

Έκθεση Αποτίμησης της
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (εφεξής ο «Σύμβουλος» ή ο «Αποτιμητής»)

 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας «SILANER INVESTMENTS LIMITED»

Αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας με την επωνυμία «F.G. EUROPE A.E.», (εφεξής η «Εταιρεία») βάσει των διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, που προστέθηκαν με την παράγραφο 2 του άρθρου 108 του Ν. 4514/2018 (εφεξής η «Έκθεση Αποτίμησης» ή η «Αποτίμηση» ή η «Έκθεση»), στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης αγοράς κινητών αξιών (εφεξής η «Δημόσια Πρόταση») από την εταιρεία με την επωνυμία «SILANER INVESTMENTS LIMITED» (εφεξής ο «Προτείνων»).



Μάιος 2019

Περιεχόμενα

1.	Εισαγωγή	3
2.	Παρουσίαση των εταιρειών του Ομίλου της F.G. EUROPE A.E.	5
3.	Μεθοδολογία Αποτίμησης.....	5
3.1.	F.G. EUROPE & θυγατρικές - Διαρκή Καταναλωτικά Αγαθά (εφεξής η «F.G. EUROPE»)	6
3.1.1.	Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow method).....	7
3.1.2.	Συγκριτική Ανάλυση Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Trading Multiples of Comparable Companies method).....	10
3.2.	R.F. ENERGY & θυγατρικές – Ενέργεια (εφεξής η «R.F. ENERGY»)	12
3.2.1.	Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow method).....	13
3.2.2.	Συγκριτική Ανάλυση Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Trading Multiples of Comparable Companies method).....	15
3.2.3.	Συγκριτική Ανάλυση Πρόσφατων Συναλλαγών Συγκρίσιμων Εταιρειών (Precedent Transactions method) μέσω Ανάλυσης Παλινδρόμησης Δεικτών Αποτίμησης (Multiple Regression Analysis).....	16
4.	Ανάλυση Χρηματιστηριακής Τιμής Μετοχής.....	20
5.	Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης Αποτίμησης.....	22
6.	Ρήτρα Μη Ευθύνης	23

1. Εισαγωγή

Η σύνταξη της παρούσας Έκθεσης Αποτίμησης ανατέθηκε από τον Προτείνοντα στο Σύμβουλο και αφορά στην αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας στο πλαίσιο της Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης που προβλέπεται να υποβληθεί από τον Προτείνοντα.

Ημερομηνία αναφοράς της παρούσας Έκθεσης Αποτίμησης είναι η 31.12.2018 (εφεξής η «Ημερομηνία Αποτίμησης»).

Προκειμένου να καταλήξουμε στις απόψεις μας, οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση, μελετήσαμε επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία και τις θυγατρικές της (εφεξής ο «Όμιλος») και προέρχονται από δημοσιοποιημένες πηγές. Επιπλέον, μελετήσαμε πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές των δραστηριοτήτων του Ομίλου, συμπεριλαμβανομένων προβλέψεων πενταετίας (2019-2023) που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας (εφεξής η «Διοίκηση»). Επιπλέον, πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη της Εταιρείας σχετικά με την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές του Ομίλου. Κατά τις συναντήσεις αυτές, συζητήθηκαν περαιτέρω οι εκτιμήσεις - προβλέψεις της Διοίκησης σχετικά με την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών, τα μελλοντικά αποτελέσματα και τις χρηματοροές του Ομίλου, καθώς και οι παραδοχές που υποστηρίζουν τις συγκεκριμένες προβλέψεις.

Επίσης, στο μέτρο που ήταν εφικτό, συγκρίναμε τις εταιρείες του Ομίλου με συγκρίσιμες ελληνικές και διεθνείς εταιρείες και λάβαμε υπόψη μας τους οικονομικούς όρους, στο βαθμό που αυτοί είναι δημοσίως διαθέσιμοι, ορισμένων άλλων συναλλαγών, που αφορούν αποκτήσεις μετοχών/εξαγορές εταιρειών, που έλαβαν χώρα τα τελευταία έτη, στους τομείς στους οποίους δραστηριοποιείται ο Όμιλος. Επιπλέον, λάβαμε υπόψη μας και άλλες χρηματοοικονομικές μελέτες, εκθέσεις χρηματοοικονομικών οργανισμών για τους κλάδους που δραστηριοποιείται ο Όμιλος, οικονομικά κριτήρια και κριτήρια αγοράς καθώς και άλλες πληροφορίες που κρίναμε σχετικές.

Υποθέσαμε, για τους σκοπούς της Αποτίμησης, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση, υποθέσαμε, ότι οι πληροφορίες αυτές απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση του Ομίλου κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Επιπλέον, δεν έχουν διενεργηθεί μελέτες αγοράς ή ανταγωνισμού και δεν εξετάστηκαν τεχνικά, εργατικά και άλλα παρεμφερή θέματα. Σχετικά με πληροφορίες, οικονομικές και μη, που αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της Διοίκησης κατά τη σημερινή ημερομηνία ως προς τη μελλοντική οικονομική απόδοση του Ομίλου.

Δεν εφαρμόσαμε ελεγκτικές διαδικασίες σε κανένα από τα στοιχεία που μας παρασχέθηκαν καθώς ήταν εκτός του αντικειμένου εργασιών μας. Κατά συνέπεια, η Έκθεση δεν αποτελεί πιστοποιητικό ή αναφορά για την πληρότητα των στοιχείων που παρασχέθηκαν καθώς και την ορθολογικότητα των προβλέψεων που παρασχέθηκαν στο Σύμβουλο. Ως εκ τούτου, ο Σύμβουλος δεν φέρει καμία ευθύνη σχετικά με την ακρίβεια ή/και την πληρότητα των

στοιχείων αυτών επί των οποίων βασίστηκε η παρούσα Έκθεση. Θα πρέπει να επισημάνουμε ότι οι εκτιμήσεις μας έγιναν με βάση τις τρέχουσες χρηματοοικονομικές συνθήκες, χωρίς να ληφθούν υπόψη γεγονότα τα οποία θα μπορούσαν να έχουν σημαντική ή απρόβλεπτη επίδραση στο αντικείμενο εργασιών του Ομίλου.

Για τους σκοπούς της παρούσας Έκθεσης, έχουμε βασιστεί στις εκτιμήσεις της Διοίκησης και των νομικών, φορολογικών και λογιστικών συμβούλων της σχετικά με νομικά, φορολογικά και λογιστικά ζητήματα. Σχετικά με την Έκθεση, σημειώνουμε περαιτέρω ότι: α) δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση διακριτών περιουσιακών στοιχείων του Ομίλου, ούτε μας έχουν παρασχεθεί τέτοιες αποτιμήσεις ή εκτιμήσεις, από τη Διοίκηση και η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει τέτοια αποτίμηση ή εκτίμηση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου του Ομίλου και δεν θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο, β) δεν διενεργήσαμε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων της Εταιρείας και των θυγατρικών της στο πλαίσιο της προετοιμασίας της παρούσας Έκθεσης, γ) δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με προμηθευτές/συνεργάτες ή πελάτες της Εταιρείας και των θυγατρικών της, δ) δεν έχουμε διενεργήσει οποιονδήποτε νομικό ή οικονομικό έλεγχο της Εταιρείας και των θυγατρικών της ή των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της και δεν έχουμε εκτιμήσει τις επιπτώσεις τυχόν εκκρεμοδικιών στην πραγματική και περιουσιακή της κατάσταση, ε) δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιαδήποτε απαίτηση κατά των περιουσιακών στοιχείων του Ομίλου, στ) αν και έχουμε, κατά περίπτωση, 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 πριν τη σύνταξη της Έκθεσης.

Η Έκθεση βασίζεται στις οικονομικές, πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας Έκθεσης και δεν εκφράζουμε 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 Έκθεση. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα Έκθεση τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως για παράδειγμα τυχόν μελλοντικές εξελίξεις στο εποπτικό, φορολογικό, ρυθμιστικό και θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, στο μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον, καθώς και στη μελλοντική διαμόρφωση της προσφοράς, της ζήτησης, του κόστους και του ανταγωνισμού στους κλάδους που δραστηριοποιείται ο Όμιλος.

Γεγονότα, τα οποία συμβαίνουν μετά την ημερομηνία της παρούσας Έκθεσης, ενδέχεται να επηρεάσουν το αντικείμενο της και τις παραδοχές που έχουν χρησιμοποιηθεί κατά τη σύνταξή της, ο δε Σύμβουλος δεν αναλαμβάνει καμία υποχρέωση για επικαιροποίηση, αναθεώρηση ή επαναβεβαίωση των πληροφοριών που εμπεριέχονται στην παρούσα Έκθεση.

Η Έκθεση Αποτίμησης παρέχεται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16, παρ. του Ν.3461/2006. Ο Σύμβουλος δεν

αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, εκτός από αυτές που απορρέουν από την ιδιότητα του ως Αποτιμητή.

Ο Σύμβουλος δηλώνει ότι πληροί τα κριτήρια του άρθρου 9, παρ. 7 του Ν.3461/2006 και δεν έχει ούτε είχε ποτέ κατά τα τελευταία πέντε (5) έτη επαγγελματική σχέση ή συνεργασία με τον Προτείνοντα ή/και με τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με αυτόν ή/και με τον Όμιλο και τα συνδεδεμένα με αυτόν μέρη.

2. Παρουσίαση των εταιρειών του Ομίλου της F.G. EUROPE A.E.

Η F.G. EUROPE A.E., η μητρική εταιρεία του Ομίλου, ιδρύθηκε το 1958 με κύρια δραστηριότητα την εισαγωγή και εμπορία διαρκών καταναλωτικών αγαθών και ειδικότερα ηλεκτρικών οικιακών συσκευών όπως κλιματιστικών για οικιακή και επαγγελματική χρήση, λευκών συσκευών και μικροσυσκευών. Από το 2006, δραστηριοποιείται και στον τομέα της ενέργειας.

Οι θυγατρικές εταιρείες του Ομίλου στον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών είναι οι F.G. EUROPE ITALIA Spa, F.G. EUROPE KLIMA TEKNOLOJİLERİ AŞ και F.G. EUROPE UK LTD, στις οποίες η F.G. EUROPE A.E. συμμετέχει με ποσοστά 100%, 55% και 100% και δραστηριοποιούνται στην Ιταλία, Τουρκία και Αγγλία αντίστοιχα.

Σημειώνεται ότι, την 7.9.2018 υπεγράφη συμφωνία με την FUJITSU GENERAL LIMITED για την μεταβίβαση του 51% των μετοχών της θυγατρικής του Ομίλου στην Ιταλία F.G. EUROPE ITALIA Spa και η μεταβίβαση ολοκληρώθηκε τον Ιανουάριο του 2019.

Ο Όμιλος δραστηριοποιείται στον τομέα της ενέργειας μέσω της θυγατρικής εταιρείας R.F. ENERGY A.E., στην οποία το ποσοστό συμμετοχής της F.G. EUROPE A.E. ανέρχεται σε 50%. Η R.F. ENERGY A.E. είναι εταιρεία συμμετοχών, με αντικείμενο την ανάπτυξη, διαχείριση και εκμετάλλευση ενεργειακών έργων, με επίκεντρο τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. Συγκεκριμένα, η R.F. ENERGY A.E. μέσω τριών 100% θυγατρικών της ΚΑΛΛΙΣΤΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε., ΑΙΟΛΙΚΗ ΚΥΛΙΝΔΡΙΑΣ Α.Ε. και ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΔΕΡΕΣ Α.Ε. λειτουργεί πέντε αιολικά πάρκα συνολικής ισχύος 60,4 MW και μέσω της 100% θυγατρικής της ΥΔΡΟΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΑΧΑΪΑΣ Α.Ε. λειτουργεί δύο υδροηλεκτρικούς σταθμούς συνολικής ισχύος 3,615 MW.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1968 και διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.

Η Εταιρεία έχει την έδρα της στο Δήμο Γλυφάδας, Λεωφόρο Βουλιαγμένης 128.

3. Μεθοδολογία Αποτίμησης

Η Αποτίμηση διενεργήθηκε σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη αφού αξιολογήθηκε ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν στη συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η στάθμιση που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές θεωρούμε ότι είναι οι δέουσες για την προκειμένη περίπτωση.

Σύμφωνα με την προσέγγιση που ακολουθήσαμε για την Αποτίμηση, η F.G. EUROPE A.E. και οι θυγατρικές της στο εξωτερικό στον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών (μαζί ως όμιλος) αποτιμήθηκαν χωριστά από την κατά 50% θυγατρική της, R.F. ENERGY A.E. και τις θυγατρικές στην Ελλάδα στον τομέα της ενέργειας. Για το σκοπό αυτό βασιστήκαμε στο πενταετές επιχειρηματικό σχέδιο που λάβαμε από τη Διοίκηση με ενοποιημένες pro-forma οικονομικές καταστάσεις της F.G. EUROPE A.E. και των θυγατρικών της για τον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών, και στο επιχειρηματικό πλάνο για την R.F. ENERGY A.E. και τις θυγατρικές για τον τομέα της ενέργειας ανά αιολικό πάρκο και υδροηλεκτρικό σταθμό για την υπολειπόμενη περίοδο λειτουργίας τους.

Η συνολική αξία των μετοχών της F.G. EUROPE A.E. και κατ' επέκταση η τιμή ανά μετοχή της Εταιρείας προκύπτει από το άθροισμα των δύο παραπάνω επιμέρους αποτιμήσεων.

Η Αποτίμηση, όπως περιγράφηκε παραπάνω, διενεργήθηκε σύμφωνα με τις αρχές της συνέχισης της δραστηριότητάς (going concern) και της αυτοτέλειας χρήσης (stand alone) για τον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών και τον τομέα της ενέργειας, κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης, εφαρμόζοντας τις ακόλουθες διεθνώς αναγνωρισμένες προσεγγίσεις και μεθόδους:

Προσέγγιση με βάση το Εισόδημα (Income Approach)

- Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow method)

Προσέγγιση με βάση την Αγορά (Market Approach)

- Συγκριτική Ανάλυση Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Trading Multiples of Comparable Companies method)
- Συγκριτική Ανάλυση μέσω χρήσης Πρόσφατων Συναλλαγών Συγκρίσιμων Εταιρειών (Precedent Transactions method)
- Ανάλυση Χρηματιστηριακής Τιμής Μετοχής

Για τη διαμόρφωση των τελικών μας συμπερασμάτων σε κάθε μέθοδο δόθηκε διαφορετική στάθμιση, η οποία θεωρούμε ότι είναι λογική και κατάλληλη για την συγκεκριμένη αποτίμηση.

3.1. F.G. EUROPE & Θυγατρικές - Διαρκή Καταναλωτικά Αγαθά (εφεξής η «F.G. EUROPE»)

Για τους σκοπούς της Αποτίμησης, η F.G. EUROPE αποτιμήθηκε χωριστά, βάσει πενταετούς επιχειρηματικού σχεδίου με ενοποιημένες pro-forma οικονομικές καταστάσεις, περιλαμβάνοντας τη μητρική εταιρεία F.G. EUROPE A.E. και τις θυγατρικές στο εξωτερικό F.G. EUROPE ITALIA Spa, F.G. EUROPE KLIMA TEKNOLOJİLERİ AŞ και F.G. EUROPE UK LTD.

3.1.1. Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow method)

Περιγραφή της μεθόδου

Η μέθοδος της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία μιας εταιρείας είναι η παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών, η οποία προκύπτει από την προεξόφληση τους με ένα κατάλληλο επιτόκιο (συντελεστής προεξόφλησης).

Για την εφαρμογή της μεθόδου αυτής απαιτείται η εκτίμηση:

- των ετήσιων ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα,
- της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της εταιρείας, η οποία ενσωματώνει την αξία που εκτιμάται ότι θα δημιουργήσει η επιχείρηση στο διηνεκές, μετά την αρχική περίοδο πρόβλεψης, και με βάση «ομαλοποιημένες» ταμειακές ροές,
- του συντελεστή προεξόφλησης των ταμειακών ροών, ο οποίος αντικατοπτρίζει το κόστος των απασχολούμενων κεφαλαίων της επιχείρησης (ίδια και ξένα).

Συγκεκριμένα, η αποτίμηση διενεργήθηκε βάσει παραλλαγής της μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, και συγκεκριμένα της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Εταιρεία (Free Cash Flows to the Firm ή «FCFF»). Στην περίπτωση της μεθόδου FCFF, η ελεύθερη ταμειακή ροή για το κάθε έτος προεξοφλείται χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital ή «WACC»), λαμβάνοντας υπόψη το λόγο καθαρού δανεισμού προς ίδια κεφάλαια. Το άθροισμα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης και της προεξοφληθείσας τερματικής ροής της μας δίνει τη συνολική παρούσα αξία της επιχείρησης (Enterprise Value). Από το άθροισμα των ταμειακών ροών αφαιρείται ο δανεισμός της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης και προστίθεται το ύψος των ταμειακών διαθεσίμων, ενώ λαμβάνονται υπόψιν αθροιστικά ή αφαιρετικά προσαρμογές όπως η αξία μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων, η αξία συμμετοχών, δικαιώματα μειοψηφίας και λοιπές προσαρμογές κατά την ημερομηνία αποτίμησης για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχών της εταιρείας (Equity Value) και κατ' επέκταση της τιμής ανά μετοχή.

Περιορισμοί της μεθόδου

Η αποτίμηση της F.G. EUROPE με βάση μελλοντικές ταμειακές ροές στηρίζεται σε εκτιμήσεις, οι οποίες έχουν σημαντική ευαισθησία σε συγκεκριμένους παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική της θέση και διαμορφώνουν τα λειτουργικά της αποτελέσματα, ήτοι:

- η διαμόρφωση των μακροοικονομικών δεικτών στην ελληνική οικονομία,
- οι τάσεις στις διεθνείς αγορές που δραστηριοποιείται,
- η αβεβαιότητα ως προς τις εξελίξεις στην αγορά των διαρκών καταναλωτικών αγαθών (προσφορά, ζήτηση, κόστος, ένταση ανταγωνισμού),
- η αποτελεσματική υλοποίηση του επιχειρηματικού σχεδιασμού της.

Εφαρμογή της μεθόδου

Η εφαρμογή της μεθόδου στην F.G. EUROPE έγινε με βάση τα ακόλουθα στοιχεία:

- δημόσια διαθέσιμων πληροφοριών για την τρέχουσα λειτουργική, επιχειρησιακή και οικονομική κατάσταση, τη δυναμική και τις προοπτικές της Εταιρείας, το μακροοικονομικό περιβάλλον και την πορεία του κλάδου των διαρκών καταναλωτικών αγαθών,
- επιχειρηματικό σχέδιο που λάβαμε από τη Διοίκηση, το οποίο περιλαμβάνει pro-forma ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για τον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών, για χρονικό ορίζοντα πέντε (5) ετών (2019-2023),
- επικοινωνία με τα ανώτατα στελέχη της Εταιρείας όπου συζητήθηκε η τρέχουσα κατάσταση και οι προοπτικές του τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών,
- οικονομικές μελέτες, αναλύσεις και στοιχεία από αναγνωρισμένες βάσεις δεδομένων που κρίναμε κατάλληλες για το σκοπό της εργασίας.

Υποθέσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσης, ότι τα στοιχεία τα οποία μας παρασχέθηκαν είναι ακριβή, αληθή και πλήρη και δεν έχουμε προβεί σε ενέργειες για την επιβεβαίωση τους. Σε σχέση με τις ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, υποθέσαμε ότι απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της F.G. EUROPE, στον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης. Σχετικά με τις πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της Διοίκησης κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς την μελλοντική οικονομική απόδοση του Ομίλου.

Στο πλαίσιο της εφαρμογής της μεθόδου καταρτίστηκε χρηματοοικονομικό μοντέλο για την περίοδο 2019-2023 με βάση το επιχειρηματικό σχέδιο της Εταιρείας, προσαρμοσμένο στις ανάγκες της εργασίας μας και λαμβάνοντας υπόψη όλη τη σχετική πληροφόρηση που μας παρασχέθηκε. Οποιαδήποτε πιθανά μελλοντικά σχέδια της Διοίκησης για αλλαγή του επιχειρησιακού μοντέλου λειτουργίας δεν είναι δυνατόν να συμπεριληφθούν στην παρούσα Αποτίμηση.

Βασικές Χρηματοοικονομικές Παραδοχές

- Στο βασικό σενάριο της Αποτίμησης, η κεντρική τιμή του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC), που χρησιμοποιήσαμε είναι 9,30%. Η τιμή αυτή υπολογίστηκε σύμφωνα με το μοντέλο CAPM, λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες μακροοικονομικές συνθήκες καθώς και το ίδιο δείγμα συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών της προσέγγισης αποτίμησης με βάση την αγορά (βλέπε ενότητα 3.1.2 Συγκριτική Ανάλυση Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Trading Multiples of Comparable Companies method)) για τον υπολογισμό

χρηματοοικονομικών παραμέτρων (κίνδυνος χώρας-country risk premium, συντελεστής beta, κλπ.), ενώ λήφθηκε υπόψη και η κεφαλαιακή διάρθρωση της F.G. EUROPE.

- Υποθέσαμε ρυθμό ανάπτυξης στο διηνεκές για το βασικό σενάριο 2%, με βάση τη γενικότερη εκτίμηση για την πορεία της οικονομίας επόμενα έτη. (Πηγή: European Commission's forecasts for Greece's GDP growth, November 2018 Forecasts for 2017-2020).
- Από την αξία της επιχείρησης όπως προκύπτει από την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών σύμφωνα με τα παραπάνω, προσθέσαμε την πώληση του 51% της θυγατρικής εταιρείας στην Ιταλία, καθώς και την αξία του εναπομείναντος ποσοστού συμμετοχής, και αφαιρέσαμε τον καθαρό δανεισμό της F.G. EUROPE κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης, καθώς και τα δικαιώματα μειοψηφίας, ώστε να προκύψει η αξία (Equity Value) της F.G. EUROPE.

Τέλος, για την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της αξίας της F.G. EUROPE εκτός από το βασικό σενάριο εξέλιξης των μεγεθών της, πραγματοποιήσαμε ανάλυση ευαισθησίας ως προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) και το ρυθμό ανάπτυξης της στο διηνεκές, για τη δημιουργία δύο επιπλέον σεναρίων, ενός αισιόδοξου και ενός απαισιόδοξου.

Ακολούθως παρατίθενται τα αποτελέσματα της μεθόδου:

Προεξόφληση Ταμειακών Ροών		
	Προκύπτουσα Αξία (Equity Value) (ποσά σε € χιλ.)	Παραδοχές
Αισιόδοξο Σενάριο	4.765	2,50% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 9,20%
Βασικό Σενάριο	3.651	2,00% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 9,30%
Απαισιόδοξο Σενάριο	2.524	1,50% αύξηση πωλήσεων στο διηνεκές, WACC: 9,40%

Πηγή: Bloomberg, ανάλυση Αποτιμητή

Συμπέρασμα

Εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow) και με βάση τις ως άνω εκτιμήσεις και παραδοχές προκύπτει αποτίμηση της F.G. EUROPE, στο βασικό σενάριο, που ανέρχεται σε €3.651 χιλ.

Σημειώνεται ότι, το συμπέρασμα μας σε σχέση με την αποτίμηση της F.G. EUROPE βασίζεται σε εκτιμήσεις και προβλέψεις μελλοντικών οικονομικών μεγεθών, οι οποίες ενδεχομένως να μην επαληθευτούν.

3.1.2. Συγκριτική Ανάλυση Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Trading Multiples of Comparable Companies method)

Περιγραφή της μεθόδου

Η μέθοδος αποτίμησης των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών βασίζεται στη συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εξέταση εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος εισηγμένων εταιρειών.

Το πιο κρίσιμο βήμα στην εν λόγω μέθοδο είναι η επιλογή ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την υπό εξέταση εταιρεία, και παρουσιάζουν συναφή χαρακτηριστικά λειτουργίας και οικονομικά μεγέθη.

Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται ένας αριθμός δεικτών που συνήθως περιλαμβάνει βασικούς δείκτες που είναι διεθνώς αποδεκτοί και χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών. Οι δείκτες που προκύπτουν από τα οικονομικά μεγέθη και τις χρηματιστηριακές αξίες των εταιρειών του δείγματος, πολλαπλασιαζόμενοι με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας παρέχουν μια εκτίμηση για την αξία της.

Περιορισμοί της μεθόδου

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς:

- Η μέθοδος είναι ευαίσθητη σε περιπτώσεις λανθασμένου καθορισμού τιμών από την αγορά (mispricing) που μπορεί να οφείλεται σε χαμηλή εμπορευσιμότητα των μετοχών, τάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς στην οποία είναι εισηγμένη η κάθε εταιρεία, διάθεσης και προσδοκιών των επενδυτών κλπ.
- Το μακροοικονομικό περιβάλλον των χωρών στις οποίες δραστηριοποιούνται οι συγκρίσιμες εταιρίες, επίσης, επηρεάζει την αποτίμησή τους.
- Ενδέχεται να μη ληφθούν υπόψη στην αποτίμηση συγκεκριμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εταιρείας υπό εξέταση, καθώς στηρίζεται στη συγκριτική αποτίμηση άλλων εταιρειών.
- Ενδέχεται επίσης η αποτίμηση με τη συγκεκριμένη μέθοδο να απέχει σημαντικά από τη μέθοδο προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών εφόσον εφαρμόζεται κυρίως σε ιστορικά / τελευταία διαθέσιμα μεγέθη της εταιρείας (ή σε εκτιμώμενα μεγέθη για την επόμενη χρήση), και δε λαμβάνει υπόψιν την ανάπτυξη της σε βάθος χρόνου.

Εφαρμογή της μεθόδου

- Με βάση την ανάλυση μας, η εύρεση εισηγμένων εταιρειών στον ίδιο κλάδο δραστηριοποίησης με την F.G. EUROPE ήταν πολύ περιορισμένη. Συνεπώς καταλήξαμε σε ένα μικρό δείγμα 3 εισηγμένων εταιρειών που θεωρούμε ότι είναι οι πιο άμεσα συγκρίσιμες με την Εταιρεία σύμφωνα και με τα κριτήρια που προαναφέραμε.
- Για κάθε εταιρεία υπολογίστηκε ο δείκτης αξίας επιχείρησης προς λειτουργικό αποτέλεσμα (EV/EBIT) και ο δείκτης αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ τόκων, αποσβέσεων και φόρων (EV/EBITDA). Επιπλέον, υπολογίσαμε το διάμεσο των εν λόγω δεικτών και εφαρμόσαμε τους δείκτες στα σχετικά μεγέθη της F.G. EUROPE.
- Στην προκύπτουσα αξία προσθέσαμε την πώληση του 51% της θυγατρικής εταιρείας στην Ιταλία και τη σχετική μείωση στο κεφάλαιο κίνησης που ελευθερώνεται από την πώληση αυτή, καθώς και την αξία του εναπομείναντος ποσοστού συμμετοχής, ώστε να προκύψει η συνολική αξία επιχείρησης (Enterprise Value). Αφαιρέσαμε τον καθαρό δανεισμό και τα δικαιώματα μειοψηφίας ώστε να προκύψει η αξία (Equity Value) της F.G. EUROPE (για κάθε δείκτη).
- Εφαρμόσαμε συντελεστή απομείωσης 25% για να ληφθεί υπόψη το σημαντικά μικρότερο μέγεθος της F.G. EUROPE στον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών σε σχέση με τις εταιρείες του δείγματος, σταθμίσαμε το δείγμα μας και καταλήξαμε στην τελική (σταθμισμένη) αξία (Equity Value) της F.G. EUROPE:

Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών			
Όνομα Εταιρείας	Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης	EV/EBIT 2019	EV/EBITDA 2019
TEKNOSA IC VE DIS TICARET AS	Κωνσταντινούπολη	4,76	3,04
BEIJER REF	Στοκχόλμη	13,77	13,36
WATSCO	Νέα Υόρκη	13,27	12,71
Διάμεσος δείγματος		13,27	12,71
Συντελεστής Απομείωσης		25%	
Προκύπτουσα Αξία (Equity Value) (ποσά σε € χιλ.)		3.193	3.748
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη		50%	50%
Προκύπτουσα Σταθμισμένη Αξία (Equity Value) (ποσά σε € χιλ.)		3.471	

Πηγή: Bloomberg, ανάλυση Αποτιμητή

Συμπέρασμα

Από την εφαρμογή της μεθόδου των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς προκύπτει αποτίμηση της F.G. EUROPE στον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών που ανέρχεται σε €3.471 χιλ.

Σύνοψη Αποτίμησης για F.G. EUROPE & θυγατρικές – Διαρκή Καταναλωτικά Αγαθά

Χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα όπως προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόζοντας, κατά την επαγγελματική μας κρίση, συντελεστές στάθμισης στα αποτελέσματα αυτών, προκύπτει η τελική αποτίμηση για την F.G. EUROPE και τις θυγατρικές στον τομέα των διαρκών καταναλωτικών αγαθών, η οποία ανέρχεται σε €3.616 χιλ., όπως διατυπώνεται παρακάτω:

F.G. EUROPE και θυγατρικές – Διαρκή Καταναλωτικά Αγαθά		
Μεθοδολογία Αποτίμησης	Συντελεστής Στάθμισης	(ποσά σε € χιλ.)
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	80%	3.652
Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών	20%	3.471
Προκύπτουσα Σταθμισμένη Αξία (Equity Value)		3.616

Πηγή: ανάλυση Αποτιμητή

Σημειώνεται ότι, στη μέθοδο αποτίμησης των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών, λόγω του σχετικά μικρού διαθέσιμου δείγματος και της συγκρισιμότητας των εταιρειών του δείγματος, εφαρμόσαμε χαμηλό συντελεστή στάθμισης της εν λόγω μεθόδου στα αποτελέσματα.

3.2. R.F. ENERGY & θυγατρικές – Ενέργεια (εφεξής η «R.F. ENERGY»)

Για τους σκοπούς της Αποτίμησης, ο τομέας της ενέργειας αποτιμήθηκε χωριστά, βάσει επιχειρηματικού σχεδίου ανά αιολικό πάρκο και υδροηλεκτρικό σταθμό για την υπολειπόμενη περίοδο λειτουργίας τους και περιλαμβάνει τη R.F. ENERGY A.E. και τις θυγατρικές ΚΑΛΛΙΣΤΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Ε., ΑΙΟΛΙΚΗ ΚΥΛΙΝΔΡΙΑΣ Α.Ε., ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΔΕΡΕΣ Α.Ε. και ΥΔΡΟΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΑΧΑΪΑΣ Α.Ε.

Παράγοντες που επηρεάζουν την αποτίμηση

Οι επενδύσεις σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας είναι χαμηλού κινδύνου, λόγω της σχετικά σταθερής ετήσιας απόδοσης τους, των χαμηλών εξόδων λειτουργίας τους, της υψηλής τιμής αγοράς από τη ΔΕΗ (ή τη ΔΕΣΜΗΕ) και της εξασφαλισμένης διάθεσης της παραγωγής για τουλάχιστον 20 έτη.

3.2.1. Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow method)

Περιγραφή της μεθόδου

Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτίμησης περιγράφεται ανωτέρω (βλέπε ενότητα 3.1.1 Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow method)).

Εφαρμογή της μεθόδου

Η εφαρμογή της μεθόδου στην R.F. ENERGY και τις θυγατρικές στον τομέα της ενέργειας έγινε με βάση τα ακόλουθα στοιχεία:

- δημόσια διαθέσιμων επιχειρηματικών και οικονομικών πληροφοριών και στοιχείων που σχετίζονται με την R.F. ENERGY,
- παραδοχές και προβλέψεις που παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση, σχετικά με τη εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών ανά αιολικό πάρκο και υδροηλεκτρικό σταθμό για την υπολειπόμενη περίοδο λειτουργίας τους,
- σε επικοινωνία με τα ανώτατα στελέχη της Εταιρείας όπου συζητήθηκε η παρούσα κατάσταση και οι προοπτικές του τομέα της ενέργειας.

Υποθέσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσης, ότι τα στοιχεία τα οποία μας παρασχέθηκαν είναι ακριβή, αληθή και πλήρη και δεν έχουμε προβεί σε ενέργειες για την επιβεβαίωση τους. Σε σχέση με τις ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, υποθέσαμε ότι απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της R.F. ENERGY κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με τις πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της Διοίκησης κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς την μελλοντική οικονομική απόδοση της Εταιρείας και των θυγατρικών της.

Στο πλαίσιο της εφαρμογής της μεθόδου καταρτίσθηκε χρηματοοικονομικό μοντέλο προσαρμοσμένο στις ανάγκες της εργασίας μας για την αποτίμηση κάθε αιολικού πάρκου και υδροηλεκτρικού σταθμού ξεχωριστά, στη βάση των προβλέψεων για τον υπολειπόμενο χρόνο ζωής καθενός από αυτά. Από το άθροισμα των επιμέρους αποτιμήσεων προκύπτει η συνολική αξία της επιχείρησης (Enterprise Value).

Βασικές Χρηματοοικονομικές Παραδοχές

- Στο βασικό σενάριο της Αποτίμησης, η κεντρική τιμή του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC), που χρησιμοποιήσαμε για τα αιολικά πάρκα, εκτιμήθηκε σε 7,03%. Η τιμή αυτή υπολογίσθηκε σύμφωνα με το μοντέλο CAPM, λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες μακροοικονομικές συνθήκες καθώς και το ίδιο δείγμα συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών της προσέγγισης αποτίμησης με βάση την αγορά για τον υπολογισμό χρηματοοικονομικών παραμέτρων (κίνδυνος χώρα –country risk premium, συντελεστής beta, κλπ.), ενώ λήφθηκε υπόψη και η κεφαλαιακή διάρθρωση της R.F. ENERGY.
- Η παραπάνω εκτίμηση του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) επιβεβαιώνεται από τα αποτελέσματα σχετικής έρευνας της Grant Thornton για τα κόστη κεφαλαίου αιολικών πάρκων που απορρέουν από την ανάλυση σχετικών συναλλαγών.
- Η ίδια έρευνα χρησιμοποιήθηκε και για την προσέγγιση του εύρους για το κόστος κεφαλαίου που χρησιμοποιήσαμε για την αποτίμηση των υδροηλεκτρικών σταθμών της Εταιρείας, όπου για το βασικό σενάριο ανέρχεται σε 6,17%.

Η συνολική αξία (Equity Value) της R.F. ENERGY προκύπτει από την υπολογισθείσα συνολική αξία της επιχείρησης (Enterprise Value), αφού αφαιρεθεί ο καθαρός δανεισμός της Εταιρείας κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης και ληφθεί υπόψη η μείωση μετοχικού κεφαλαίου μετά την απόφαση του Δ.Σ της Εταιρείας το Δεκέμβριο του 2018.

Για την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της R.F. ENERGY, εκτός από το βασικό σενάριο εξέλιξης των μεγεθών για κάθε πάρκο/σταθμό, πραγματοποιήσαμε ανάλυση ευαισθησίας ως προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) των αιολικών πάρκων και υδροηλεκτρικών σταθμών.

Ακολούθως παρατίθενται τα αποτελέσματα της μεθόδου:

Προεξόφληση Ταμειακών Ροών		
	Προκύπτουσα Αξία (Equity Value) (ποσά σε € χιλ.)	Παραδοχές
Αισιόδοξο Σενάριο	37.925	WACC: αιολικών πάρκων 6,41% - υδροηλεκτρικών σταθμών 5,50%
Βασικό Σενάριο	36.640	WACC: αιολικών πάρκων 7,03% - υδροηλεκτρικών σταθμών 6,17%
Απαισιόδοξο Σενάριο	34.638	WACC: αιολικών πάρκων 8,07% - υδροηλεκτρικών σταθμών 6,85%

Πηγή: Bloomberg, ανάλυση Αποτιμητή, Grant Thornton "Renewable energy discount rate survey results – 2017"

Συμπέρασμα

Εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow) και με βάση τις ως άνω εκτιμήσεις και παραδοχές προκύπτει αποτίμηση της R.F. ENERGY και των θυγατρικών στον τομέα της ενέργειας, στο βασικό σενάριο, που ανέρχεται σε €36.640 χιλ.

3.2.2. Συγκριτική Ανάλυση Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Trading Multiples of Comparable Companies method)

Περιγραφή της μεθόδου

Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτίμησης περιγράφεται ανωτέρω (βλέπε ενότητα 3.1.2 Συγκριτική Ανάλυση Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Trading Multiples of Comparable Companies method)).

Περιορισμοί της μεθόδου

Αναφέρονται αναλυτικά ανωτέρω (βλέπε ενότητα 3.1.2 Συγκριτική Ανάλυση Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς (Trading Multiples of Comparable Companies method)).

Εφαρμογή της μεθόδου

- Καταλήξαμε σε ένα δείγμα 4 εταιρειών που θεωρούμε ότι είναι οι πιο άμεσα συγκρίσιμες σύμφωνα με τα κριτήρια που προαναφέραμε.
- Για κάθε εταιρεία υπολογίστηκε ο δείκτης αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ τόκων, αποσβέσεων και φόρων (EV/EBITDA), , ο δείκτης αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις (EV/Sales) και ο δείκτης αξίας επιχείρησης ανά MW εγκαταστημένης ισχύος (EV/MW), και υπολογίσαμε τη διάμεση τιμή του δείγματος για τους εν λόγω δείκτες.
- Αφού εφαρμόσαμε έκπτωση 25% για έλλειψη εμπορευσιμότητας της συμμετοχής στην R.F. ENERGY σε σχέση με τις εταιρείες του δείγματος, εφαρμόσαμε τους δείκτες στα σχετικά μεγέθη της R.F. ENERGY ώστε να προκύψει η αξία (Enterprise Value) της R.F. ENERGY (για κάθε δείκτη).
- Αφαιρέσαμε τον καθαρό δανεισμό κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης και λάβαμε υπόψη τη μείωση μετοχικού κεφαλαίου μετά την απόφαση του Δ.Σ της Εταιρείας το Δεκέμβριο του 2018, ώστε να προκύψει η αξία (Equity Value) της R.F. ENERGY ως εξής:

Όνομα Εταιρείας	Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης	EV/EBITDA 2018	EV/SALES 2018	EV/MW
TERNA ENERΓΕΙΑΚΗ	Αθήνα	7,74	4,68	1,30
ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ	Αθήνα	9,04	6,28	1,24
ENERGIEKONTOR AG	Φρανκφούρτη	8,60	3,08	0,28
EDP RENOVAVEIS SA	Λισαβόνα	8,40	6,07	0,98
Διάμεσος δείγματος		8,50	5,37	1,11
Συντελεστής Απομείωσης			25%	
Προκύπτουσα Αξία (Equity Value) (ποσά σε χιλ. €)		37.201	33.282	45.393
Συντελεστής Στάθμισης αριθμοδείκτη		33,33%	33,33%	33,33%
Προκύπτουσα Σταθμισμένη Αξία (Equity Value) (ποσά σε € χιλ.)			38.587	

Πηγή: Bloomberg, ανάλυση Αποτιμητή

Συμπέρασμα

Από την εφαρμογή της μεθόδου των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εισηγμένων Εταιρειών μέσω χρήσης Δεικτών Κεφαλαιαγοράς προκύπτει αποτίμηση της R.F. ENERGY και των θυγατρικών στον τομέα της ενέργειας που ανέρχεται σε €38.587 χιλ.

3.2.3. Συγκριτική Ανάλυση Πρόσφατων Συναλλαγών Συγκρίσιμων Εταιρειών (Precedent Transactions method) μέσω Ανάλυσης Παλινδρόμησης Δεικτών Αποτίμησης (Multiple Regression Analysis)

Περιγραφή της μεθόδου

Η μέθοδος της Συγκριτικής Ανάλυσης μέσω χρήσης πρόσφατων Συναλλαγών Συγκρίσιμων Εταιρειών στηρίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει δεικτών αποτίμησης (πολλαπλασίων/multiples) που προκύπτουν από τις αποκτήσεις μετοχών εταιρειών συναφούς δραστηριότητας.

Βασική παράμετρος στη μέθοδο αυτή είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων συναλλαγών. Μεταξύ άλλων, σημαντικοί παράγοντες της επιλογής του δείγματος είναι ο βαθμός σχετικότητας των συναλλαγών με την υπό εξέταση συναλλαγή, η χρονική εγγύτητα των συναλλαγών με την υπό εξέταση συναλλαγή, η διάκριση όλων των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που ενσωματώνει μια συναλλαγή, η πληρότητα και ομοιογένεια της διαθέσιμης πληροφόρησης και τα ειδικότερα χαρακτηριστικά συναλλαγής.

Ανάλυση Παλινδρόμησης Δεικτών Αποτίμησης

Στο πλαίσιο της μεθόδου όπως περιγράφεται παραπάνω, αξιολογήσαμε τα αποτελέσματα της παγκόσμιας μελέτης που διενεργήθηκε από την εταιρεία Deloitte, όπου παρουσιάζεται ο τρόπος με τον οποίο η ανάλυση παλινδρόμησης δεικτών αποτίμησης βάσει ιστορικών συναλλαγών, μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν ένα εργαλείο συγκριτικής αξιολόγησης για την αποτίμηση αιολικών πάρκων [“A Market Approach for valuing onshore wind farm assets”, Global results, 9th Edition-August 2017].

Η ανάλυση παλινδρόμησης αποτελεί, ουσιαστικά, μέθοδο αποτίμησης που εμπίπτει στην προσέγγιση αποτίμησης με βάση την αγορά, καθώς βασίζεται σε παρατηρήσεις τιμών από ιστορικές συναλλαγές. Η συγκεκριμένη μελέτη βασίζεται σε ένα ικανοποιητικό δείγμα 372 συναλλαγών που έχουν ολοκληρωθεί τα τελευταία δέκα χρόνια. Από αυτές τις συναλλαγές, οι 327 αφορούν σε χερσαία (onshore) αιολικά πάρκα και οι 45 σε υπεράκτια (offshore) αιολικά πάρκα.

Δεδομένου ότι η αξία της δυναμικότητας/ισχύος (MW) ενός αιολικού πάρκου είναι διαφορετική στα διάφορα στάδια του κύκλου ζωής του, η μελέτη καταλήγει στην εκτίμηση ενός δείκτη EV/MW για κάθε ένα από τα στάδια αυτού του κύκλου ζωής:

- Αρχικό στάδιο (αναζήτηση, εντοπισμός και εξασφάλιση περιοχής με τις απαραίτητες ιδιότητες για να εγκατασταθεί αιολικό πάρκο, γεωλογική μελέτη, μελέτη ανεμολογικών συνθηκών, έλεγχος δυνατότητας σύνδεσης με το εθνικό δίκτυο ηλεκτροδότησης και άλλα περιβαλλοντικά ζητήματα, συμφωνία με τους κατόχους της γης),
- Προχωρημένο στάδιο (χορήγηση άδειας παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας από την αρμόδια αρχή εφόσον εκτιμήσει τεχνικά χαρακτηριστικά και περιβαλλοντικές παραμέτρους του έργου),
- Υπό κατασκευή (κατασκευή αιολικών πάρκων, δημιουργία έργων υποδομής, σύνδεση με το δίκτυο διανομής ηλεκτρικής ενέργειας, τοποθέτηση των κύριων μερών των ανεμογεννητριών),
- Εγκατεστημένα (σε λειτουργία).

Αποτελέσματα Ανάλυσης

Σύμφωνα με τη μελέτη, για τα εγκατεστημένα/σε λειτουργία χερσαία αιολικά πάρκα (τα οποία είναι αντικείμενο της παρούσας Αποτίμησης), η μέση αποτίμηση για δυναμικότητα ενός MW ανέρχεται σε €1,54 εκ., ήτοι σε μέση τιμή δείκτη αποτίμησης EV/MW ~ [1,54x].

Πέραν του ότι η ανάλυση αυτή καταλήγει σε έναν “καθαρό” δείκτη αποτίμησης για τα εν λειτουργία πάρκα, η μελέτη παρέχει και πιο λεπτομερείς αναλύσεις που λαμβάνουν υπόψιν την επίπτωση στους δείκτες αποτίμησης που προσδίδουν (στα εν λειτουργία αιολικά πάρκα) η ηλικία/χρόνια λειτουργίας ενός πάρκου.

Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα ανάλυσης παλινδρόμησης όπου περιλαμβάνεται μεταβλητή ηλικίας (“age” variable), προσδιορίζουν μία μείωση της τάξης των €0,082 εκ. ανά MW για κάθε χρόνο λειτουργίας του πάρκου. Σύμφωνα λοιπόν με την ανάλυση, η αξία ενός αιολικού πάρκου βαίνει μειούμενη με τα χρόνια λειτουργίας του, και αυτό αντανakλάται σε χαμηλότερους δείκτες αποτίμησης EV/MW για παλαιότερα πάρκα σε σχέση με μόλις εγκατεστημένα ή νεότερα πάρκα (σημειώνεται ότι τα αποτελέσματα αυτά συνάδουν με τον εκτιμώμενο μέσο χρόνο ζωής ενός πάρκου στα 20 με 25 χρόνια).

Η μελέτη παρέχει επίσης δείκτες αποτίμησης EV/MW, ανά γεωγραφική τοποθεσία (Ευρώπη, Αμερική, Ασία κλπ), δεδομένου ότι αρκετοί επιπλέον παράγοντες που καθορίζουν την αξία ενός πάρκου (και κατ’ επέκταση την τιμή σε μια συναλλαγή) όπως οι ανεμολογικές συνθήκες, ταρίφες, επιδοτήσεις και χρηματοδότηση, φορολογία, εξαρτώνται από τη χώρα λειτουργίας ενός αιολικού πάρκου.

Αξιολόγηση εφαρμογής της μεθόδου

Βάσει όλων των παραπάνω, θεωρούμε ότι τα αποτελέσματα που προκύπτουν σύμφωνα με τη μελέτη από την Ανάλυση Παλινδρόμησης Δεικτών Αποτίμησης σε ένα τόσο ευρύ δείγμα συναλλαγών, είναι πολύ πιο αξιόπιστα από την οποιαδήποτε συγκριτική ανάλυση πρόσφατων συναλλαγών με επιλογή ενός συγκεκριμένου δείγματος, όπως είθισται δηλαδή κατά την γενική εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου.

Εφαρμογή της μεθόδου

- Για την αποτίμηση των εν λειτουργία αιολικών πάρκων της R.F. ENERGY βάσει των αποτελεσμάτων της ανάλυσης παλινδρόμησης για τα εν λειτουργία χερσαία αιολικά πάρκα, χρησιμοποιήσαμε εύρος τιμών όπως προκύπτει από τη σχετική ανάλυση ευαισθησίας που περιλαμβάνεται στη μελέτη, ήτοι €1,46 εκ. ανά MW ως κατώτατη τιμή, €1,60 εκ. ανά MW ως ανώτατη τιμή, και μέση τιμή €1,54 εκ. ανά MW. Λόγω των παραγόντων που καθορίζουν την αξία ενός πάρκου, όπως περιγράψαμε παραπάνω, σε συνάρτηση με το μακροοικονομικό περιβάλλον της Ελλάδας, θεωρούμε την κατώτατη τιμή του δείκτη EV/MW ως πιο κατάλληλη για την παρούσα Αποτίμηση.
- Στη συνέχεια αναπροσαρμόσαμε προς τα κάτω τις τιμές του εύρους αυτού, για κάθε αιολικό πάρκο της R.F. ENERGY ξεχωριστά, κατά €0,082 εκ. για κάθε χρόνο λειτουργίας. Οι αναπροσαρμοσμένες τιμές του δείκτη EV/MW πολλαπλασιαζόμενες με τα αντίστοιχα MW εγκαταστημένης ισχύος κάθε πάρκου παρέχουν την εκτίμηση της αξίας για κάθε πάρκο. Από το άθροισμα των επιμέρους αξιών προκύπτει το εύρος της συνολικής αξίας (Enterprise Value) της R.F. ENERGY. Αφαιρέσαμε τον καθαρό

δανεισμό κατά την Ημερομηνία Αποτίμησης και λάβαμε υπόψη τη μείωση μετοχικού κεφαλαίου μετά την απόφαση του Δ.Σ της Εταιρείας το Δεκέμβριο του 2018, ώστε να προκύψει η αξία (Equity Value) της R.F. ENERGY ως εξής:

Συναλλαγές Συγκρίσιμων Εταιρειών					EV/MW		
	MW	Έτη Αδειοδότησης	Έτη Λειτουργίας	Ετήσια Απομείωση	Κατώτατη Τιμή	Μέση Τιμή	Ανώτατη Τιμή
Αιολικά Πάρκα							
<i>Δείκτες Deloitte</i>					1,46	1,54	1,60
Καλλίστη	15	20	11		0,56	0,63	0,69
Κυλινδρία	10	20	10	0,082	0,64	0,72	0,78
Αδέρες	35,4	21	8		0,80	0,88	0,94
Υδροηλεκτρικοί Σταθμοί							
<i>Δείκτες</i>					1,50	1,60	1,70
Κερνίτης	2,6	24	14		0,35	0,45	0,55
Άγιος Ανδρέας	1,015	20	10	0,082	0,68	0,78	0,88
Προκύπτουσα Αποτίμηση (ποσά σε € χιλ.)					36.800	41.692	45.677

Πηγή: "A Market Approach for valuing onshore wind farm assets", Global results, 9th Edition - August 2017, επεξεργασία Αποτιμητή

Σημειώσεις:

- Το εύρος του δείκτη EV/MW ανά πάρκο προκύπτει ως εξής: EV/MW (Deloitte)-Ετήσια Απομείωση*Έτη λειτουργίας, το οποίο πολλαπλασιαζόμενο με τα MW ανά αιολικό πάρκο και υδροηλεκτρικό σταθμό μας δίνει το εύρος της αποτίμησης κάθε πάρκου.
- Οι δείκτες EV/MW για τους υδροηλεκτρικούς σταθμούς δεν περιλαμβάνονται στη μελέτη Deloitte αλλά προκύπτουν από ανάλυση του Αποτιμητή. Διατηρήσαμε τον ίδιο συντελεστή απομείωσης στη βάση ότι ένας υδροηλεκτρικός σταθμός έχει την ίδια ωφέλιμη ζωή.

Συμπέρασμα

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου όπως περιεγράφηκε παραπάνω, προκύπτει αποτίμηση της R.F. ENERGY και των θυγατρικών στον τομέα της ενέργειας σε €36.800 χιλ.

Σύνοψη Αποτίμησης για R.F. ENERGY & θυγατρικές – Ενέργεια

Χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα όπως προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόζοντας, κατά την επαγγελματική μας κρίση, συντελεστές στάθμισης στα αποτελέσματα αυτών, προκύπτει η τελική αποτίμηση για την R.F. ENERGY και τις θυγατρικές στον τομέα της ενέργειας, η οποία ανέρχεται σε €18.547 χιλ., όπως αποτυπώνεται παρακάτω:

R.F. ENERGY A.E. και θυγατρικές – Ενέργεια		
Μεθοδολογία Αποτίμησης	Συντελεστής Στάθμισης	Αποτίμηση (ποσά σε € χιλ.)
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	40%	36.640
Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Ομοειδών Εταιρειών	20%	38.587
Συναλλαγές Συγκρίσιμων Εταιρειών	40%	36.800
Προκύπτουσα Σταθμισμένη Αποτίμηση (ποσά σε € χιλ.)		37.093
Συμμετοχή 50% της F.G. EUROPE A.E.		18.547

Πηγή: ανάλυση Αποτιμητή

Με βάση τον ανωτέρω πίνακα, έχει δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στα αποτελέσματα των μεθόδων Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών και Συναλλαγών Συγκρίσιμων Εταιρειών όπως παρουσιάζονται στη μελέτη Deloitte, καθώς θεωρούμε πως αποτυπώνουν καλύτερα τα συγκεκριμένα λειτουργικά και χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά των αιολικών πάρκων και υδροηλεκτρικών σταθμών της Εταιρείας.

4. Ανάλυση Χρηματιστηριακής Τιμής Μετοχής

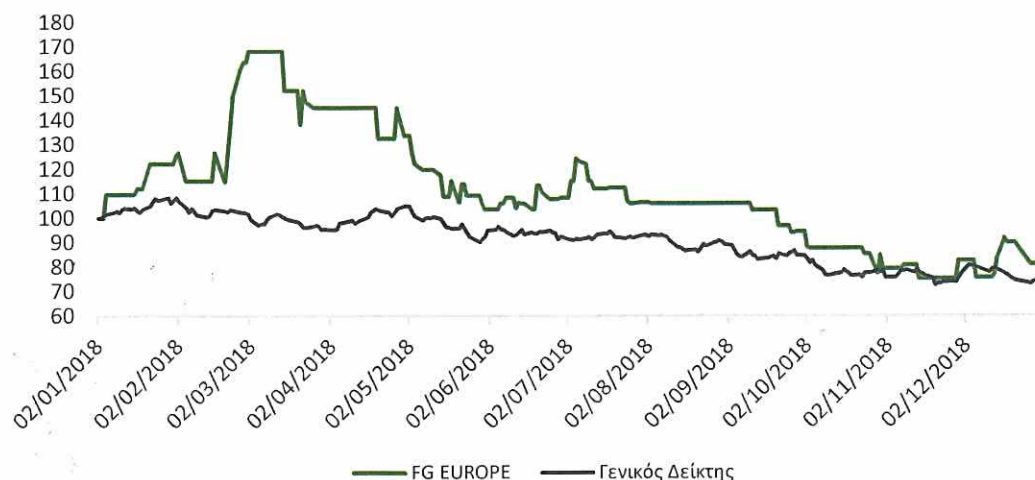
Για εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά, η εκτίμηση της αξίας τους μπορεί να ληφθεί απευθείας οποιαδήποτε χρονική στιγμή από την αγορά και να συμπεριληφθεί στις μεθόδους αποτίμησης στο πλαίσιο της προσέγγισης με βάση την αγορά. Παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή της μετοχής είναι η υψηλή/χαμηλή ρευστότητα, η συγκέντρωση της μετοχής, η επαρκής πληροφόρηση, η γενικότερη πορεία της αγοράς, κλπ.

Η αξία μιας μετοχής μπορεί να υπολογιστεί με βάση την πιο πρόσφατη τιμή κλεισίματος σε συνδυασμό με τη μέση τιμή κλεισίματος για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (π.χ. μήνας, τρίμηνο, εξάμηνο κλπ.), ή με τη σταθμισμένη τιμή βάσει του όγκου συναλλαγών για τη σχετική περίοδο.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, εξετάσαμε την εξέλιξη της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής της Εταιρείας σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του Χ.Α. καθώς και τη διαμόρφωση του σχετικού όγκου συναλλαγών για περίοδο δώδεκα (12) μηνών (από 02.01.2018 έως 31.12.2018).

Η ημερήσια μεταβολή της τιμής της μετοχής της Εταιρείας παρουσιάζεται στο ακόλουθο διάγραμμα:

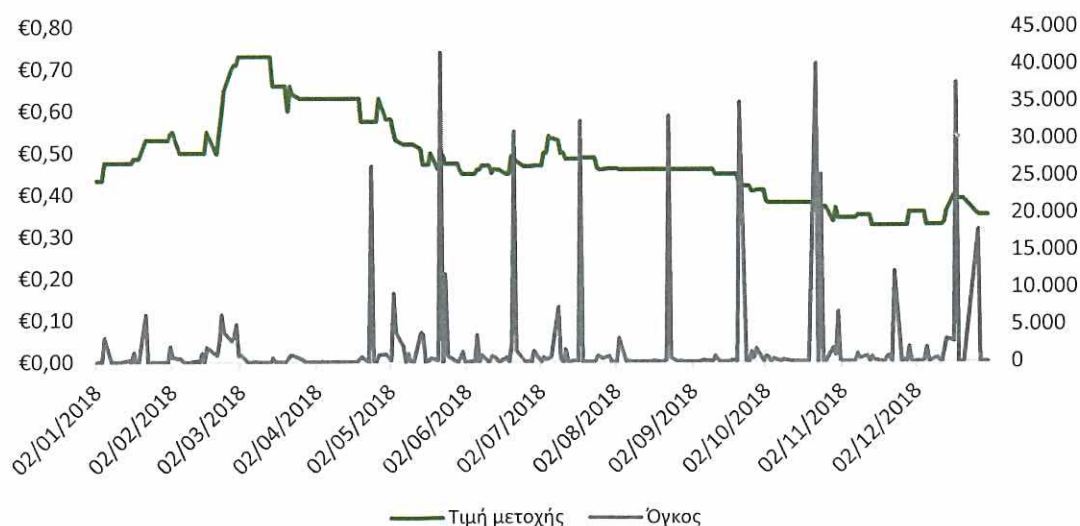
Χρηματιστηριακή εξέλιξη τιμής μετοχής σε σχέση με το Γενικό Δείκτη ΧΑ



Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρατίθεται η κατανομή του όγκου συναλλαγών της Εταιρείας ανά τιμές της μετοχής για περίοδο δώδεκα (12) μηνών (ήτοι από 02.01.2018 έως 31.12.2018). Κατά την ίδια περίοδο, ο συνολικός όγκος συναλλαγών της Εταιρείας ανήλθε σε 490.629 μετοχές, ήτοι σε ποσοστό 0,93% επί του συνολικού αριθμού των μετοχών της, δεδομένου ότι ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών κατά το διάστημα αυτό εμφανίζεται πολύ περιορισμένος. Η ιδιαίτερα περιορισμένη εμπορευσιμότητα υφίσταται κυρίως λόγω της χαμηλής διασποράς (free float) της μετοχής.

Ο χαμηλός όγκος συναλλαγών αποτελεί τον κύριο λόγο για τον οποίο δε χρησιμοποιούμε τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της Εταιρείας ως αντιπροσωπευτική ένδειξη για την αγοραία αξία της.

Τιμή μετοχής & Όγκος Συναλλαγών



5. Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης Αποτίμησης

Στον πίνακα που ακολουθεί συνοψίζουμε τα αποτελέσματα της Αποτίμησης, σύμφωνα με τις μεθόδους που αναλύθηκαν στις προηγούμενες ενότητες. Η τελική αποτίμηση, η οποία ανέρχεται σε €0,42 ανά μετοχή, προκύπτει ως εξής:

Σύνοψη Αποτίμησης	
(ποσά σε € χιλ.)	
F.G. EUROPE & θυγατρικές - Διαρκή Καταναλωτικά Αγαθά	3.616
R.F. ENERGY & θυγατρικές - Ενέργεια	18.547
Σύνολο Αξίας Μετοχών της F.G. EUROPE A.E.	22.163
# μετοχών	52.800.154
Προκύπτουσα Αποτίμηση ανά μετοχή	€ 0,42

Πηγή: ανάλυση Αποτιμητή

Επισημαίνουμε ότι στο αποτέλεσμα της παρούσας Αποτίμησης ενέχεται το στοιχείο της υποκειμενικότητας που συνδέεται: α) με την αβεβαιότητα ως προς τις παραδοχές που χρησιμοποιήσαμε και τις εκτιμήσεις και προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν και β) τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε, οι οποίες ενέχουν περιορισμούς στους κυριότερους εκ των οποίων αναφερθήκαμε στις αντίστοιχες ενότητες.

Αθήνα, 08 Μαΐου 2019

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ

Γραφεία 32 & Παραδείσου, 151 25 Μαρούσι
Τηλ.: 210-8173.000 - Fax: 210-8173.101
ΑΦΜ: 099369013 - ΔΟΥ: Φ.Α.Ε. ΑΘΗΝΩΝ
Αριθμός Γ.Ε.ΜΗ.: 003664201000

Παύλος Παναγιωτάκος

General Manager, Investment Banking

Το κείμενο που φέρει την πρωτότυπη υπογραφή έχει υποβληθεί στο Διοικητικό Συμβούλιο της SILANER INVESTMENTS LIMITED

6. Ρήτρα Μη Ευθύνης

Η παρούσα Έκθεση εκπονήθηκε από τον Αποτιμητή με σκοπό 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 Εταιρείας για την αποδοχή ή την απόρριψη της επικείμενης Δημόσιας Πρότασης και το παρόν έγγραφο δεν θίγει με οποιοδήποτε 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.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, ελήφθη υπόψη η υπόθεση ότι όλες οι πληροφορίες που παρασχέθηκαν 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 Εταιρείας 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 βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της Διοίκησης κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς τη μελλοντική οικονομική απόδοση του Ομίλου.

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 Εταιρεία καθώς και τυχόν αλλαγές που θα προωθήσει στην επιχειρηματική δομή της Εταιρείας ο υποψήφιος αγοραστής.

Η Έκθεση δεν αποτελεί πρόταση για την οργάνωση, αναδοχή, χρηματοδότηση, επένδυση ή οποιασδήποτε άλλης φύσεως δέσμευση για την παροχή κεφαλαίων στην Εταιρεία ή κάποια συνδεδεμένη της, η οποία δύναται να παρασχεθεί μόνο μετά από επιτυχή ολοκλήρωση εσωτερικών διαδικασιών και εγκρίσεων του Αποτιμητή.

