
ΈΚΘΕΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ «ΚΑΡΑΤΖΗΣ Α.Ε.»

στο πλαίσιο των διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, όπως αναμορφώθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο επικείμενης υποβολής Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών από την ΑΝΤΚΑΡ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε.

21 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2020

21 Ιανουαρίου 2020

ΑΝΤΚΑΡ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε.

Στέλιου Καζαντζίδη & Βοσπόρου 2Α, 71601,
Ηράκλειο, Κρήτη

Θέμα: Έκθεση αποτίμησης των μετοχών της εταιρίας «Καράτζης Α.Ε.», βάσει των διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, όπως αναμορφώθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο επικείμενης υποβολής Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών από την ΑΝΤΚΑΡ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε.

Αξιότιμοι κύριοι,

1.0 Εισαγωγή

Κατόπιν σχετικής εντολής σας, η Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών (εφεξής αναφερόμενη και ως "**Deloitte**") προχώρησε στην εκπόνηση της παρούσας έκθεσης αποτίμησης (εφεξής η «**Έκθεση**»), σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006 (παράγραφος 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018), των μετοχών της εταιρίας «Καράτζης Α.Ε.», περιλαμβανομένων των συμμετοχών και θυγατρικών της, (εφεξής η «**Καράτζης**», ή η «**Εταιρία**», ή ο «**Όμιλος**»), στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών (εφεξής η «**Δημόσια Πρόταση**») από την ΑΝΤΚΑΡ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε. (εφεξής αναφερόμενη ως ο "**Προτείνων**").

Η παρούσα έκθεση (εφεξής αναφερόμενη ως η «**Έκθεση**») παρουσιάζει τις μεθοδολογίες αποτίμησης, τις πληροφορίες, καθώς και τα στοιχεία στα οποία βασιστήκαμε για την αποτίμηση της Εταιρίας, τους περιορισμούς της εργασίας μας, τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης που διενεργήθηκε, μετά την επιλογή και εφαρμογή των κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης της Εταιρίας, προκειμένου να προσδιοριστεί η εύλογη και δίκαιη κεντρική αξία αποτίμησης των μετοχών της Εταιρίας, οι οποίες θα αποτελέσουν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης.

Η Έκθεση 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. Η Έκθεσή μας έχει συνταχθεί μόνο για το σκοπό που περιγράφεται στην παρούσα και ως εκ τούτου δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανένα άλλο σκοπό. Η Deloitte δεν αποδέχεται ουδεμία ευθύνη για το περιεχόμενο της παρούσας Έκθεσης σε περίπτωση που αυτή χρησιμοποιηθεί από τρίτους για οποιοδήποτε άλλο σκοπό, ούτε για τυχόν βλάβη ή ζημία που μπορεί να προκύψει, λόγω αποφάσεων ή πράξεων που βασίστηκαν στη συγκεκριμένη μελέτη.

Η Deloitte δεν εκφέρει γνώμη για το εύλογο και δίκαιο του προσφερόμενου τιμήματος πιθανής επικείμενης Δημόσιας Πρότασης, ούτε ως προς την αιτιολογημένη γνώμη που θα εκφέρει σε επόμενη φάση το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας για την αποδοχή ή την απόρριψη της πιθανής επικείμενης Δημόσιας Πρότασης. Η Έκθεση δε συνιστά πρόταση ή σύσταση για τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία αναφέρεται και έχει συνταχθεί για τον πιο πάνω λόγο και μόνο.

2.0 Πηγές Άντλησης Πληροφοριών

Προκειμένου να συντάξουμε την αποτίμηση η οποία παρουσιάζεται στην παρούσα Έκθεση, έγινε επισκόπηση και χρήση πληροφοριών και στοιχείων συμπεριλαμβανομένων, μεταξύ άλλων, και των παρακάτω:

- Δημοσίως διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες και στοιχεία που σχετίζονται με την Εταιρία,
- Πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας της Εταιρίας,
- Τις ανταγωνιστικές και μακροοικονομικές συνθήκες των κλάδων στους οποίους δραστηριοποιείται η Εταιρία,
- Τους κυριότερους παράγοντες και τις σχετικές τάσεις που επηρέασαν τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία και μεγέθη της Εταιρίας,
- Ιστορικά στοιχεία αναφορικά με την τιμή και τη συναλλακτική δραστηριότητα της μετοχής της Εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αθηνών,
- Γενικά μακροοικονομικά μεγέθη από βάσεις δεδομένων και διεθνώς αποδεκτές αναλύσεις που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιριών,
- Οικονομικά στοιχεία και πολλαπλάσια αποτίμησης εταιριών που δραστηριοποιούνται σε παρεμφερείς κλάδους με αυτούς της Εταιρίας,
- Στοιχεία συναλλαγών τόσο σε παρεμφερείς κλάδους δραστηριοποίησης με αυτούς της Εταιρίας, όσο και σε μετοχές της Εταιρίας οι οποίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

3.0 Η Συναλλαγή

Με βάση την πληροφόρηση που μας παρείχε ο Προτείνων, η ANTKAP ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε. την 21.01.2020 απέκτησε με χρηματιστηριακή συναλλαγή πακέτου μετοχών, το σύνολο των μετοχών που κατείχε η κα Μαρία Καράτζη στην Εταιρία, ήτοι 5.643.204 μετοχές οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό περίπου 38,44% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρίας (η «**Συναλλαγή**»). Την ίδια ημερομηνία, ο κ. Αντώνης Καράτζης, ο οποίος κατέχει το 100% των μετοχών και δικαιωμάτων ψήφων του Προτείνοντα και αποτελεί Συντονισμένο Πρόσωπο, σύμφωνα με το άρθρο 2 (ε) του Νόμου, κατείχε 6.780.204 μετοχές οι οποίες αντιπροσωπεύουν 46,19% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρίας. Συνεπεία των ανωτέρω ενεργοποιήθηκε η υποχρέωση για την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με το άρθρο 7, παράγραφος 1 του Νόμου 3461/2006 (ΦΕΚ106/30.5.2006) «Ενσωμάτωση στο Ελληνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις Δημόσιες Προτάσεις», όπως τροποποιήθηκε και ισχύει με τον Νόμο 4514/2018.

Στο πλαίσιο της ανωτέρω επικείμενης Δημόσιας Πρότασης, συντρέχει η περίπτωση της παραγράφου 6(β), εδάφιο β του άρθρου 9, του Νόμου 3461/2006, καθώς κατά τους 6 μήνες πριν τη διενέργεια της Δημόσιας Πρότασης, οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγές για την ως άνω περίοδο, δεν έχουν υπερβεί το 10% του συνόλου των μετοχών της Εταιρίας. Συγκεκριμένα, την περίοδο 22.7.2019 – 20.1.2020, περιλαμβανομένων των ημερομηνιών αυτών, διακινήθηκαν 548.006 μετοχές, οι οποίες αντιστοιχούν στο 3,73% του συνόλου των μετοχών της Εταιρίας (14.679.792). Στο πλαίσιο αυτό, η Deloitte ανέλαβε με εντολή του Προτείνοντα να λειτουργήσει ως ανεξάρτητος εκτιμητής του εύλογου και δίκαιου ανταλλάγματος των μετοχών που θα αποτελέσουν αντικείμενο της επικείμενης Δημόσιας Πρότασης.

4.0 Πλαίσιο Αποτίμησης

Αντικείμενο της αποτίμησης και του προσδιορισμού της εύλογης αξίας, αποτέλεσαν οι μετοχές της Καράτζης Α.Ε., εταιρίας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Για τους σκοπούς της παρούσας αποτίμησης, ο όρος «εύλογη αξία» ορίζεται ως «η τιμή στην οποία υλικό ή άυλο περιουσιακό στοιχείο ή οι μετοχές μιας εταιρίας θα άλλαζαν ιδιοκτήτη μεταξύ ενός πρόθυμου αγοραστή και ενός πρόθυμου πωλητή, κανείς εκ των οποίων δε θα βρισκόταν όμως υπό πίεση να αγοράσει ή να πωλήσει και ο καθένας εκ των οποίων θα είχε γνώση όλων των απαραίτητων στοιχείων για την αξιολόγηση του περιουσιακού στοιχείου».

Η ημερομηνία αποτίμησης είναι η 31.12.2019, ενώ κατά την εργασία μας ελήφθησαν υπόψη και πιο πρόσφατα στοιχεία, τόσο για τη χρηματιστηριακή αξία όσο και για συγκρίσιμες συναλλαγές επί των μετοχών της Εταιρίας, μέχρι και την ημερομηνία έκδοσης της παρούσης. Πιο συγκεκριμένα, η εργασία μας στηρίχθηκε στα τελευταία επισκοπημένα από ορκωτό ελεγκτή οικονομικά στοιχεία της Εταιρίας, με ημερομηνία 30.6.2019, καθώς και σε pro-forma οικονομικά αποτελέσματα για τη χρήση 2019 που μας χορηγήθηκαν μέσω του Προτείνοντος.

Η παρούσα αποτίμηση βασίστηκε στην παραδοχή ότι η Εταιρία θα συνεχίσει να «διατηρείται εν λειτουργία» (going-concern). Αυτή η παραδοχή θεωρεί ότι:

- η διοίκηση της Εταιρίας θα εφαρμόσει μόνο εκείνες τις λειτουργικές και χρηματοοικονομικές στρατηγικές οι οποίες θα μεγιστοποιήσουν την αξία της, και ότι
- δεν υπάρχει αβεβαιότητα για μελλοντικά γεγονότα (όπως π.χ. συνεχείς λειτουργικές ζημιές και ιδιαίτερα αδύναμη χρηματοοικονομική διάρθρωση), τα οποία θα μπορούσαν να αμφισβητήσουν τη βασική παραδοχή ότι η Εταιρία θα συνεχίσει κανονικά τη λειτουργία της (going-concern).

Επίσης, υιοθετήθηκε η παραδοχή ότι η Εταιρία "θα συνεχίσει τη δραστηριότητά της ως ανεξάρτητη εταιρία, στους τομείς που δραστηριοποιείται και σήμερα" («as is, stand-alone basis»). Η παραδοχή αυτή θεωρεί ότι η Εταιρία δε θα συγχωνευτεί με άλλη τρίτη αντίστοιχη εταιρία, ούτε θα μεταβάλλει ή επεκτείνει σημαντικά το αντικείμενο δραστηριότητάς της, γεγονότα που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν συνέργειες ή σημαντική διαφοροποίηση από τη σημερινή της κατάσταση.

Επιπλέον, για την παρούσα αποτίμηση υιοθετήθηκε η παραδοχή ότι η Εταιρία δεν διαθέτει άλλα περιουσιακά στοιχεία ή δικαιώματα, συμβατικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις, ή ενδεχόμενες υποχρεώσεις πέραν των όσων περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις, καθώς επίσης, ούτε υπάρχει κάποια σημαντική δικαστική υπόθεση σε εκκρεμότητα, από την οποία αναμένεται ουσιώδης επίπτωση επί των αναλύσεων που διενεργήθηκαν.

5.0 Συνοπτική Περιγραφή της Εταιρίας

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται στον κλάδο της βιομηχανίας, του τουρισμού και της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας, είτε μέσω της μητρικής εταιρίας, τόσο μέσω θυγατρικών στην Ελλάδα όσο και το εξωτερικό.

Με βάση την τελευταία τροποποίηση του καταστατικού της Εταιρίας που καταχωρίστηκε στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο την 7.1.2020:

- Η πλήρης επωνυμία της Εταιρίας είναι «ΚΑΡΑΤΖΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ & ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ».
- Ειδικότερα, για τη δραστηριότητα που σχετίζεται με την άσκηση ξενοδοχειακών και τουριστικών επιχειρήσεων, ο διακριτικός τίτλος είναι «NANA HOTELS» και για τη δραστηριότητα που σχετίζεται με την παραγωγή και διανομή ενέργειας «KARATZIS ENERGY».
- Έδρα της Εταιρίας ορίζεται το Μελιδochώρι Μονοφασίου, του Δήμου Αρχανών - Αστερουσίων του Νομού Ηρακλείου.
- Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρίας διαμορφώνεται στο ποσό των € 24.662.050,56 και διαιρείται σε 14.679.792 κοινές ονομαστικές μετοχές ονομαστικής αξίας € 1,68 ανά μετοχή.

Πιο συγκεκριμένα, ο Όμιλος επιχειρήσεων Καράτζη δραστηριοποιείται από το 1974 στην κατασκευή υλικών δικτύων, κατέχοντας μία από τις κορυφαίες θέσεις στην παγκόσμια αγορά. Σήμερα διαθέτει τρία εργοστάσια στην Ελλάδα (Μελιδochώρι, ΒΙ.ΠΕ. Ηρακλείου, Λάρισα) και ένα στη Γερμανία (Kusey), με συνολική ετήσια δυναμικότητα παραγωγής μεγαλύτερη των 25.000 τόνων, ενώ έχει παρουσία, μέσω εμπορικών εταιριών και σε άλλες χώρες του εξωτερικού, όπως η Ισπανία, η Ιταλία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ρωσία.

Παράλληλα με τη βιομηχανική δραστηριότητα, ο Όμιλος ξεκίνησε το 1985 να δραστηριοποιείται και στον κλάδο του τουρισμού, εγκαινιάζοντας στη Χερσόνησο Ηρακλείου το 5 αστέρων ξενοδοχείο Nana Beach. Το ξενοδοχείο διαθέτει 500 δωμάτια, μπανγκαλόου και σουίτες, έχοντας αποσπάσει σημαντικές διεθνείς διακρίσεις και βραβεύσεις. Την άνοιξη του 2018 ο Όμιλος Καράτζη εγκαινίασε ένα ακόμη ξενοδοχείο 5 αστέρων στη Χερσόνησο του Ηρακλείου, το Nana Princess, το οποίο διαθέτει 112 σουίτες και βίλλες.

Τέλος, από το 2010, ο Όμιλος έχει πραγματοποιήσει σημαντικές επενδύσεις στον κλάδο των Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας (ΑΠΕ) με την κατασκευή φωτοβολταϊκών πάρκων στην Κατερίνη, τη Λάρισα, τη Βοιωτία και το Ηράκλειο, συνολικής ισχύος περίπου 16 MW. Παράλληλα, βρίσκονται σε στάδιο ωρίμανσης άλλα ενεργειακά έργα (φωτοβολταϊκά και θερμοηλεκτρικός σταθμός με την τεχνολογία συνδυασμένου κύκλου που χρησιμοποιεί ως καύσιμο το φυσικό αέριο), τα οποία όμως κατά το χρόνο διενέργειας της παρούσας αποτίμησης, η Διοίκηση της Εταιρίας δεν μπορούσε να προσδιορίσει εάν και πότε θα ωριμάσουν επενδυτικά και συνεπώς να εκτιμήσει τις μελλοντικές ταμειακές ροές που θα προκύψουν από αυτά.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τις σημαντικότερες συμμετοχές που περιλαμβάνει ο Όμιλος καθώς και το πεδίο δραστηριοποίησής της κάθε εταιρίας.

Πίνακας 1: Εταιρίες Ομίλου Καράτζη και Κλάδοι Δραστηριότητας

Όνομασία Εταιρίας	Χώρα	Δραστηριότητα	Μέθοδος Ενοποίησης	% Συμμετοχή
KARATZH A.E	Ελλάδα	Κλάδος βιομηχανίας, τουρισμού & παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας	Μητρική Εταιρία	-
MESH PACK GMBH	Γερμανία	Παραγωγή και εμπορία ειδών συσκευασίας	Πλήρης	100%
SEMPITERNAL LIMITED	Κύπρος	Εταιρία Συμμετοχών	Πλήρης	100%
ΑΙΟΛΙΚΗ ΠΝΟΗ ΑΠΟΣΚΙΑΣ Μ.Ε.Π.Ε.	Ελλάδα	Παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας	Πλήρης	100%
KARATZH ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΕ & ΣΙΑ Ε.Ε.	Ελλάδα	Παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας	Πλήρης	99%
CROPPY SOLUTIONS SL	Ισπανία	Εμπορία υλικών συσκευασίας	Πλήρης	90%
KARATZIS RUSSIA LTD	Ρωσία	Εμπορία υλικών συσκευασίας	Πλήρης	90%
KARATZIS ITALIA SRL	Ιταλία	Εμπορία υλικών συσκευασίας	Πλήρης	51%
ZEUS PACKAGING AGRI LTD	Ην. Βασίλειο	Εμπορία υλικών συσκευασίας	Καθαρή θέση	50%
SPAREAL IKE	Ελλάδα	Υπηρεσίες σωματικής περιποίησης	Καθαρή θέση	50%
KKX MARKET IKE	Ελλάδα	Εμπορία τροφίμων, ψιλικών και ποτών	Καθαρή θέση	50%
KARMYL IKE	Ελλάδα	Εμπορία ειδών χρυσοχοΐας	Καθαρή θέση	50%

Πηγή: Δημοσιευμένες και Ελεγμένες Οικονομικές Καταστάσεις του Ομίλου (βάσει ΔΠΧΑ).

Σημειώνεται ότι η ΑΙΟΛΙΚΗ ΠΝΟΗ ΑΠΟΣΚΙΑΣ Μ.Ε.Π.Ε. αγοράστηκε τον Ιανουάριο του 2019 και το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο που κατέχει είναι η άδεια παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας από αιολικό σταθμό. Η Κυπριακή SEMPITERNAL LIMITED ιδρύθηκε τον Μάρτιο του 2019 για να λειτουργήσει ως εταιρία συμμετοχών. Οι τουριστικές επιχειρήσεις Nana Princess και Nana Beach ανήκουν στην μητρική εταιρία του Ομίλου.

6.0 Υποθέσεις και Περιορισμοί

Η εργασία αποτίμησης διενεργήθηκε στο πλαίσιο των παρακάτω περιορισμών και υποθέσεων.

- Αναφορικά με τα δημοσιευμένα στοιχεία που ελήφθησαν υπόψη στην Έκθεσή μας, παρότι αξιολογήθηκε η λογικότητά τους, δεν πραγματοποιήσαμε οποιαδήποτε περαιτέρω εργασία αξιολόγησης της ακρίβειας και της πληρότητας αυτών.
- Αντίστοιχα, αναφορικά με την πληρότητα και ακρίβεια των πληροφοριών και των στοιχείων που παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση του Προτεινόντος, σημειώνουμε ότι, παρότι η εργασία μας περιλάμβανε ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της Εταιρίας, ήταν εκτός αντικειμένου η διεξαγωγή οποιουδήποτε είδους ελέγχου (νομικού, φορολογικού, λογιστικού ή άλλου) ή η εφαρμογή ελεγκτικών διαδικασιών στα στοιχεία που μας παρασχέθηκαν. Κατά συνέπεια η Deloitte δεν φέρει οποιαδήποτε ευθύνη σχετικά με την ακρίβεια και πληρότητα αυτών.
- Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση των παγίων περιουσιακών στοιχείων της Εταιρίας (οικόπεδα, κτίρια, μηχανήματα, κ.ά). Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιουδήποτε μεμονωμένου ενσώματου περιουσιακού στοιχείου της Εταιρίας και δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο.
- Η Deloitte δεν πραγματοποίησε ανεξάρτητη έρευνα και ανάλυση των αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται η Εταιρία, αλλά βασίστηκε σε ορισμένα δημοσιευμένα στοιχεία για τις αγορές αυτές, από αξιόπιστες και έγκυρες πηγές, τα οποία όμως διευκρινίζεται ότι δεν επαληθεύτηκαν από την Deloitte.
- Η παρούσα έκθεση δεν καλύπτει τυχόν νομικά, τεχνικά, ρυθμιστικά ή/και φορολογικά θέματα σχετιζόμενα με τη σκοπούμενη Δημόσια Πρόταση, αλλά περιορίζεται αποκλειστικά σε χρηματοοικονομικά θέματα.
- Η αποτίμηση μίας εταιρίας ή επιμέρους περιουσιακών στοιχείων αυτής δε μπορεί να θεωρηθεί ως μία απόλυτη επιστήμη και τα αποτελέσματά της σε πολλές περιπτώσεις είναι υποκειμενικά και εξαρτώμενα από τις αναλύσεις, την ανεξάρτητη κρίση του κάθε αποτιμητή, καθώς και τα διαθέσιμα στοιχεία κατά το χρόνο εκτέλεσης της αποτίμησης. Χρησιμοποιώντας τα ίδια στοιχεία και υιοθετώντας κοινές παραδοχές, η κρίση ανεξάρτητων αναλυτών μπορεί να διαφέρει, λόγω μιας σειράς από ανεξάρτητες αποφάσεις. Συνεπώς, δεν υπάρχει μία μοναδική μέθοδος για τον προσδιορισμό μίας αδιαμφισβήτητης αξίας, αν και οι κοινώς αποδεκτές μέθοδοι είναι απαραίτητες για τον καθορισμό του εύλογου των συμπερασμάτων. Λόγω της αβεβαιότητας και υποκειμενικότητας των εκτιμήσεων που είναι αναγκαίες για την ολοκλήρωση μίας εργασίας αποτίμησης, είναι προτιμότερη η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων περισσότερων από μίας μεθόδους αποτίμησης.
- Σημειώνεται, ότι η πραγματική αγοραία τιμή μιας εταιρίας ή η τιμή στην οποία διενεργείται μια συναλλαγή είναι πιθανό να διαφέρει από την εκτιμώμενη εύλογη αξία της. Η απόκλιση μπορεί να προκύψει από διάφορους παράγοντες, όπως οι συνθήκες αγοράς, οι προσδοκίες ή άλλες συνέργειες που διαβλέπει ένας αγοραστής.
- Τα αποτελέσματα της παρούσας έκθεσης δε μπορούν να αναφερθούν ή να συμπεριληφθούν σε κανένα άλλο έγγραφο (συμπεριλαμβανομένων ενημερωτικών υπομνημάτων για ιδιωτική τοποθέτηση ή δημόσια εγγραφή), ο σκοπός και ο στόχος του οποίου μπορεί να είναι η συγκέντρωση δανειακών ή άλλων κεφαλαίων, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη συγκατάθεση της Deloitte.

7.0 Σημειώσεις

Πλέον των υποθέσεων και περιορισμών που αναφέρονται στην Έκθεση, ο αναγνώστης θα πρέπει να λάβει υπόψη τις παρακάτω σημειώσεις:

- Για την εργασία μας λάβαμε υπόψη τις πλέον πρόσφατες επισκοπημένες από ορκωτό ελεγκτή και δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία αναφοράς την 30.6.2019 σε επίπεδο μητρικής Εταιρίας και Ομίλου, καθώς επίσης και επιμέρους στοιχεία και πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση ανά Κλάδο Δραστηριότητας. Τα στοιχεία αυτά περιλαμβάνουν και εκτιμήσεις για το σύνολο της χρήσης 2019, ενώ για τον Κλάδο Δραστηριότητας του Τουρισμού, λάβαμε υπόψη τις εκτιμήσεις της Εταιρίας για τη χρήση 2020.
- Με βάση τις ανακοινώσεις της Εταιρίας προς το επενδυτικό κοινό, το 4ο τρίμηνο του 2019 η Εταιρία ολοκλήρωσε την πώληση του 100% των μετοχών της θυγατρικής της KEN A.E., εταιρίας που δραστηριοποιείται στην προμήθεια/εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας. Με βάση πληροφορίες που παρείχε η Διοίκηση της Εταιρίας, το τίμημα της συναλλαγής, που ανήλθε στα € 14,1 εκατ., είχε εισπραχθεί στο σύνολό του κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης, και συνεπώς ο Καθαρός Δανεισμός της Εταιρίας κατά την 31.12.2019 που μας έχει δοθεί (Δάνεια μειωμένα κατά τα Διαθέσιμα) περιλαμβάνει το σχετικό ποσό (το οποίο θα μειωθεί κατά το φόρος υπεραξίας).
- Η μητρική εταιρία έλαβε εντός Απριλίου 2019, άδεια παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας θερμοηλεκτρικού σταθμού με την τεχνολογία συνδυασμένου κύκλου που χρησιμοποιεί ως καύσιμο το φυσικό αέριο, ισχύος 660 MW. Το εκτιμώμενο κόστος της επένδυσης προσεγγίζει τα € 370 εκατ. Δεν αποδόθηκε αξία στην άδεια παραγωγής, καθώς κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης δεν είχε ολοκληρωθεί η αδειοδότηση του έργου και δεν είχε εξασφαλισθεί το χρηματοδοτικό σχήμα που θα κάλυπτε το ύψος της επένδυσης.
- Ο επενδυτικός σχεδιασμός της Εταιρίας στον ενεργειακό τομέα περιλαμβάνει επίσης την ολοκλήρωση των διαδικασιών αδειοδότησης δύο αιολικών πάρκων ισχύος 3 MW έκαστος. Επιπρόσθετα η Εταιρία επενδύει στον τομέα εκμετάλλευσης της ηλιακής ενέργειας, έχοντας καταθέσει αιτήσεις για άδειες φωτοβολταϊκών σταθμών συνολικής ισχύος άνω των 100 MW στην Κεντρική Ελλάδα. Βάσει πληροφόρησης της Διοίκησης της Εταιρίας, τα έργα αυτά δεν έχουν ωριμάσει αδειοδοτικά.
- Η εταιρία «Αιολική Πνοή Αποσκιάς Μονοπρόσωπη ΕΠΕ», η οποία εξαγοράστηκε τον Ιανουάριο του 2019, δεν έχει δραστηριότητα αλλά κατέχει άδεια παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας από αιολικό σταθμό στην θέση «Άγιος Ιωάννης» της Δημοτικής Ενότητας Διστόμου, του Δήμου Διστόμου – Αράχοβας – Αντίκυρας, της Περιφερειακής Ενότητας Βοιωτίας. Κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης το συμφωνημένο τίμημα της εξαγοράς ύψους €450 χιλιάδες δεν είχε καταβληθεί από την Καρατζής, καθώς τελούσε υπό την αίρεση ολοκλήρωσης όλων των διαδικασιών αδειοδότησης. Ως εκ τούτου, δεν λήφθηκε υπόψη στα πλαίσια της παρούσας εργασίας.

8.0 Παρουσίαση των Μεθοδολογιών Αποτίμησης που Εφαρμόστηκαν

Η αποτίμηση διενεργήθηκε σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Για την αποτίμηση της Εταιρίας αλλά και του κάθε Κλάδου Δραστηριότητας της Εταιρίας, κατά περίπτωση, θεωρήθηκε κατάλληλο να εφαρμοστούν περισσότερες από μία μέθοδοι αποτίμησης όπως παρουσιάζεται και στον παρακάτω Πίνακα.

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει συγκεντρωτικά τις μεθοδολογίες που εφαρμόστηκαν:

Πίνακας 2. Μεθοδολογίες Αποτίμησης που Εφαρμόστηκαν

Κλάδος δραστηριότητας	Δείκτες Κεφαλαιαγοράς	Συγκρίσιμες Συναλλαγές, βάσει Δείγματος Συγκρίσιμων Εταιριών	Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	Συγκρίσιμη Συναλλαγή Μετοχών Εταιρίας	Χρηματιστηριακή Αξία - Κεφαλαιοποίηση
Βιομηχανία	✓	✓		Αφορά το σύνολο της Εταιρίας	Αφορά το σύνολο της Εταιρίας
Τουρισμός	✓	✓			
Ενέργεια	✓		✓		

Διευκρινίζουμε ότι στα πλαίσια της παρούσας εργασίας δεν μας δόθηκαν αναλυτικές προβλέψεις/επιχειρηματικό πλάνο σχετικά με τη μελλοντική πορεία των οικονομικών μεγεθών των κλάδων και δραστηριοτήτων της Εταιρίας, πάρα μόνο για την δραστηριότητα της Ενέργειας.

Καθώς η Εταιρία δραστηριοποιείται σε τρεις χωριστούς κλάδους (Βιομηχανία, Τουρισμός, Ενέργεια), κρίθηκε σκόπιμο να διενεργήσουμε κατ' αρχήν αποτίμηση του κάθε κλάδου χωριστά. Λάβαμε επίσης υπόψη ότι οι δραστηριότητες της Βιομηχανίας και του Τουρισμού πραγματοποιούνται κυρίως από την Καράτζης Α.Ε., ενώ η δραστηριότητα της Ενέργειας εκτελείται τόσο από τη μητρική, όσο και από τη θυγατρική ΚΑΡΑΤΖΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε. ΚΑΙ ΣΙΑ Ε.Ε.

Για τη διαμόρφωση του τελικού συμπεράσματος για κάθε κλάδο δραστηριότητας, χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαφόρων κοινώς αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης, ήτοι:

- Η Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Comparable Market Multiples – CMM)
- Η Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparable Transactions – CT)
- Η Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (FCFF / FCFE)

Τα αποτελέσματα των ανωτέρω προσεγγίσεων ανά κλάδο, σταθμίσθηκαν καταλλήλως ώστε να προκύψει μία αξία του 100% των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρίας.

Εκτός των ανωτέρω μεθοδολογιών, εφαρμόστηκαν οι παρακάτω μεθοδολογίες που προσδιορίζουν το σύνολο της αξίας των δραστηριοτήτων της Εταιρίας:

- Η Μέθοδος της Χρηματιστηριακής Αξίας - Κεφαλαιοποίηση.
- Η Συναλλαγή, η οποία πραγματοποιήθηκε την 21^η Ιανουαρίου 2020, της οποίας η πραγματοποίηση δημιουργεί την υποχρέωση για Δημόσια Πρόταση.

Με βάση πληροφόρηση που μας δόθηκε για τους λειτουργικούς τομείς της Εταιρίας, στον κλάδο της Ενέργειας με ημερομηνία αναφοράς την 30.6.2019 δεν αντιστοιχεί τραπεζικός δανεισμός, ενώ για τις δραστηριότητες της Βιομηχανίας και του Τουρισμού υπολογίσθηκε αρχικά η Αξία Επιχείρησης και στη συνέχεια αφαιρέθηκε ο καθарός δανεισμός προκειμένου να υπολογισθεί η αξία σε επίπεδο ιδίων κεφαλαίων. Για τη δραστηριότητα της Ενέργειας, η αξία που προκύπτει από τις μεθοδολογίες που χρησιμοποιήθηκαν αντιστοιχεί στην αξία του Μετοχικού Κεφαλαίου.

Στη συνέχεια ακολουθεί συνοπτική παρουσίαση των μεθοδολογιών που εφαρμόστηκαν καθώς και σχολιασμός της καταλληλότητάς τους.

8.1 Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Η Μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς βασίζεται στη σύγκριση των οικονομικών παραμέτρων της υπό εξέταση εταιρίας, με αυτές δειγμάτων εταιριών, ή ομίλων εταιριών, που είναι συγκρίσιμες και των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια (στην Ελλάδα και διεθνώς).

Η επιλογή των χρηματιστηριακών δεικτών που χρησιμοποιούνται εξαρτάται, κατά περίπτωση, από τον κλάδο και το είδος των προϊόντων ή υπηρεσιών που οι συγκεκριμένες εταιρίες παρέχουν. Το κρίσιμο σημείο στη μέθοδο των δεικτών κεφαλαιαγοράς είναι η επιλογή ενός κατάλληλου και επαρκούς δείγματος συγκρίσιμων εταιριών βάσει κάποιων λογικών κριτηρίων. Τα δείγματα των εταιριών που κρίθηκαν κατάλληλα για την εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής, παρουσιάζονται **στο Παράρτημα 1**.

8.2 Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την αξία μιας επιχείρησης συγκρίνοντας την υπό μελέτη εταιρία, με παρόμοιες (ομοειδείς) εταιρίες οι οποίες έγιναν πρόσφατα αντικείμενο αγοραπωλησιών. Η επιλογή των δεικτών που χρησιμοποιούνται για τη σύγκρισή τους με την χρηματιστηριακή αξία των εταιριών εξαρτάται κατά περίπτωση από τον κλάδο και το είδος των προϊόντων ή υπηρεσιών που οι συγκεκριμένες εταιρίες παρέχουν. Τα δείγματα των εταιριών που κρίθηκαν κατάλληλα για την εφαρμογή της μεθοδολογίας αυτής, παρουσιάζονται **στο Παράρτημα 2**.

Στα πλαίσια εφαρμογής της συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης, και εκτός από την χρήση δείγματος τρίτων εταιριών, χρησιμοποιήθηκε και αποδόθηκε αυξημένη βαρύτητα και στην συναλλαγή εξαγοράς του 38,44% των μετοχών της ίδιας της Εταιρίας από τον Προτείνοντα, που πραγματοποιήθηκε στις 21 Ιανουαρίου 2020 και μέσω της οποίας ο βασικός μέτοχος του Προτείνοντα απέκτησε συνολικό ποσοστό μεγαλύτερο από 84% της Εταιρίας.

8.3 Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

Η Μέθοδος Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρίας προκύπτει από την προεξόφληση του μελλοντικού εισοδήματος των ιδιοκτητών/μετόχων της. Η μέθοδος αυτή προϋποθέτει τις εξής αναλύσεις: ανάλυση εσόδων, ανάλυση εξόδων, ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων, ανάλυση κεφαλαιακής δομής και ανάλυση υπολειμματικής αξίας.

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.

Το επιτόκιο βάσει του οποίου προεξοφλούνται οι ελεύθερες ταμειακές ροές (εφεξής και ως «Προεξοφλητικό Επιτόκιο») πρέπει να αντανakλά τον κίνδυνο ο οποίος σχετίζεται με τη μελλοντική

δραστηριότητα της υπό αποτίμηση εταιρίας. Το προεξοφλητικό που χρησιμοποιείται είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (εφεξής και ως «ΜΣΚΚ» ή «WACC»), ή το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων (εφεξής και ως «Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων» ή «CoE»), στην περίπτωση προεξόφλησης επί των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.

8.4 Μέθοδος Χρηματιστηριακής Αξίας / Κεφαλαιοποίησης

Η Μέθοδος της Χρηματιστηριακής Αξίας / Κεφαλαιοποίησης εξετάζει την κεφαλαιοποίηση της Εταιρίας εντός ενός ικανοποιητικού χρονικού διαστήματος, για το οποίο οι επενδυτές μπορούν να αξιολογήσουν τις δημοσίως διαθέσιμες πληροφορίες για την Εταιρία.

Προκειμένου να εφαρμόσουμε τη μεθοδολογία αυτή, εφαρμόσαμε τη μέση χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών της Εταιρίας κατά το τελευταίο εξάμηνο μέχρι και την 20^η Ιανουαρίου 2020, σταθμισμένη για τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών (VWAP) και η αξία ανά μετοχή πολλαπλασιάστηκε με το σύνολο των μετοχών της Εταιρίας. Σημειώνεται ότι η προαναφερθείσα περίοδος επιλέχθηκε διότι προβλέπεται από τις διατάξεις της ισχύουσας χρηματιστηριακής νομοθεσίας για δημόσιες υποχρεωτικές προτάσεις.

8.5 Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

Η Προσέγγιση Κόστους (Cost Approach), και συγκεκριμένα η Μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, είναι μια έμμεση μέθοδος αποτίμησης της αξίας μίας επιχείρησης. Κατά τη μέθοδο αυτή λαμβάνονται υπόψη τυχόν αναπροσαρμογές που θα πρέπει να γίνουν στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας, αν υπάρχουν ενδείξεις ότι η λογιστική αξία αυτών δεν ανταποκρίνεται στις τρέχουσες εμπορικές αξίες τους. Επίσης, συνεκτιμάται το είδος και η αξία των υποχρεώσεων της εταιρίας καθώς και τυχόν άλλες παράμετροι που θα μπορούσαν να επηρεάσουν το ύψος της καθαρής θέσης μιας εταιρίας. Τέλος, λαμβάνονται υπόψη οι τυχόν σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας, καθώς και οι τυχόν παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της.

Η εν λόγω μεθοδολογία δεν χρησιμοποιήθηκε για την εξαγωγή των τελικών συμπερασμάτων αποτίμησης, καθώς κρίθηκε ότι δεν είναι ιδιαίτερα αντιπροσωπευτική της τρέχουσας εμπορικής αξίας της Εταιρίας.

9.0 Εφαρμογή και αποτελέσματα μεθοδολογιών

Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται τα αποτελέσματα ανά δραστηριότητα και μεθοδολογία που εφαρμόστηκε. Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν στη συγκεκριμένη περίπτωση, όσο και η βαρύτητα που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές, θεωρούμε ότι είναι λογικές για την αποτίμηση της Εταιρίας.

9.1 Αποτίμηση του 100% των Ιδίων Κεφαλαίων με βάση τη Χρηματιστηριακή Αξία - Κεφαλαιοποίηση

Για την περίοδο 21.12.2019 – 22.1.2020, που αντιστοιχεί σε έξι μήνες πριν ο Προτείνων καταστεί υπόχρεος να υποβάλει Δημόσια Πρόταση, η μέση σταθμισμένη με τον όγκο συναλλαγών αξία της μετοχής (VWAP) την περίοδο αυτή διαμορφώθηκε σε € 8,002 ανά μετοχή. Η εν λόγω τιμή, πολλαπλασιαζόμενη με το σύνολο των μετοχών σε κυκλοφορία, συνεπάγεται Χρηματιστηριακή Αξία / Κεφαλαιοποίηση ίση με € 117.464.161.

9.2 Αποτίμηση του 100% των Ιδίων Κεφαλαίων με βάση τη Συγκρίσιμη Συναλλαγή

Με βάση την πληροφόρηση που μας παρείχε ο Προτείνων, η ANTKAP ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Α.Ε. την 21.01.2020 απέκτησε με χρηματιστηριακή συναλλαγή πακέτου μετοχών, το σύνολο των μετοχών που κατείχε η κα Μαρία Καράτζη στην Εταιρία, ήτοι 5.643.204 μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό περίπου 38,44% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρίας, έναντι € 8,4172 ανά μετοχή. Από την αξία της συναλλαγής, ανάγεται αξία για το 100% των μετοχών ίση με € 123.562.745.

9.3 Αποτίμηση του 100% των Ιδίων Κεφαλαίων με εφαρμογή διαφορετικών μεθοδολογιών ανά Κλάδο (sum of the parts)

9.3.1 Κλάδος Δραστηριότητας Τουρισμού

Για την αποτίμηση της Δραστηριότητας του Κλάδου Τουρισμού, ο Δείκτης Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (EV/EBITDA) εφαρμόστηκε ως ο πλέον δόκιμος βάσει εμπειρίας από συναλλαγές ξενοδοχείων, καθώς και γιατί λαμβάνει υπόψη διαφοροποιήσεις μεταξύ των εταιριών του δείγματος ως προς τη διενέργεια αποσβέσεων (μισθωμένο ή ιδιόκτητο ακίνητο, λογιστικές πολιτικές και εκτιμήσεις όπως για την ωφέλιμη ζωή των παγίων).

Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται τα αποτελέσματα ανά δραστηριότητα και μεθοδολογία που εφαρμόστηκαν.

Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Δείκτης	Παράμετρος Εταιρίας*	Πολλαπλασιαστής	Αξία Επιχείρησης (EV)	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη Αξία
Αξία Επιχείρησης / EBITDA	6.190	10,3 x	63.794	100,0%	63.794
Αξία Κλάδου Δραστηριότητας					63.794

(*): Εκτίμηση EBITDA 2020

Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Δείκτης	Παράμετρος Εταιρίας*	Πολλαπλασιαστής	Αξία Επιχείρησης (ΕV)	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη Αξία
Αξία Επιχείρησης / EBITDA	6.190	10,5 x	65.208	100,0%	65.208
Αξία Κλάδου Δραστηριότητας					65.208

(*): Εκτίμηση EBITDA 2020

9.3.2 Κλάδος Δραστηριότητας Βιομηχανίας

Για την αποτίμηση της Δραστηριότητας του Κλάδου Βιομηχανίας, ο Δείκτης Αξία Επιχείρησης προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (ΕV/EBITDA) εφαρμόστηκε ως ο πλέον δόκιμος λαμβάνοντας σημαντική βαρύτητα, ενώ οι δείκτες Αξία Επιχείρησης / Πωλήσεις και προς Κέρδη προ Φόρων & Τόκων χρησιμοποιήθηκαν συμπληρωματικά, και έτσι αποδόθηκε χαμηλότερη βαρύτητα σε κάθε ένα εξ αυτών.

Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Δείκτης	Παράμετρος Εταιρίας	Πολλαπλασιαστής	Αξία Επιχείρησης (ΕV)	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη Αξία
Αξία Επιχείρησης / Πωλήσεις	66.420	0,6 x	36.791	25,0%	9.198
Αξία Επιχείρησης / EBIT	7.727	7,3 x	56.529	25,0%	14.132
Αξία Επιχείρησης / EBITDA	10.324	5,8 x	60.370	50,0%	30.185
Αξία Κλάδου Δραστηριότητας					53.515

Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Δείκτης	Παράμετρος Εταιρίας	Πολλαπλασιαστής	Αξία Επιχείρησης (ΕV)	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη Αξία
Αξία Επιχείρησης / Πωλήσεις	66.420	0,6 x	38.239	25,0%	9.560
Αξία Επιχείρησης / EBIT	7.727	7,5 x	58.072	25,0%	14.518
Αξία Επιχείρησης / EBITDA	10.324	6,0 x	61.798	50,0%	30.899
Αξία Κλάδου Δραστηριότητας					54.977

9.3.3 Κλάδος Δραστηριότητας Ενέργειας

Μέθοδος Δεικτών Κεφαλαιαγοράς

Δείκτης	Παράμετρος Εταιρίας	Πολλαπλασιαστής	Αξία Επιχείρησης (EV)	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη Αξία
Αξία Επιχείρησης / EBIT	3.476	12,6 x	43.713	30,0%	13.114
Αξία Επιχείρησης / EBITDA	4.836	9,9 x	47.716	70,0%	33.401
Αξία Κλάδου Δραστηριότητας					46.515

Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Για την εφαρμογή της Μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών αναπτύξαμε χρηματοοικονομικό μοντέλο αποτίμησης σε επίπεδο ταμειακών ροών προς τους μετόχους (Free Cash Flow to Equity), το οποίο καλύπτει την προβλεπόμενη περίοδο λειτουργίας των πάρκων. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο εφαρμόσαμε το εκτιμώμενο Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων. Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας σημειώνουμε τα παρακάτω:

- Τα έσοδα εκτιμήθηκαν βάσει της εγκατεστημένης ισχύος, τις συμφωνηθείσες τιμές πώλησης ηλεκτρικής ενέργειας και των ιστορικών δεδομένων παραγωγής για τις χρήσεις 2018 και 2019.
- Εφαρμόσαμε ετήσιο ρυθμό απομείωσης ισχύος ύψους 1,0% ως είθισται σε αντίστοιχες αποτιμήσεις.
- Τα λειτουργικά έξοδα εκτιμήθηκαν βάσει ιστορικότητας των σταθμών και στοιχείων της Διοίκησης (π.χ. ασφάλιστρα, κόστος συντήρησης και λειτουργίας, μισθώματα εδαφικών εκτάσεων και κτιρίων, δαπάνες φύλαξης).
- Δεν λήφθηκε υπόψη υπολειμματική αξία καθώς υποθέσαμε ότι η αξία του εξοπλισμού στο τέλος της περιόδου λειτουργίας των έργων θα είναι ίση περίπου με το κόστος αποξήλωσής του.

Για τον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου εφαρμόσαμε το θεωρητικό μοντέλο «Capital Asset Pricing Model» (CAPM) και ο υπολογισμός του περιγράφεται αναλυτικά παρακάτω:

$$\text{Κόστος IK} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

όπου:

R_f: Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Για τον προσδιορισμό του χρησιμοποιήθηκε η έκδοση Ομολόγων Σταθερού Επιτοκίου του Ελληνικού Δημοσίου 10ετούς διάρκειας (Πηγή: S&P Capital IQ, 31.12.2019). Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου υπολογίστηκε σε 2,0%.

β: Είναι ο εκτιμώμενος συντελεστής βήτα της Εταιρίας, ο οποίος εκφράζει τη συσχέτιση του Κλάδου Δραστηριότητας Ενέργειας της Καράτζης Α.Ε., σε σχέση με τη μεταβολή του συνόλου της κεφαλαιαγοράς. Ο συντελεστής βήτα ελήφθη ίσος με 0,90 (Πηγή: Damodaran, Κλάδος Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας, Ευρώπη, Ιανουάριος 2020).

R_m-R_f: Είναι η διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου μιας ώριμης κεφαλαιαγοράς (R_m) από την απόδοση ομολόγων μηδενικού κινδύνου (R_f), ιστορικά και σε βάθος χρόνου, η οποία με βάση τη διεθνή πρακτική αποτιμήσεων και ιστορικά στοιχεία από ανεπτυγμένες διεθνείς κεφαλαιαγορές, εκτιμήθηκε σε 6,0% (Πηγή: διάφοροι αναλυτές, Deloitte).

Περαιτέρω, λάβαμε υπόψη συντελεστή (α) ίσο με 1%, λαμβάνοντας υπόψη το μικρό μέγεθος των πάρκων σε σχέση με τα χαρτοφυλάκια έργων ΑΠΕ των εταιριών που εξετάσαμε για τον υπολογισμό του συντελεστή (β), καθώς και για λοιπούς μη εκτιμώμενους κινδύνους.

Με βάση τα παραπάνω, το Προεξοφλητικό Επιτόκιο υπολογίστηκε σε περίπου 8,3%.

9.4 Αποτίμηση του 100% των Ιδίων Κεφαλαίων με βάση την Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου αυτής, για την αποτίμηση της Εταιρίας, χρησιμοποιήθηκε το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων που περιλαμβάνεται στις οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας κατά την 30.6.2019 (ήτοι των τελευταίων επισκοπημένων και δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων), αναπροσαρμοσμένο με το αποτέλεσμα (κέρδος μετά εκτιμώμενων φόρων) που επήλθε στα οικονομικά στοιχεία της μητρικής από την πώληση της θυγατρικής εταιρίας ΚΕΝ Α.Ε., εντός του Νοεμβρίου 2019 (τιμής πώλησης € 14,1 εκατ. και λογιστικής αξίας συμμετοχής € 600.000).

Έκθεση Αποτίμησης της ελεγκτικής εταιρίας Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, όπως αναμορφώθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών

10. Συμπεράσματα

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των μεθοδολογιών που εφαρμόστηκαν ανά Κλάδο Δραστηριότητας, ως μία από τις προσεγγίσεις που εφαρμόστηκαν (sum of the parts).

Μέθοδοι Αποτίμησης ανά Δραστηριότητα (Sum of the Parts)

Ποσά σε € χιλ.

	Αξία Επιχείρησης	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη Αξία
1. Δραστηριότητα Τουρισμού - Αξία που αντιστοιχεί σε Αξία Επιχείρησης			
Μέθοδος Συγκρίσιμων Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	63.793,6	50,0%	31.896,8
Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών	65.208,4	50,0%	32.604,2
Σύνολο Δραστηριότητας Τουρισμού			64.501,0
2. Δραστηριότητα Βιομηχανίας - Αξία που αντιστοιχεί σε Αξία Επιχείρησης			
Μέθοδος Συγκρίσιμων Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	53.515,2	50,0%	26.757,6
Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών	54.977,0	50,0%	27.488,5
Σύνολο Δραστηριότητας Βιομηχανίας			54.246,1
Αξία Δραστηριότητων Τουρισμού και Βιομηχανίας στις 31.12.2019 (Αξία Επιχείρησης)			118.747,1
[-] Καθαρός Δανεισμός στις 31.12.2019 (εκτός ελαχίστου ταμείου για τη λειτουργία της Εταιρίας)			(4.241,2)
[-] Υποχρέωση αποζημίωσης προσωπικού στις 30.6.2019			(954,9)
[-] Προβλέψεις αποζημίωσης Ελληνικού Δημοσίου			(500,0)
[-] Υποχρέωση λόγω εφαρμογής IFRS 16			(1.682,6)
(Α) Αξία Δραστηριότητων Τουρισμού και Βιομηχανίας στις 31.12.2019 που αντιστοιχεί στα Ίδια Κεφάλαια			111.368,4
3. Δραστηριότητα Ενέργειας - Αξία που αντιστοιχεί στα Ίδια Κεφάλαια			
Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών	30.364,8	90,0%	27.328,3
Μέθοδος Συγκρίσιμων Δεικτών Κεφαλαιαγοράς	46.515,2	10,0%	4.651,5
Σύνολο Δραστηριότητας Ενέργειας			31.979,9
(Β) Αξία Δραστηριότητας Ενέργειας στις 31.12.2019 που αντιστοιχεί στα Ίδια Κεφάλαια			31.979,9
Εύλογη Αξία του 100% των Ιδίων Κεφαλαίων στις 31.12.2019 (Α+Β)			143.348,2

Αναφορικά με τις Δραστηριότητες της Βιομηχανίας και του Τουρισμού, η μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και των Συγκρίσιμων Συναλλαγών έλαβαν συντελεστή 50% η κάθε μία, λαμβάνοντας υπόψη την παρεμφερή καταλληλότητά τους για τους εν λόγω Κλάδους Δραστηριότητας. Αναφορικά με τη Δραστηριότητα της Ενέργειας, η Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών έλαβε τη μεγαλύτερη στάθμιση (90%), καθώς η εν λόγω μεθοδολογία λαμβάνει υπόψη τις εκτιμώμενες χρηματοροές που σχετίζονται με τη λειτουργία των πάρκων καθώς και τα χαρακτηριστικά των πάρκων σε λειτουργία (ισχύς, παραγόμενη ενέργεια, τιμή πώλησης ηλεκτρικής ενέργειας, διάρκεια σύμβασης πώλησης ενέργειας, κλπ).

Στη συνέχεια, παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα των μεθοδολογιών που εφαρμόστηκαν καθώς και ο συντελεστής βαρύτητας που αποδόθηκε σε κάθε μια από τις μεθόδους.

Συγκεντρωτική Παράθεση των Μεθόδων που Εφαρμόστηκαν

Ποσά σε € χιλ.

	Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	Συντελεστής Στάθμισης	Σταθμισμένη Αξία
Χρηματιστηριακή Αξία (VWAP 6 μηνών έως 20.1.2019)	117.464,2	50%	58.732,1
Συγκρίσιμη Συναλλαγή (Εξαγορά ποσοστού 38.44%)	123.562,7	40%	49.425,1
Εφαρμογή Διαφορετικών Μεθοδολογιών ανά Κλάδο (sum of the parts)	143.348,1	10%	14.334,8
Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση	141.293,7	-	-
Σταθμισμένη Αξία για το 100% των Μετοχών		100%	122.492,0
Αριθμός Μετοχών			14.679.792
Αξία σε ευρώ ανά μετοχή			8,34

Με βάση την παραπάνω ανάλυση, τις υποθέσεις και περιορισμούς που δηλώνονται στην παρούσα έκθεση, η κεντρική εύλογη και δίκαιη αξία του 100% των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρίας εκτιμάται σε **€ 122.491.993**, ποσό το οποίο διαιρούμενο με τον συνολικό αριθμό των μετοχών της Εταιρίας (**14,679.792**), αντιστοιχεί σε **€ 8.34** ανά μετοχή.

Αναφορικά με το πλαίσιο διεξαγωγής της εργασίας αποτίμησης σημειώνουμε ότι:

- Οι μέθοδοι που εφαρμόστηκαν για τον προσδιορισμό της αξίας της Εταιρίας είναι κατάλληλες για τους σκοπούς της αποτίμησης,
- κατά την εφαρμογή των μεθόδων αυτών, δεν παρουσιάστηκαν ειδικές δυσχέρειες ή δυσκολίες.

Περαιτέρω, σημειώνουμε ότι δεν έχουμε ούτε είχαμε ποτέ κατά τα τελευταία πέντε (5) έτη καμία επαγγελματική σχέση ή συνεργασία με τον Προτείνοντα ή με τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με αυτόν ή/και με την Εταιρία και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.

Με εκτίμηση

Αλέξης Χατζηπαύλου

Αρ. ΣΟΕΛ: 42351

Έκθεση Αποτίμησης της ελεγκτικής εταιρίας Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, όπως αναμορφώθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών

Παράρτημα 1 – Δείγμα Συγκρίσιμων Εταιριών για τον Κλάδο Τουρισμού

#	Εταιρία	Χώρα	Αξία Επιχείρησης/ ΕΒΙΤΔΑ ⁴
1.	Accor SA	Γαλλία	11,2 x
2.	Wyndham Worldwide Corporation	ΗΠΑ	10,9 x
3.	Marriott Vacations Worldwide Corporation	ΗΠΑ	13,7 x
4.	Melia Hotels International SA	Ισπανία	12,5 x
5.	CorePoint Lodging Inc.	ΗΠΑ	7,6 x
6.	PPHE Hotel Group Ltd	Ολλανδία	12,5 x
7.	Valamar Riviera d.d.	Κροατία	9,8 x
8.	Maistra d.d.	Κροατία	9,9 x
9.	Plava laguna d.d.	Κροατία	8,6 x
10.	Arena Hospitality Group d.d. za turizam i ugostiteljstvo	Κροατία	10,9 x
11.	Constantinou Bros Hotels Public Company Limited	Κύπρος	7,3 x
12.	Hydro Hotel Eastbourne PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	7,4 x
13.	Agros Development Company "Proodos" Public Ltd	Κύπρος	11,5 x
Μέσος Όρος (εξαιρούνται αρνητικές & ακραίες τιμές)			10,3 x

Έκθεση Αποτίμησης της ελεγκτικής εταιρίας Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, όπως αναμορφώθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών

Παράρτημα 1 – Δείγμα Συγκρίσιμων Εταιριών για τον Κλάδο Βιομηχανίας

#	Εταιρία	Χώρα	Αξία Επιχείρησης ² / Κύκλος Εργασιών	Αξία Επιχείρησης/ EBIT ³	Αξία Επιχείρησης/ EBITDA
1.	SIMONA Aktiengesellschaft	Γερμανία	0,7 x	9,7 x	6,3 x
2.	Palram Industries (1990) Ltd	Ισραήλ	0,5 x	16,9 x	7,7 x
3.	Thrace Plastics Holding and Commercial S.A	Ελλάδα	0,5 x	15,8 x	7,5 x
4.	Plastika Kritis S.A.	Ελλάδα	1,2 x	7,7 x	6,5 x
5.	Wavelock Holdings Co., Ltd.	Ιαπωνία	0,5 x	8,4 x	5,6 x
6.	Taisei Lamick Co., Ltd.	Ιαπωνία	0,6 x	10,8 x	6,0 x
7.	Yonwoo Co., Ltd	Νότιος Κορέα	1,1 x	17,2 x	8,9 x
8.	Thong Guan Industries Berhad	Μαλαισία	0,6 x	7,7 x	5,8 x
9.	PT Indopoly Swakarsa Industry Tbk	Ινδονησία	0,6 x	9,1 x	4,9 x
10.	Ergis S.A.	Πολωνία	0,4 x	14,4 x	6,6 x
11.	Flexopack Société Anonyme Commercial an	Ελλάδα	1,0 x	9,3 x	6,3 x
12.	Thantawan Industry Public Company Limite	Ταϊλάνδη	0,5 x	6,0 x	4,3 x
13.	Convertidora Industrial, S.A.B. de C.V.	Μεξικό	0,6 x	7,8 x	4,5 x
14.	S.C. Romcarbon S.A.	Ρουμανία	0,5 x	(17,8 x)	11,5 x
15.	IZOBLOK S.A.	Πολωνία	0,5 x	12,7 x	4,0 x
16.	Przetwórstwo Tworzyw Sztucznych Plast-B	Πολωνία	0,7 x	15,4 x	7,0 x
17.	Robinson plc	Ηνωμένο Βασίλειο	0,7 x	23,0 x	6,4 x
18.	Commercial Syn Bags Limited	Ινδία	0,5 x	5,4 x	4,0 x
19.	Fiberweb (India) Limited	Ινδία	0,3 x	2,6 x	2,0 x
20.	Shri Jagdamba Polymers Limited	Ινδία	0,9 x	5,3 x	4,7 x
21.	Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.S.	Τουρκία	0,8 x	8,9 x	6,4 x
22.	Augros Cosmetic Packaging SA	Γαλλία	0,6 x	10,0 x	6,2 x
23.	Shree Rama Multi-Tech Limited	Ινδία	0,9 x	16,3 x	7,3 x
24.	Berkosan Yalitim Ve Tecrit Maddeleri Üretim	Τουρκία	0,7 x	19,6 x	10,9 x
25.	Rishi Techtex Limited	Ινδία	0,5 x	7,3 x	5,4 x
Μέσος Όρος (εξαιρούνται αρνητικές & ακραίες τιμές)			0,6 x	7,3 x	5,8 x

Ακραίες & αρνητικές τιμές υποδεικνύονται με σκίαση

Έκθεση Αποτίμησης της ελεγκτικής εταιρίας Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, όπως αναμορφώθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών

Παράρτημα 1 – Δείγμα Συγκρίσιμων Εταιριών για τον Κλάδο Ενέργειας

#	Εταιρία	Χώρα	Αξία Επιχείρησης/ ΕΒΙΤ ³	Αξία Επιχείρησης/ ΕΒΙΤΔΑ ⁴
1.	EDP Renováveis, S.A.	Ισπανία	22,5 x	11,2 x
2.	ERG S.p.A.	Ιταλία	26,2 x	9,8 x
3.	Falck Renewables S.p.A.	Ιταλία	17,3 x	11,1 x
4.	Terna Energy Societe Anonyme Commercial	Ελλάδα	14,0 x	9,3 x
5.	ABO Wind AG	Γερμανία	9,5 x	9,0 x
6.	Ecosuntek S.p.A.	Ιταλία	14,2 x	8,5 x
7.	FUTUREN SA	Γαλλία	33,3 x	13,4 x
8.	Greenergy Renovables, S.A.	Ισπανία	30,8 x	29,4 x
9.	Athena Investments A/S	Δανία	4,4 x	2,4 x
10.	7C Solarparken AG	Γερμανία	27,8 x	11,4 x
11.	Arise AB (publ)	Σουηδία	45,4 x	16,3 x
12.	Jade Power Trust	Καναδάς	25,6 x	9,5 x
13.	EAM Solar ASA	Νορβηγία	(82,9 x)	9,1 x
Μέσος Όρος (εξαιρούνται αρνητικές & ακραίες τιμές)			12,6 x	9,9 x
Διάμεσος (εξαιρούνται αρνητικές & ακραίες τιμές)			14,0 x	9,5 x

Ακραίες & αρνητικές τιμές υποδεικνύονται με σκίαση

Έκθεση Αποτίμησης της ελεγκτικής εταιρίας Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, όπως αναμορφώθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών

Παράρτημα 2 – Δείγμα Συγκρίσιμων Συναλλαγών για τον Κλάδο Τουρισμού

#	Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Εταιρία Στόχος	Χώρα Εταιρίας-Στόχου	Εξαγοράζουσα Εταιρία	Αξία Επιχείρησης / EBITDA ⁴
1.	7-Οκτ-19	Liburnia Riviera Hoteli d.d. (ZGSE:LRH)	Κροατία	Gitone Adriatic d.o.o.	7,2 x
2.	20-Σεπ-19	Hotels Louis S.A.	Ελλάδα	Hotel Investment Partnership SL - Blackstone	15,7 x
3.	7-Ιουν-19	Millennium & Cophorne Hotels plc (n	Ηνωμένο Βασίλειο	City Developments Limited (SGX:C09)	17,7 x
4.	7-Ιουν-19	Nippon View Hotel Co., Ltd.	Ιαπωνία	Hulic Co., Ltd. (TSE:3003)	11,8 x
5.	19-Ιουλ-18	Sheraton Rhodes	Ελλάδα	Λάμψα	13,2 x
6.	26-Νοε-18	Orbis S.A. (WSE:ORB)	Πολωνία	Accor SA (ENXTPA:AC)	9,2 x
7.	11-Δεκ-18	Tropical Island Management GmbH	Γερμανία	Parques Reunidos Servicios Centrales, S.A.	14,3 x
8.	7-Νοε-18	SKYCITY Darwin Pty Limited	Αυστραλία	Delaware North Companies, Inc.	5,7 x
9.	26-Ιουλ-18	NH Hotel Group S.A. (BME:NHH)	Ισπανία	MHG International Holding (Singapore) Pte. Ltd	14,2 x
10.	6-Φεβ-18	HUP-Zagreb d.d.	Κροατία	Adris grupa d. d. (ZGSE:ADRS); Expertus D.O.O	14,9 x
11.	23-Ιαν-18	Gai Beach Hotel	Ισραήλ	Business Towers Holdings Ltd.	8,7 x
12.	2018	Aktia Lounge & Spa	Ελλάδα	Sky Express	15,1 x
13.	10-Απρ-17	Intrawest Resorts Holdings, Inc. (NYSE:IRH)	ΗΠΑ	KSL Advisors, LLC	13,0 x
14.	4-Απρ-17	Zancope Canarias SI	Ισπανία	Grupo Martinón Grumasa, S.L.	15,6 x
15.	21-Μαρ-17	Sunce Konzern d.d. (ZGSE:SUKC)	Κροατία	Sunce ulaganja d.o.o.	11,0 x
16.	9-Μαρ-17	Hotels & Resorts Blue Sea, S.L.	Ισπανία	Portobello Capital Gestión, SGEIC, S.A.	21,7 x
17.	23-Δεκ-16	Amathus Beach Hotel Rhodes (Λάνδος	Ελλάδα	London & Regional Properties	13,5 x
18.	20-Σεπ-16	Imperial DD	Κροατία	Valamar Riviera DD	4,7 x
19.	5-Αυγ-16	Athens Hilton	Ελλάδα	Temes S.A. / D-Marine Investments Holding	20,8 x
20.	29-Ιουν-16	Diamond Resorts International Inc. (NYSE:DRH)	ΗΠΑ	Apollo Global Management, LLC (NYSE:APO)	8,0 x
21.	9-Μαϊ-16	Morgans Hotel Group Co	ΗΠΑ	SBE Entertainment Group	20,3 x
22.	1-Μαρ-16	Arenaturist d.d. (ZGSE:ARNT-R-A)	Κροατία	Euro Sea Hotels N.V.	9,5 x
23.	16-Νοε-15	Starwood Hotels & Resorts Worldwid	ΗΠΑ	Marriott International Inc/MD	12,5 x
24.	9-Νοε-15	Pierre & Vacances SA	Γαλλία	Hainan Traffic Administration Holding Co Ltd	4,7 x
25.	29-Μαϊ-15	Victoria-Jungfrau Collection AG	Ελβετία	AEVIS VICTORIA SA	22,7 x
26.	18-Μαϊ-15	Divani Meteora Hotel	Ελλάδα	κ. Γιάννης Παντελιδάκης	5,6 x
27.	9-Μαρ-15	Pinnacle Entertainment Inc/Old	ΗΠΑ	Gaming and Leisure Properties Inc	9,3 x
28.	16-Ιαν-15	Island Hotels Group Holdings PLC	Μάλτα	International Hotel Investments PLC	12,5 x
29.	7-Νοε-14	Rocco Forte Hotels Ltd	Ηνωμένο Βασίλειο	CDP Equity SpA	n/a
30.	9-Ιουλ-14	Northampton Group Inc	Καναδάς	2525138 Ontario Inc	6,8 x
31.	5-Μαϊ-14	Royal Host, Inc.	Καναδάς	Holloway Lodging Corp.	6,0 x
32.	14-Απρ-14	Hotel Properties Ltd.	Σιγκαπούρη	Wheelock Ltd & 68 Holdings Pte Ltd.	8,1 x
Μέσος Όρος (εξαιρούνται αρνητικές & ακραίες τιμές)					10,5 x

Ακραίες & αρνητικές τιμές υποδεικνύονται με σκίαση

Έκθεση Αποτίμησης της ελεγκτικής εταιρίας Deloitte Ανώνυμη Εταιρία Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, όπως αναμορφώθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018, στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών

Παράρτημα 2 – Δείγμα Συγκρίσιμων Συναλλαγών για τον Κλάδο Βιομηχανίας

#	Ημερομηνία Ανακοίνωσης	Εταιρία Στόχος	Χώρα Εταιρίας-Στόχου	Εξαγοράζουσα Εταιρία	Αξία Επιχείρησης / Πωλήσεις	Αξία Επιχείρησης / EBIT ³	Αξία Επιχείρησης / EBITDA ⁴
1.	1-Οκτ-19	Ergis S.A. (WSE:EGS)	Πολωνία	Finergis Investments Limited	0,7 x	26,0 x	12,3 x
2.	7-Νοε-18	Master Plastics Limited (JSE:MAP)	Νότιος Αφρική	Investment & Advisory Services (Pty) l	0,5 x	4,9 x	3,7 x
3.	30-Μαϊ-17	Flextech srl	Ιταλία	negar Plastic Products Ltd. (TASE:GNGI	0,5 x	3,9 x	3,7 x
4.	25-Αυγ-16	AEP Industries Inc. (NasdaqGS:AEPI)	ΗΠΑ	Berry Plastics Group, Inc. (NYSE:BERY)	0,7 x	12,1 x	8,0 x
5.	9-Ιουν-16	British Polythene Industries plc (LSE:	Ηνωμένο Βασίλειο	RPC Group plc (LSE:RPC)	0,6 x	11,0 x	7,0 x
6.	7-Οκτ-15	Chargeurs SA	Γαλλία	ονέα Mutual Insurance Group Compar	0,5 x	10,3 x	7,5 x
Μέσος Όρος (εξαιρούνται αρνητικές & ακραίες τιμές)					0,6 x	7,5 x	6,0 x

Ακραίες & αρνητικές τιμές υποδεικνύονται με σκίαση