανά επιχειρηματική δραστηριότητα) της περιόδου 2019-2021.

Όπως παρουσιάζεται και στον κάτωθι πίνακα η μέση αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της ΕΛΤΡΑΚ κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης εκτιμάται σε ΕΥΡΩ 42 061 χιλιάδες ενώ αντιστοίχως η τιμή ανά μετοχή εκτιμάται σε **ΕΥΡΩ 2,99**.

Ενοποιημένα αποτελέσματα ΕΛΤΡΑΚ Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Εταιρειών		
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	EV/EBITDA	EV/EBIT
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων ΕΛΤΡΑΚ (31.12.2018)	37.256	46.867
Μέση αξία Ιδίων Κεφαλαίων ΕΛΤΡΑΚ	42.061	
Αριθμός διαθέσιμων μετοχών	14.050.971	
Τιμή ανά μετοχή (ΕΥΡΩ)	2,99	

Πηγή: Ανάλυση KPMG

Επισημαίνεται ότι η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας ενδεχομένως περιορίζεται από παράγοντες που αφορούν τις εταιρείες του δείγματος, όπως:

- Το εύρος προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων της κάθε εταιρείας.
- Το μέγεθος της κάθε εταιρείας.
- Το περιθώριο κέρδους και την κεφαλαιακή της διάρθρωση.
- Τις επικρατούσες συνθήκες στη χώρα ή τις χώρες που δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία.
- Το χρηματιστήριο στο οποίο είναι εισηγμένη η κάθε εταιρεία.

6.3 Συγκρίσιμες Συναλλαγές (Comparable Transactions Multiples)

Η μέθοδος των Δεικτών (Πολλαπλασίων) των Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions Multiples) έχει ως σκοπό τον υπολογισμό πολλαπλασιαστών επί βασικών οικονομικών μεγεθών εταιρειών, οι οποίες υπήρξαν πρόσφατα στόχοι εξαγορών ή συγχωνεύσεων. Οι συναλλαγές αυτές προσδιορίζονται βάσει αντικειμένου δραστηριότητας της εταιρείας-στόχου, καταβάλλοντας προσπάθεια έτσι ώστε το αντικείμενο των εταιρειών-στόχων να είναι όσο το δυνατό περισσότερο συγκρίσιμο και ομοειδές με αυτό της υπό αποτίμησης εταιρείας.

Επισημαίνεται ότι η εφαρμογή της ως άνω μεθοδολογίας για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛΤΡΑΚ δεν κατέστη εφικτή δεδομένου ότι κατόπιν ενδελεχούς ελέγχου από τον Σύμβουλο, ο αριθμός των συγκρίσιμων συναλλαγών προς την ΕΛΤΡΑΚ με διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία θεωρείται ιδιαίτερως περιορισμένος.

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»

12 Αυγούστου 2019

6.4 Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Adjusted Net Asset Value)

Η μεθοδολογία της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης (Adjusted Net Asset Value) επικεντρώνεται στα στοιχεία της Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης (Ισολογισμού) μιας εταιρείας και χρησιμοποιείται προκειμένου να εκτιμηθεί η διαφορά μεταξύ της εύλογης αξίας του ενεργητικού και των υποχρεώσεων μιας εταιρείας.

Συγκεκριμένα, η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης έχει ως αφητηρία την Καθαρή Θέση (ήτοι το Σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων) της Εταιρείας. Σύμφωνα με την εν λόγω μεθοδολογία, ο αποτιμητής εφαρμόζοντας επαγγελματική κρίση, ενσωματώνει στην ανάλυσή του μια σειρά από διαδοχικές διαδικασίες αποτίμησης στοιχείων ενεργητικού και παθητικού. Το αποτέλεσμα αυτών των διαδικασιών αποτίμησης είναι μια τρέχουσα εκτίμηση αναφορικά με την αξία των Ιδίων Κεφαλαίων μιας εταιρείας μιας και τα στοιχεία ενεργητικού και υποχρεώσεων της εταιρείας έχουν αναπροσαρμοσθεί από λογιστικές αξίες σε εύλογες αξίες.

Επισημαίνεται ότι λογιστική αξία ενδέχεται να διαφέρει από την εύλογη αξία (μεταξύ άλλων) λόγω των παρακάτω συνθηκών:

1. Οι λογιστικές αρχές καθώς επίσης και η βάση παρουσίασης των κονδυλίων στις οικονομικές καταστάσεις επηρεάζουν το κατά πόσο ένα κονδύλι (είτε Ενεργητικού είτε Παθητικού) έχει απεικονιστεί σε όρους εύλογης αξίας.
2. Η τρέχουσα αξία ενός περιουσιακού στοιχείου διαφέρει από το ιστορικό κόστος.
3. Συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία όπως για παράδειγμα η υπεραξία δεν προσμετρώνται στον υπολογισμό της Καθαρής Θέσης.
4. Στις οικονομικές καταστάσεις δεν έχουν ενσωματωθεί ενδεχόμενες αλλαγές στις εύλογες αξίες των περιουσιακών στοιχείων ή / και υποχρεώσεων (όπως π.χ. επανεκτιμήσεις, απομειώσεις κλπ.)

Προκειμένου να εφαρμοστεί η μεθοδολογία της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης και να υπολογιστεί η Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση της ΕΛΤΡΑΚ κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης, λάβαμε υπόψη μας τα ακόλουθα:

- i. Ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της ΕΛΤΡΑΚ (σε ενοποιημένη βάση) κατά την 31^η Δεκεμβρίου 2018
- ii. τις σημειώσεις του ορκωτού ελεγκτή λογιστή επί των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων της ΕΛΤΡΑΚ καθώς και
- iii. σημαντικά γεγονότα που επηρέασαν τις οικονομικές καταστάσεις της ΕΛΤΡΑΚ μέχρι και την ολοκλήρωση της Συναλλαγής, όπως αυτά αναφέρονται αναλυτικά στην Ενότητα 5 της παρούσας Έκθεσης.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, η Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση της ΕΛΤΡΑΚ κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης εκτιμάται σε ΕΥΡΩ 43 765 χιλιάδες ενώ αντιστοίχως η τιμή ανά μετοχή εκτιμάται σε **ΕΥΡΩ 3,11**.

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

Ενοποιημένα αποτελέσματα ΕΛΤΡΑΚ Μεθοδολογία Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση ΕΛΤΡΑΚ	43.765
Αριθμός διαθέσιμων μετοχών	14.050.971
Τιμή ανά μετοχή (ΕΥΡΩ)	3,11

Πηγή: Ανάλυση KPMG

6.5 Χρηματιστηριακή Αξία (Stock Market Capitalization)

Η μεθοδολογία της Χρηματιστηριακής Αξίας (Stock Market Capitalization) χρησιμοποιείται για εισηγμένες εταιρείες και καθορίζει την αξία μιας επιχείρησης με βάση τις μέσες ημερήσιες κεφαλαιοποιήσεις τους κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου.

Η εν λόγω μεθοδολογία βασίζεται στην παραδοχή ότι κάτω από συνθήκες επαρκούς πληροφόρησης της αγοράς (efficient market hypothesis), η χρηματιστηριακή τιμή των εισηγμένων προς διαπραγμάτευση μετοχών αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αξία μιας εταιρείας.

Για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων από την εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας είναι απαραίτητο να πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις, ως ακολούθως:

- Αποτελεσματικότητα της αγοράς (market efficiency) που σχετίζεται με τη διαθέσιμη πληροφόρηση των μερών και την ταχύτητα ενσωμάτωσής της στις χρηματιστηριακές τιμές
- Επαρκής διασπορά των μετοχών (free float)
- Έλλειψη ακραίων φαινομένων (έντονη αρνητική ή θετική φημολογία για την μετοχή, υπαγωγή σε καθεστώς επιτήρησης κλπ.)
- Επαρκής εμπορευσιμότητα – όγκος συναλλαγών των μετοχών (liquidity)
- Ομαλές συνθήκες στις χρηματοοικονομικές αγορές και στο γενικότερο οικονομικό περιβάλλον

Παραδοχές Μεθόδου 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.

Στην περίπτωση της ΕΛΤΡΑΚ, χρησιμοποιήθηκαν οι μέσες τιμές κοινών μετοχών του τελευταίου εξαμήνου πριν την Αποτίμηση.

Σημειώνεται ότι λόγω του χαμηλού όγκου συναλλαγών και κατά συνέπεια της μειωμένης εμπορευσιμότητας των μετοχών της ΕΛΤΡΑΚ κατά το τελευταίο εξάμηνο πριν την Ημερομηνία Αποτίμησης, η παραπάνω μέθοδος δεν λαμβάνεται υπόψη στα αποτελέσματα Αποτίμησης.

Για πληροφοριακούς σκοπούς παραθέτουμε τα αποτελέσματα Αποτίμησης της ΕΛΤΡΑΚ με βάση τη Μεθοδολογία της Χρηματιστηριακής Αξίας:



ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

Αποτελέσματα Αποτίμησης ΕΛΤΡΑΚ Μεθοδολογία Χρηματιστηριακής Αξίας	
Ποσά σε ΕΥΡΩ '000	
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων ΕΛΤΡΑΚ (31.12.2018)	36.539
Αριθμός διαθέσιμων μετοχών	14.050.971
Τιμή ανά μετοχή (ΕΥΡΩ)	2,60

Πηγή: Ανάλυση KPMG

Απαγορεύεται ρητά η κοινοποίηση, αντιγραφή, αποστολή, μετάφραση, δημόσια έκδοση, ή διανομή του παρόντος στο σύνολο του ή τμηματικά με οποιονδήποτε τρόπο, γραπτό, προφορικό ή ηλεκτρονικό, σε οποιονδήποτε τρίτο χωρίς την προηγούμενη γραπτή ρητή συναίνεση της KPMG Ελεγκτική Α.Ε.
Απαγορεύεται η αναφορά του περιεχομένου του παρόντος, με ή χωρίς τη ρητή αναφορά και του λογοτύπου της KPMG Ελεγκτική Α.Ε..

ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

7 Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας, όπως προκύπτουν από τις μεθοδολογίες αποτίμησης που εξετάστηκαν και τελικώς χρησιμοποιήθηκαν, συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Αποτελέσματα Αποτίμησης ΕΛΤΡΑΚ Τιμή ανα μετοχή			
Ποσά σε ΕΥΡΩ	Τιμή ανά μετοχή	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη τιμή ανά μετοχή
Μεθοδολογία Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	3,24	60%	1,94
Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Εταιρειών	2,99	20%	0,60
Μεθοδολογία Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης	3,11	20%	0,62
Μεθοδολογία Χρηματιστηριακής Αξίας	2,60	0%	-
Μεθοδολογία Συγκρίσιμων Συναλλαγών	-	0%	-
Σύνολο			3,16

Πηγή: Ανάλυση KPMG

Γνώμη επί της αποτίμησης των μετοχών της ΕΛΤΡΑΚ

Με βάση την παραπάνω ανάλυση και κατόπιν κατάλληλης στάθμισης των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την εφαρμογή της εκάστοτε μεθοδολογίας, η αξία των μετοχών της ΕΛΤΡΑΚ υπολογίζεται σε **ΕΥΡΩ 3,16** ανά μετοχή.

Ειδικότερα, στη μεθοδολογία των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών αποδίδεται σχετικά υψηλότερη στάθμιση (ήτοι 60%) συγκριτικά με τις λοιπές μεθοδολογίες καθώς ενσωματώνει, περισσότερο από κάθε άλλη μεθοδολογία, τη δυναμική και τις προοπτικές ανάπτυξης της ΕΛΤΡΑΚ εφ' όσων λαμβάνει υπόψη τόσο το Επιχειρηματικό Σχέδιο της ΕΛΤΡΑΚ για την περίοδο 2019-2024 και την στρατηγική υλοποίησής του όσο και τις ιδιαίτερες συνθήκες των αγορών της Ελλάδας και Βουλγαρίας στις οποίες δραστηριοποιείται.

Στην μεθοδολογία των Συγκρίσιμων Εταιρειών δόθηκε στάθμιση 20% λόγω της περιορισμένης συγκρισιμότητας των εταιρειών του δείγματος, η οποία έγκειται κυρίως στην διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων των συγκρίσιμων εταιρειών του δείγματος και των αντίστοιχων περιθωρίων κέρδους τους καθώς εμπεριέχουν μεγαλύτερο εύρος προσφερόμενων προϊόντων.

Επιπρόσθετα, στην μεθοδολογία Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης αποδόθηκε επίσης στάθμιση 20% καθώς αποτελεί μια στατική μέθοδο αποτίμησης και δεν λαμβάνει υπόψη τις μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης της ΕΛΤΡΑΚ ενώ αντίθετα αξιολογεί την Καθαρή Θέση της λαμβάνοντας υπόψη συγκεκριμένες αναπροσαρμογές σε στοιχεία ισολογισμού σε μια δεδομένη χρονική στιγμή.

Τέλος, τόσο στην μεθοδολογία Συγκρίσιμων Συναλλαγών όσο και στην Χρηματιστηριακή Αξία αποδόθηκε μηδενική (0%) στάθμιση. Συγκεκριμένα, κατά την εξέταση της μεθοδολογίας Συγκρίσιμων Συναλλαγών δεν κατέστη εφικτό να δημιουργηθεί ένα επαρκές και αξιόπιστο δείγμα πρόσφατων συγκρίσιμων συναλλαγών προς την ΕΛΤΡΑΚ ενώ η μεθοδολογία Χρηματιστηριακής Αξίας δεν θεωρήθηκε ενδεδειγμένη για τους σκοπούς Αποτίμησης λόγω του χαμηλού όγκου συναλλαγών και κατά συνέπεια της μειωμένης εμπορευσιμότητας των μετοχών της ΕΛΤΡΑΚ.



ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.

Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρείας «ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.»
12 Αυγούστου 2019

Σημειώνουμε ότι βασιζόμενοι στα έγγραφα που μας δόθηκαν από τη Διοίκηση της ΕΛΤΡΑΚ, στα οικονομικά στοιχεία που εξετάσαμε και την χρηματοοικονομική ανάλυση που πραγματοποιήσαμε, θεωρούμε ότι οι μέθοδοι που εφαρμόστηκαν για τον προσδιορισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΛΤΡΑΚ είναι κατάλληλες για τους σκοπούς της εν λόγω Αποτίμησης.

Επισημαίνεται πως τόσο η KPMG Ελεγκτική Α.Ε. όσο και η υπογράφουσα την παρούσα Έκθεση, ορκωτός ελεγκτής λογιστής κα. Μαρίνα Καπετανάκη είναι ανεξάρτητοι τόσο σε σχέση με τον Εντολέα όσο και με την ΕΛΤΡΑΚ την τελευταία πριν από τη Συναλλαγή πενταετία.

Με εκτίμηση,
Για λογαριασμό της KPMG Ελεγκτική Α.Ε.

Μαρίνα Καπετανάκη
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
ΑΜ ΣΟΕΛ 15911

KPMG ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ Α.Ε.
ΣΤΡ. ΤΟΜΠΡΑ 3-ΑΓ. ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ 153 42
ΑΦΜ: 801079752 - ΔΟΥ: ΦΑΕ ΑΘΗΝΩΝ



© 2019 KPMG Ελεγκτική Α.Ε., Ελληνική Ανώνυμη Εταιρεία και μέλος του δικτύου ανεξάρτητων εταιρειών-μελών της KPMG συνδεδεμένων με την KPMG International Cooperative ("KPMG International"), ενός Ελβετικού νομικού προσώπου. Με την επιφύλαξη κάθε δικαιώματος. Τυπώθηκε στην Ελλάδα.

Οι πληροφορίες που περιέχονται στο παρόν είναι γενικού χαρακτήρα και δεν προορίζονται για την αντιμετώπιση περιστάσεων που αφορούν συγκεκριμένα φυσικά πρόσωπα ή οντότητες. Αν και προσπαθούμε να παρέχουμε ακριβείς και έγκαιρες πληροφορίες, δεν μπορεί να υπάρξει καμία εγγύηση ότι οι πληροφορίες αυτές είναι ακριβείς την ημερομηνία παραλαβής τους ή ότι θα παραμείνουν να είναι ακριβείς στο μέλλον. Δεν θα πρέπει να λαμβάνονται αποφάσεις βάσει των πληροφοριών αυτών χωρίς την κατάλληλη επαγγελματική συμβουλή μετά από ενδελεχή εξέταση της συγκεκριμένης κατάστασης.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.