

Έκθεση Αποτιμητή
της AXIA Ventures Group Limited



Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας
«TITAN Cement International»

Αναφορικά με την αποτίμηση της μετοχής της εταιρείας «Ανώνυμη Εταιρία Τσιμέντων TITAN» («TITAN» ή η «Εταιρία»), βάσει του άρθρου 27, παρ. 3 σε συνδυασμό με το άρθρο 9, παρ. 6 και 7 του Ν. 3461/2006 (ο «Νόμος»), στο πλαίσιο της υποβολής προαιρετικής δημόσιας πρότασης ανταλλαγής μετοχών από την «Titan Cement International S.A.» (ο "Προτείνων").



15 Νοεμβρίου 2018

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή.....	2
2. Πληροφορίες για τη Συναλλαγή	4
2.1. Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής.....	4
2.2. Σύντομη Περιγραφή της Εταιρίας.....	5
3. Μεθοδολογία.....	5
3.1. Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows)	6
3.2. Μέθοδος Β' - Μέθοδος των Συγκρίσιμων Επιχειρήσεων (Trading Multiples)	8
3.3. Μέθοδος Γ' – Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιριών (Precedent Transactions).....	9
3.4. Μέθοδος Δ' - Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	10
4. Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης.....	11
5. Ρήτρα μη Ευθύνης	11

1. Εισαγωγή

Σε συνέχεια της από 18.10.2018 ανακοίνωσης περί της υποβολής προαιρετικής δημόσιας πρότασης ανταλλαγής του Προτείνοντος για την απόκτηση του συνόλου των κοινών και προνομιούχων μετοχών εκδόσεως της Εταιρίας (εφεξής η «Δημόσια Πρόταση» ή η «Πρόταση»), το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, ανέθεσε στην AXIA Ventures Group Limited ως ανεξάρτητο αποτιμητή (εφεξής ο «Αποτιμητής» ή «εμείς») αποκλειστικά και μόνο, να συντάξει την αποτίμηση της κοινής και προνομιούχου μετοχής της Εταιρίας, βάσει του άρθρου 27, παρ. 3 σε συνδυασμό με το άρθρο 9, παρ. 6 και 7 του Νόμου, (εφεξής η «Έκθεση Αποτίμησης» ή η «Αποτίμηση» ή η «Έκθεση»). Η Αποτίμηση θα ληφθεί υπόψη για τον προσδιορισμό του δίκαιου και εύλογου ανταλλάγματος σε μετρητά που θα προσφερθεί ως εναλλακτική δυνατότητα στους μετόχους της Εταιρίας, στο πλαίσιο της άσκησης των δικαιωμάτων εξαγοράς (squeeze out), καθόσον οι συναλλαγές που έχουν πραγματοποιηθεί επί των κοινών και προνομιούχων μετοχών της Εταιρίας κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας της πρότασης δεν υπερβαίνουν το 10% του συνόλου των μετοχών της αντίστοιχης κατηγορίας.

Προκειμένου να διενεργήσουμε της Αποτίμησή μας, τα συμπεράσματα της οποίας παρουσιάζονται στην παρούσα έκθεση, βασιστήκαμε:

- I. στις δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρία,
- II. στο επιχειρησιακό σχέδιο της Εταιρίας για την χρονική περίοδο 2018-2020 που παρασχέθηκε από τη Διοίκησή της και ενσωματώνει τις προσδοκίες της για την εξέλιξη των δραστηριοτήτων της,
- III. σε άλλα πρόσθετα στοιχεία και πληροφόρηση που παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρίας σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας της Εταιρίας.

Πραγματοποιήθηκαν επίσης συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη της Εταιρίας, για την παροχή περισσότερων διευκρινίσεων σε σχέση με τις προοπτικές της Εταιρίας.

Συμπληρωματικά της ανάλυσης των δραστηριοτήτων της Εταιρίας, προβήκαμε στη σύγκρισή της με διεθνείς εισηγμένες εταιρίες με παρόμοιες δραστηριότητες, καθώς επίσης και με παρόμοιες εταιρίες που αποτέλεσαν αντικείμενα πρόσφατων συναλλαγών. Τέλος, λάβαμε υπόψη μας χρηματοοικονομικές μελέτες και αναλύσεις, οικονομικά κριτήρια και κριτήρια αγοράς, καθώς και άλλες πληροφορίες που κρίναμε σχετικές για την Αποτίμηση.

Η Αποτίμηση των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης διενεργήθηκε σύμφωνα με τις γενικές αποδεκτές αρχές και μεθοδολογίες που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη, αφού λήφθηκε υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθοδολογίας. Ενδέχεται, όμως, σε περίπτωση διενέργειας άλλων μεθόδων, έναντι αυτών που χρησιμοποιήσαμε, το αποτέλεσμα να είναι διαφορετικό.

Η εργασία αποτίμησης εταιριών/δραστηριοτήτων δε μπορεί να θεωρηθεί ακριβής επιστήμη και τα συμπεράσματα στα οποία η εργασία αυτή καταλήγει είναι, σε πολλές περιπτώσεις, υποκειμενικά και εξαρτώνται από την κρίση εκείνου που διενεργεί την αποτίμηση. Οι γνωματεύσεις μπορεί να διαφέρουν λόγω των διαφόρων ιδιαίτερων εκτιμήσεων που πρέπει να γίνουν, ακόμα και αν χρησιμοποιηθούν τα ίδια δεδομένα και οι ίδιες παραδοχές. 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.

Θεωρήσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσης Αποτίμησης, ότι οι οικονομικές και άλλες πληροφορίες, τα δημοσιευμένα στοιχεία, οι πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν ή κατ' άλλο τρόπο μελετήσαμε ή μας παρουσίασε προφορικά η Διοίκηση είναι σωστές και πλήρεις και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επαλήθευση, έλεγχο ή επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών, ούτε εκδώσαμε οποιοδήποτε σχετικό

πιστοποιητικό. Ο Αποτιμητής δεν αναλαμβάνει καμία υποχρέωση και επομένως δεν φέρει καμία ευθύνη για την επαλήθευση των ανωτέρω πληροφοριών που του παρασχέθηκαν.

Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν, υποθέσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια και πληρότητα την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρίας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με τις πληροφορίες που τέθηκαν υπόψη μας και αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάση των βέλτιστων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της Διοίκησης της Εταιρίας κατά την ημερομηνία της παρούσας ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρίας.

Σημειώνουμε περαιτέρω ότι δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρίας ή οποιασδήποτε από τις επιχειρήσεις που την αποτελούν, ούτε μας έχουν παρασχεθεί τέτοιες αποτιμήσεις ή εκτιμήσεις από τη Διοίκηση της Εταιρίας. Η παρούσα Έκθεση Αποτίμησης δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου της Εταιρίας και δεν θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο. Επιπλέον, δεν πραγματοποιήσαμε επιτόπια επιθεώρηση των περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων της Εταιρίας στο πλαίσιο της προετοιμασίας της παρούσας. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με συνεργάτες ή συνεργαζόμενες με την Εταιρία επιχειρήσεις, ενώ δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή οποιαδήποτε απαίτηση κατά των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρίας.

Δεν έχουμε διενεργήσει οποιονδήποτε οικονομικό ή νομικό έλεγχο της Εταιρίας ή των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της και δεν έχουμε εκτιμήσει τις επιπτώσεις τυχόν εκκρεμοδικιών στην περιουσιακή της κατάσταση.

Η αποτίμησή μας δε λαμβάνει υπόψη το συναλλακτικό κόστος. Αν και έχουμε χρησιμοποιήσει διάφορες υποθέσεις, κρίσεις, και εκτιμήσεις, τις οποίες θεωρούμε εύλογες και δέουσες ενόψει των καταστάσεων, δεν είναι δυνατό να βεβαιωθεί η ακρίβεια ή η δυνατότητα επίτευξης των υποθέσεων, κρίσεων και εκτιμήσεων αυτών. Οι υποθέσεις, εκτιμήσεις και κρίσεις αυτές έχουν συζητηθεί με τη Διοίκηση της Εταιρίας πριν τη σύνταξη της παρούσας Έκθεσης.

Η Έκθεσή μας βασίζεται στις υπάρχουσες χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες, καθώς και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας. Επιπλέον, στην Έκθεσή μας δεν εκφέρουμε γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα τελούν επίσης υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις στο μακροοικονομικό περιβάλλον, στις ευρύτερες συνθήκες των κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών, καθώς και στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο.

Δεν παρέχουμε γνώμη σχετικά με την πιθανότητα επίτευξης των παρουσιαζόμενων προβλέψεων, ούτε των βασικών παραδοχών, ως εκ τούτου, δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη σχετικά με την επίτευξη των παρουσιαζόμενων προβλέψεων.

Η παρούσα Έκθεση Αποτίμησης παρέχεται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν. 3461/2006. Ο Αποτιμητής δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, πέρα από αυτές που προκύπτουν από την ιδιότητά του ως Αποτιμητής.

Σημειώνουμε ότι για τη διενέργεια της Αποτίμησης μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρίας όλα τα αναγκαία οικονομικά στοιχεία που ζητήσαμε. Σημειώνουμε, επίσης, 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.

2. Πληροφορίες για τη Συναλλαγή

2.1. Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής

Στις 18.10.2018, ο Προτείνων υπέβαλε προαιρετική δημόσια πρόταση ανταλλαγής των κοινών και προνομιούχων μετοχών της Εταιρίας με νέες μετοχές που θα εκδοθούν από τον Προτείνοντα, με σχέση ανταλλαγής μίας νέας μετοχής για κάθε μία μετοχή της Εταιρίας.

Ο Προτείνων θα υποβάλει αίτηση στο Euronext Βρυξελλών για πρωτογενή εισαγωγή προς διαπραγμάτευση όλων των μετοχών του καθώς και αίτηση για τη δευτερογενή εισαγωγή προς διαπραγμάτευσή τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών και το Euronext Παρισίων.

Σύμφωνα με τη σχετική ανακοίνωση, η Δημόσια Πρόταση αφορά τη απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εταιρίας, τις οποίες ο Προτείνων δεν κατείχε, άμεσα ή έμμεσα, κατά την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, ήτοι (i) 57.490.607 κοινές μετοχές, οι οποίες αντιστοιχούν σε ποσοστό περίπου 74,60% του συνολικού κοινού μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρίας και (ii) 7.541.344 προνομιούχες μετοχές, οι οποίες αντιστοιχούν σε ποσοστό περίπου 99,64% του συνολικού προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας.

Η ισχύς της Δημόσιας Πρότασης προϋποθέτει ότι κατά τη λήξη της περιόδου αποδοχής, τουλάχιστον (i) 69.357.212 κοινές μετοχές, που αντιστοιχούν σε ποσοστό 90% του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρίας, και (ii) 6.812.064 προνομιούχες μετοχές, που αντιστοιχούν σε ποσοστό 90% του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας θα έχουν νόμιμα και έγκυρα προσφερθεί στον Προτείνοντα.

Σύμφωνα με την από 18.10.2018 ανακοίνωση του Προτείνοντα, εάν κατά τη λήξη της περιόδου αποδοχής έχει προσφερθεί στον Προτείνοντα ο παραπάνω ελάχιστος αριθμός, ο Προτείνων θα δικαιούται να απαιτήσει:

- I. από όλους τους εναπομείναντες κατόχους κοινών μετοχών τη μεταβίβαση όλων των κοινών μετοχών τους με αντάλλαγμα είτε μία νέα μετοχή είτε ποσό σε μετρητά που θα ισούται με τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της κοινής μετοχής (όπως αυτή η τιμή ορίζεται στο άρθρο 2, περ.(ι) του Ν.3461/2006) κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης,
- II. από όλους τους εναπομείναντες κατόχους προνομιούχων μετοχών τη μεταβίβαση όλων των προνομιούχων μετοχών τους με αντάλλαγμα είτε μία νέα μετοχή είτε ποσό σε μετρητά που θα ισούται με τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της προνομιούχου μετοχής (όπως αυτή η τιμή ορίζεται στο άρθρο 2, περ.(ι) του Ν.3461/2006) κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης,

σύμφωνα με το άρθρο 27 του Νόμου και την απόφαση 1/644/2013 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (δικαίωμα εξαγοράς).

Επιπλέον, ο Προτείνων θα υποχρεούται να αποκτήσει όλες τις μετοχές της Εταιρίας που θα του προσφερθούν εντός περιόδου τριών μηνών από τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης:

- I. είτε χρηματιστηριακά έναντι καταβολής του ανταλλάγματος σε μετρητά κοινής ή προνομιούχου μετοχής αντίστοιχα,
- II. είτε σε οποιαδήποτε από αυτές τις περιπτώσεις, διά της παράδοσης μετοχών του ανταλλάγματος βάσει της σχέσης ανταλλαγής,

σε κάθε περίπτωση κατ' επιλογή των οικείων μετόχων της Εταιρίας, σύμφωνα με το άρθρο 28 του Νόμου και την απόφαση 1/409/2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (δικαίωμα εξόδου).

Με την ολοκλήρωση της Πρότασης κατόπιν της λήψεως των απαιτούμενων ρυθμιστικών εγκρίσεων και της αποδοχής της από τους μετόχους της Εταιρίας, επιδιώκεται περαιτέρω ο Προτείνων να καταστεί η άμεσα μητρική εταιρία της TITAN και η απώτατη μητρική εταιρία του Ομίλου TITAN.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας θα διαμορφώσει και δημοσιοποιήσει την τελική και αιτιολογημένη γνώμη του επί της Πρότασης του Προτείνοντα, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο άρθρο 15 του Ν. 3461/2006.

2.2. Σύνοψη Περιγραφή της Εταιρίας

Σύμφωνα με τον πιο πρόσφατα δημοσιευμένο ετήσιο γενικό απολογισμό και την ιστοσελίδα της, η Α.Ε. Τσιμέντων TITAN είναι ελληνική ανώνυμη εταιρία καταχωρημένη στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο με αριθμό 224301000 και με έδρα στην οδό Χαλκίδος, αριθμός 22Α, 111 43 Αθήνα.

Η Εταιρία και οι θυγατρικές της («Όμιλος TITAN») δραστηριοποιούνται στην παραγωγή και την εμπορία τσιμέντου και δομικών υλικών, με καθιερωμένη παραγωγή και 116 χρόνια βιομηχανικής εμπειρίας. Έχοντας την επιχειρησιακή βάση του στην Ελλάδα, ο Όμιλος TITAN έχει παρουσία σε 13 χώρες.

Ο Όμιλος TITAN ασκεί τη δραστηριότητά του μέσω θυγατρικών εταιριών, στις οποίες έχει πλήρη ή πλειοψηφικό (μετοχικό) έλεγχο ή κοινοπρακτική συμμετοχή, και καλύπτει τους εξής κλάδους:

- Παραγωγή τσιμέντου (φαιού και λευκού), σκυροδέματος και αδρανών υλικών
- Διακίνηση - διανομή τσιμέντου
- Επεξεργασία και βιομηχανική αξιοποίηση ιπτάμενης τέφρας σταθμών ηλεκτροπαραγωγής
- Κονιάματα
- Τσιμεντόλιθους

Με έδρα την Ελλάδα, ο Όμιλος TITAN διαθέτει εργοστάσια τσιμέντου σε δέκα χώρες, απασχολεί περισσότερους από 5.300 εργαζομένους και είχε κύκλο εργασιών €1.505,8 εκ. για το έτος 2017.

Η Εταιρία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών στις 22 Φεβρουαρίου 1912.

3. Μεθοδολογία

Για την Αποτίμηση χρησιμοποιήθηκαν τέσσερις διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι. Για την κάθε μέθοδο δόθηκε διαφορετική στάθμιση, η οποία θεωρούμε ότι είναι λογική και κατάλληλη για την προκείμενη περίπτωση.

Για τη διαμόρφωση του τελικού μας συμπεράσματος, οι μεθοδολογίες αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε είναι οι παρακάτω:

- I. Μέθοδος Α' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows)
- II. Μέθοδος Β' – Μέθοδος των Συγκρίσιμων Επιχειρήσεων (Trading Multiples)
- III. Μέθοδος Γ' – Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιριών (Precedent Transactions)
- IV. Μέθοδος Δ' – Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)

Οι συγκεκριμένες μεθοδολογίες χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της αξίας της Εταιρίας («Enterprise Value» ή «ΕV»). Έπειτα, αφαιρέσαμε από το ΕV τον καθαρό δανεισμό και τις μη ελέγχουσες συμμετοχές της Εταιρίας, όπως εμφανίζονται στις πιο πρόσφατα δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας, ήτοι κατά την 30.09.2018, προκειμένου να καταλήξουμε στον υπολογισμό της συνολικής αξίας των μετοχών.

Όσον αφορά τη διαφοροποίηση μεταξύ κοινών και προνομιούχων μετοχών, καταλήξαμε μέσω της ανάλυσής μας ότι έγκειται στη διαφορά ρευστότητας που έχουν, διαπραγματευόμενες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Ενδεικτικά, τους τελευταίους δώδεκα μήνες, ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών των κοινών μετοχών ισούται με €1.157,6χιλ., έναντι €25,8χιλ. για τις προνομιούχες. Λαμβάνοντας υπόψη τον αριθμό των μετοχών ανά κατηγορία, ο προσαρμοσμένος μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών των κοινών μετοχών είναι 4,4 φορές μεγαλύτερος από αυτόν των προνομιούχων.

Τα δικαιώματα ψήφου δε, που παρέχονται στους κατόχους των κοινών και προνομιούχων μετοχών δε διαφέρουν σημαντικά, ενώ η αξία των προνομιούχων μετοχών λόγω της προνομιακής απόδοσης του καταβεβλημένου κεφαλαίου στους μετόχους σε περίπτωση λύσης ή εκκαθάρισης της Εταιρίας θεωρείται αμελητέα, δεδομένου του υψηλού επιπέδου φερεγγυότητας της Εταιρίας.

Προκειμένου λοιπόν να ενσωματώσουμε τη διαφορά ρευστότητας στις τιμές των κοινών και προνομιούχων μετοχών, εμφανίζουμε την τιμή της κάθε προνομιούχου μετοχής μειωμένη κατά 12,5% έναντι της τιμής κάθε κοινής μετοχής (liquidity discount, σύμφωνα με τη μελέτη των Rui Albuquerque και Enrique Schroth, "The Marketability Discount of Controlling Blocks of Shares", Ιούνιος 2013).

3.1. Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows)

Η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών ("Discounted Cash Flows" ή "DCF") αποτιμά μια εταιρία με βάση τις ελεύθερες ταμειακές ροές της ("Free Cash Flows" ή "FCF"), οι οποίες αφορούν όλους τους επενδυτές της εταιρίας (μετόχους και δανειστές). Οι προβλέψεις των FCF γίνονται βάσει των επιχειρηματικών προβλέψεων της διοίκησης της εκάστοτε εταιρίας ανάλογα με τον οικονομικό κύκλο στον οποίο βρίσκεται. Συνήθως η περίοδος προβλέψεων κυμαίνεται από 3 μέχρι 5 χρόνια, καθώς σε περίπτωση μεγαλύτερης διάρκειας, υπάρχει υψηλή αβεβαιότητα στις εκτιμήσεις.

Η αποτίμηση της Εταιρίας πραγματοποιείται «ως έχει» (on an as-is-basis) και με βάση την αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας αυτής (going concern).

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές υπολογίζονται ως εξής:

$FCF = \text{Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων ("ΚΠΦΤ")} - \text{Φόρος στα ΚΠΦΤ} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Κόστος Κεφαλαιουχικών Επενδύσεων} - \text{Αύξηση Κεφαλαίου Κίνησης} + \text{Άλλα ταμειακά στοιχεία που δεν περιλαμβάνονται στα ΚΠΦΤ} - \text{Μη ταμειακά στοιχεία που περιλαμβάνονται στα ΚΠΦΤ}$

Πραγματοποιείται επίσης εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της Εταιρίας, η οποία υπολογίζεται με βάση την παραδοχή ότι μετά το πέρας της περιόδου προβλέψεων των ταμειακών ροών, η Εταιρία θα έχει ομαλά αυξανόμενες ταμειακές ροές και θα συνεχίσει τη δραστηριότητά της στο διηνεκές.

Έπειτα, οι ελεύθερες ταμειακές ροές και η υπολειμματική αξία πρέπει να προεξοφληθούν στο παρόν και πιο συγκεκριμένα την ημερομηνία της αποτίμησης. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ("WACC") της Εταιρίας, το οποίο αντικατοπτρίζει τους επιχειρηματικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους της. Το άθροισμα των προεξοφληθεισών ταμειακών ροών και της προεξοφληθείσας υπολειμματικής αξίας ισούται με την Καθαρή Παρούσα Αξία της Εταιρίας.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρία:

- Αφότου μελετήσαμε τα κύρια χαρακτηριστικά του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η Εταιρία και συζητήσαμε εκτενώς με την Διοίκηση για τις προβλέψεις τους αναφορικά με τη μελλοντική δραστηριότητα της Εταιρίας, δημιουργήσαμε ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο ώστε να υπολογίσουμε την αξία της Εταιρίας
- Στην ανάλυση του μοντέλου δημιουργήσαμε 2 σενάρια. Στο πρώτο σενάριο χρησιμοποιήσαμε το χρηματοοικονομικό σχέδιο που μας παρασχέθηκε και η υπολειμματική αξία υπολογίστηκε με βάση το έτος 2020 (Management Case). Το δεύτερο

σενάριο είναι βασισμένο στο χρηματοοικονομικό σχέδιο αλλά περιλαμβάνει και δικές μας παραδοχές, οι οποίες αφορούν τον κύκλο εργασιών, τα περιθώρια EBITDA ανά χώρα δραστηριότητας, το κεφάλαιο κίνησης και τις κεφαλαιουχικές επενδύσεις. Η περίοδος προβλέψεων διαρκεί μέχρι το έτος 2023, με βάση το οποίο υπολογίζουμε την υπολειμματική αξία (AXIA Case)

- Χρησιμοποιήθηκε ισομερής στάθμιση για τα προαναφερθέντα σενάρια
- Για τον υπολογισμό του WACC, λήφθηκε υπόψη το κόστος κεφαλαίου της Εταιρίας, το κόστος δανεισμού, ο φορολογικός συντελεστής των χωρών που δραστηριοποιείται η Εταιρία, καθώς και ο λόγος δανεισμού προς τα ίδια κεφάλαια που έθεσε ως στόχο η Διοίκηση για τα επόμενα χρόνια
- Βασικές παραδοχές:
 - Ρυθμός αύξησης πωλήσεων στο διηνεκές: 1,5%
 - WACC: 8,1%
- Ως ημερομηνία βάσης αποτίμησης επιλέχθηκε η 18.10.2018
- Για την καλύτερη δυνατή προσέγγιση της αξίας της Εταιρίας, χρησιμοποιήσαμε τις ανωτέρω παραδοχές, ενώ ταυτόχρονα δημιουργήσαμε ανάλυση ευαισθησίας ως προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της Εταιρίας στο διηνεκές, δημιουργώντας δύο επιπλέον υποσενάρια (ένα αισιόδοξο και ένα απαισιόδοξο) για κάθε ένα εκ των Management Case και AXIA Case

Αποτελέσματα:

Με την μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών με βάση το Management Case, η τιμή της κοινής μετοχής διαμορφώνεται σε €21,23 και της προνομιούχου σε €18,58. Με βάση το AXIA Case, η τιμή της κοινής και της προνομιούχου ανέρχεται σε €21,30 και €18,64 αντιστοίχως.

Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	Τιμή Μετοχής(€)	
	Κοινή	Προνομιούχος
Management Case		
Βασικό Σενάριο	21,23	18,58
Αισιόδοξο Σενάριο	23,47	20,54
Απαισιόδοξο Σενάριο	19,28	16,87
AXIA Case		
Βασικό Σενάριο	21,08	18,45
Αισιόδοξο Σενάριο	23,12	20,23
Απαισιόδοξο Σενάριο	19,29	16,88

Πηγή: Στοιχεία Εταιρίας
Επεξεργασία στοιχείων: Αποτιμητής

Η αποτίμηση της Εταιρίας με βάση τη μέθοδο DCF βασίζεται σε ένα σύνολο παραγόντων που θα μπορούσαν να την επηρεάσουν σημαντικά, όπως:

- Αβεβαιότητα αναφορικά με την κατάσταση της αγοράς στο μέλλον
- Αβεβαιότητα αναφορικά με τις μακροοικονομικές συνθήκες των χωρών στις οποίες δραστηριοποιείται η Εταιρία
- Αβεβαιότητα σχετικά με την επίτευξη των προβλέψεων
- Αβεβαιότητα σχετικά με την υλοποίηση των νέων επενδύσεων

- Ευαισθησία των αποτελεσμάτων στις παραδοχές που έχουν χρησιμοποιηθεί
- Η παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο τμήμα της αποτίμησης DCF, γεγονός που μειώνει τη βαρύτητα των προβλεπόμενων FCF κατά την περίοδο προβλέψεων στην αποτίμηση

3.2. Μέθοδος Β' - Μέθοδος των Συγκρίσιμων Επιχειρήσεων (Trading Multiples)

Η μέθοδος αυτή υπολογίζει την αξία μιας εταιρίας με βάση την αξία συγκρίσιμων εισηγμένων εταιριών σε διεθνή χρηματιστήρια. Η μέθοδος αυτή βασίζεται στη λογική ότι παρόμοιες εταιρίες έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά όπως είναι ο κύκλος εργασιών, η λειτουργική κερδοφορία, οι κίνδυνοι, ο ρυθμός ανάπτυξης, ο οικονομικός τους κύκλος κλπ. Τα κυριότερα κριτήρια για την επιλογή του δείγματος είναι ο κλάδος δραστηριοποίησης, οι χώρες λειτουργίας της εταιρίας καθώς και το μέγεθός τους. Μετά την επιλογή του δείγματος, υπολογίζονται χρηματοοικονομικοί δείκτες και πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας έτσι ώστε να υπολογιστεί η αξία της.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρία:

- Καταλήξαμε σε ένα δείγμα 17 εταιριών από διάφορες χώρες, βασιζόμενοι στα κριτήρια που προαναφέρθηκαν
- Για κάθε εταιρία του δείγματος, υπολογίστηκε ο δείκτης EV/EBITDA (σχέση αξίας επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων) για την 18.10.2018 (ημερομηνία βάσης αποτίμησης). Επιλέξαμε το EBITDA καθ' ότι λογίζεται το πλησιέστερο στις ελεύθερες ταμειακές ροές λογιστικό μέγεθος καθώς και ότι δεν λαμβάνει υπόψιν τυχόν διαφορές στους λογιστικούς χειρισμούς μεταξύ των εταιριών αλλά και των κεφαλαιακών δομών τους (δανεισμός προς ίδια κεφάλαια)
- Για κάθε εταιρία του δείγματος, υπολογίστηκε ο εν λόγω δείκτης χρησιμοποιώντας το EBITDA των τελευταίων 12 μηνών (με βάση τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις) και το αναμενόμενο EBITDA για τα έτη 2018 και 2019
- Για να καταλήξουμε στους δείκτες της αποτίμησης, υπολογίσαμε τη διάμεσο των προαναφερθέντων δεικτών των εταιριών του δείγματος

Αποτελέσματα:

Χρησιμοποιώντας το μέσο του εύρους που προέκυψε από τους τρεις δείκτες, η τιμή κοινής μετοχής ανέρχεται σε €19,32 και της προνομιούχου σε €16,91.

Μέθοδος Συγκρίσιμων Επιχειρήσεων	Διάμεσος Δείκτη	Τιμή Μετοχής (€)	
		Κοινή	Προνομιούχος
EV/LTM EBITDA	10,2x	21,20	18,55
EV/EBITDA 2018(E)	8,8x	17,49	15,31
EV/EBITDA 2019(E)	7,9x	17,45	15,27
Τιμή Μετοχής		19,32	16,91

Πηγή: Capital IQ

Επεξεργασία στοιχείων: Αποτιμητής

Περιορισμοί της μεθόδου:

- Η αγορά πρέπει να είναι αποτελεσματική ώστε να αντικατοπτρίζει σωστά τις χρηματιστηριακές αξίες του δείγματος

- Το μακροοικονομικό περιβάλλον των χωρών στις οποίες δραστηριοποιούνται οι συγκρίσιμες εταιρίες επηρεάζει την αποτίμησή τους
- Δεν είναι δυνατή η εύρεση πανομοιότυπων εταιριών για την εφαρμογή της μεθόδου. Για το λόγο αυτό το δείγμα επιλέχθηκε ώστε να είναι αρκετά ευρύ και να περιλαμβάνει εταιρίες που θεωρούμε ότι είναι οι πιο όμοιες με την Εταιρία ανάλογα και με τα κριτήρια που προαναφέραμε
- Ενδέχεται να μη ληφθούν υπόψη στην αποτίμηση συγκεκριμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εταιρίας υπό εξέταση, καθώς στηρίζεται στην αποτίμηση άλλων εταιριών
- Ενδέχεται η αποτίμηση να απέχει από τα αποτελέσματα μεθόδων που βασίζονται στις μελλοντικές ταμειακές ροές της Εταιρίας (π.χ. αποτίμηση DCF), καθώς βασίζεται στις υπάρχουσες συνθήκες/προσδοκίες της αγοράς
- Η εμπορευσιμότητα των μετοχών των συγκρίσιμων εταιριών στα χρηματιστήρια στα οποία είναι εισηγμένες ενδέχεται να επηρεάζει την τιμή τους

3.3. Μέθοδος Γ' – Μέθοδος Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιριών (Precedent Transactions)

Η αξία της εταιρίας προσδιορίζεται με βάση τις πρόσφατες συγκρίσιμες συναλλαγές (εξαγορές) ομοειδών εταιριών. Η επιλογή του δείγματος γίνεται με βάση τον κλάδο, τις χώρες λειτουργίας και το μέγεθος της εταιρίας που εξαγοράστηκε αλλά και την περίοδο που πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή. Για κάθε εταιρία υπολογίζονται διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες, και πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας ώστε να υπολογιστεί η αξία της.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρία:

- Καταλήξαμε σε ένα δείγμα 9 συγκρίσιμων συναλλαγών ομοειδών εταιριών
- Συναλλαγές για τις οποίες δεν υπήρξε δημοσίευση όλων των πληροφοριών της συναλλαγής δεν συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα
- Οι συναλλαγές του δείγματος καλύπτουν την περίοδο 2012-2018
- Ο δείκτης που υπολογίστηκε για κάθε εταιρία-στόχο είναι ο EV/EBITDA (σχέση αξίας επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων) κατά την ανακοίνωση της συναλλαγής
- Λόγω του ότι οι συναλλαγές του δείγματος αφορούσαν την απόκτηση ποσοτών άνω του 50% του μετοχικού κεφαλαίου των εταιριών-στόχων, έγινε αναπροσαρμογή για την υπεραξία που κατέβαλαν οι εκάστοτε αγοραστές (control premium). Στην ανάλυσή μας χρησιμοποιούμε ένα ποσοστό υπεραξίας ίσο με 18,2% (χρησιμοποιώντας τη βάση δεδομένων Capital IQ, υπολογίστηκε η μέση προσφερθείσα υπεραξία για συναλλαγές άνω των €100εκ. σε εταιρίες του κλάδου, η οποία σταθμίστηκε με βάση την αξία της κάθε συναλλαγής), αναπροσαρμόζοντας την εκτιμώμενη τιμή ανά κατηγορία μετοχής, καθώς στα πλαίσια της πρότασης δεν προβλέπεται να αλλάξουν οι τελικοί μέτοχοι της εταιρίας σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10%
- Για να καταλήξουμε στους δείκτες της αποτίμησης, υπολογίσαμε τη διάμεσο των προαναφερθέντος δείκτη για τις συναλλαγές του δείγματος

Αποτελέσματα:

Με την μέθοδο των συγκρίσιμων συναλλαγών ομοειδών εταιριών, η τιμή της κοινής μετοχής έπειτα από την αναπροσαρμογή της υπεραξίας ανέρχεται σε €17,84 και της προνομιούχου σε €15,61.

Συναλλαγές Συγκρίσιμων Εταιριών	Διάμεσος δείκτη	Τιμή μετοχής (€)	
		Κοινή	Προνομιάχος
Τιμή χωρίς αναπροσαρμογή για υπεραξία	10,2x	21,09	18,46
Τιμή με αναπροσαρμογή για υπεραξία		17,84	15,61

Πηγές: Capital IQ, Mergermarket, Global Cement Report της Data Based Analysis (22 Ιανουαρίου 2018)
Επεξεργασία στοιχείων: Αποτιμητής

Περιορισμοί της μεθόδου:

- Δεν είναι δυνατή η εύρεση συναλλαγών πανομοιότυπων εταιριών για την εφαρμογή της μεθόδου και για το λόγο αυτό το δείγμα κατασκευάστηκε με συναλλαγές από εταιρίες που θεωρούμε ότι είναι οι πιο όμοιες με την Εταιρία ανάλογα και με τα κριτήρια που προαναφέραμε
- Η αξία της συναλλαγής επηρεάζεται ορισμένες φορές από αρκετούς εξωγενείς παράγοντες (λ.χ. χρονισμός, μέγεθος, οικονομικοί δείκτες, στρατηγικός χαρακτήρας συναλλαγών κ.α.) και επομένως ενδέχεται να μην αντικατοπτρίζεται ακριβώς η αξία της εταιρίας

3.4. Μέθοδος Δ' - Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)

Η αξία μιας εταιρίας επηρεάζεται σημαντικά σε σχέση με το σημείο του οικονομικού κύκλου στο οποίο βρίσκεται. Η μέθοδος αποτίμησης με βάση το μέσο οικονομικό κύκλο χρησιμοποιείται για να εξαλείψει τις ανοδικές και καθοδικές ταλαντώσεις στη δραστηριότητά της (cyclicality). Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούνται μέσοι οικονομικοί δείκτες για διάρκεια συνήθως 10 ετών, και πολλαπλασιάζονται με το αντίστοιχο οικονομικό μέγεθος της εταιρίας έτσι ώστε να υπολογιστεί η αξία της.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρία:

- Υπολογίστηκε ο ημερήσιος δείκτης EV/EBITDA για την περίοδο 01.01.2008 – 18.10.2018
- Χρησιμοποιήθηκε η ημερήσια κεφαλαιοποίηση των μετοχών, ο καθαρός δανεισμός, οι μη ελέγχουσες συμμετοχές και το ετησιοποιημένο EBITDA της Εταιρίας ανά τρίμηνο
- Ο μέσος δείκτης της περιόδου αυτής πολλαπλασιάστηκε με το EBITDA της Εταιρίας για τους τελευταίους δώδεκα μήνες, προκειμένου να υπολογιστεί η αξία της

Αποτελέσματα:

Με την μέθοδο αποτίμησης με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο, η τιμή της κοινής μετοχής διαμορφώνεται σε €21,58 και της προνομιάχου σε €18,88.

Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο	Μέσος όρος δείκτη	Τιμή μετοχής (€)	
		Κοινή	Προνομιάχος
EV/EBITDA	10,4x	21,58	18,88

Πηγές: Capital IQ, Στοιχεία Εταιρίας
Επεξεργασία στοιχείων: Αποτιμητής

Περιορισμοί της μεθόδου:

- Ο οικονομικός κύκλος είναι πιθανόν να μην διαρκεί ακριβώς όσο διαρκεί και η περίοδος που υπολογίζεται ο οικονομικός δείκτης

- Σε μία τόσο μεγάλη διάρκεια τα οικονομικά μεγέθη μίας εταιρίας είναι πιθανόν να έχουν επηρεαστεί από φαινόμενα που δεν θα προκύψουν στον επόμενο οικονομικό της κύκλο, για παράδειγμα η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση
- Η εξέλιξη των μεγεθών της εταιρίας κατά τη διάρκεια του μέσου οικονομικού κύκλου ενδέχεται να μην είναι ορθολογική

4. Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης

Τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας, όπως προκύπτουν με βάση την εφαρμογή των μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν, συνοψίζονται ως εξής:

Μέθοδος	Τιμή μετοχής (€)		Συντελεστής στάθμισης
	Κοινή	Προνομιούχος	
Discounted Cash Flows (Management Case)	21,23	18,58	25%
Discounted Cash Flows (AXIA Case)	21,08	18,45	25%
Trading Multiples	19,32	16,91	20%
Precedent Transaction	17,84	15,61	20%
Mid Cycle Fair Value	21,58	18,88	10%
Σταθμισμένη Αποτίμηση	20,17	17,65	100%

Χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα όπως προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόζοντας κατά την κρίση μας κατάλληλους συντελεστές στάθμισης, προκύπτει η τελική αποτίμηση των μετοχών της Εταιρίας, η οποία ανέρχεται σε €20,17 ανά κοινή μετοχή και €17,65 ανά προνομιούχο μετοχή.

Όπως απεικονίζεται στον ανωτέρω πίνακα, στην ανάλυσή μας έχει δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στη μεθοδολογία DCF, καθώς η μεθοδολογία αυτή είναι η μόνη που μπορεί να αποτυπώσει ικανοποιητικά τη δυναμική και τις προοπτικές ανάπτυξης μίας εταιρίας, ενώ παράλληλα η επίδραση των παρεκκλίσεων της αγοράς είναι περιορισμένη. Παράλληλα, έχει δοθεί μικρότερη βαρύτητα στις μεθοδολογίες Trading Multiples και Precedent Transactions, καθώς οι μεθοδολογίες αυτές λαμβάνουν υπόψη χρηματοοικονομικά στοιχεία εταιριών που δραστηριοποιούνται σε αγορές με διαφορετικά χαρακτηριστικά, δυναμική, ανάληψη ρίσκου αλλά και νομικό / ρυθμιστικό πλαίσιο. Παρόμοια, έχει δοθεί ακόμη μικρότερη βαρύτητα στη μεθοδολογία Αποτίμησης με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο, καθώς η συγκεκριμένη μεθοδολογία βασίζεται περισσότερο σε αναλογιστικά στοιχεία, παρά σε τρέχοντα στοιχεία ή στοιχεία που αναμένεται να επικρατήσουν.

Επισημαίνουμε ότι στο αποτέλεσμα της παρούσας ενέχεται το στοιχείο της υποκειμενικότητας που συνδέεται με τις αβεβαιότητες που σχετίζονται με (α) τις παραδοχές που χρησιμοποιήσαμε και τις εκτιμήσεις και προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν και (β) τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε, οι οποίες όπως και οποιεσδήποτε άλλες μέθοδοι αποτίμησης ενέχουν περιορισμούς, στους κυριότερους εκ των οποίων αναφερθήκαμε στις αντίστοιχες ενότητες.

5. Ρήτρα μη Ευθύνης

Η παρούσα Έκθεση εκπονήθηκε από τον Αποτιμητή προκειμένου να κατατεθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του Ν. 3461/2006 που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018. Ο Αποτιμητής δεν εκφέρει γνώμη για το εύλογο και δίκαιο του προσφερόμενου τιμήματος της επικείμενης Δημόσιας Πρότασης, ούτε ως προς την αιτιολογημένη γνώμη που θα εκφέρει το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας για την αποδοχή ή την απόρριψη της επικείμενης Δημόσιας Πρότασης και η Έκθεση δεν θίγει καθι�ονδήποτε τρόπο το θέμα αυτό. 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, ούτε αποτελεί πρόταση για την οργάνωση, αναδοχή, χρηματοδότηση, επένδυση ή οποιασδήποτε άλλης

φύσεως δέσμευση για την παροχή κεφαλαίων στην Εταιρία ή κάποια συνδεδεμένη της, η οποία δύναται να παρασχεθεί μόνο μετά από επιτυχή ολοκλήρωση εσωτερικών διαδικασιών και εγκρίσεων του Αποτιμητή.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, ελήφθη υπόψη η υπόθεση ότι όλες οι πληροφορίες που παρασχεθήκαν στον Αποτιμητή είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και ο Αποτιμητής δεν έχει προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, έγινε η υπόθεση ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρίας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, έγινε η υπόθεση ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρίας κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς τη μελλοντική οικονομική απόδοση της Εταιρίας.

Η Έκθεση βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και ο Αποτιμητής δεν εκφράζει γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις, που εκφράζονται στην παρούσα τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας, εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο και στην ένταση του ανταγωνισμού στους κλάδους που δραστηριοποιείται η Εταιρία και εξέλιξη της εμπορικής σχέσης της Εταιρίας με τον Προτείνοντα που είναι ο κύριος μέτοχος της Εταιρίας.

Γεγονότα, τα οποία συμβαίνουν μετά την ημερομηνία της παρούσας ενδέχεται να επηρεάσουν το αντικείμενο και τις παραδοχές που χρησιμοποιήσαμε για την κατάρτισή της και δεν αναλαμβάνουμε καμία υποχρέωση για επικαιροποίηση ή αναθεώρηση των εμπεριεχομένων πληροφοριών.

Για την AXIA Ventures Group Limited

Γεώργιος Λινάτσας

Διευθύνων Σύμβουλος

Κωνσταντίνος Αναγιωτός

Επικεφαλής του Τμήματος Αναδοχών