

Έκθεση της Euroxx Χρηματιστηριακής Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας
ANDROMEDA SEAFOOD S.L.

11 Δεκεμβρίου 2019

Αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας με την επωνυμία «ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.», 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), στο πλαίσιο της επικείμενης υποβολής υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών από την εταιρεία με την επωνυμία ANDROMEDA SEAFOOD S.L.



Περιεχόμενα

- 01 Εισαγωγή
- 02 Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής
- 03 Μεθοδολογία
- 04 Σύνοψη Αποτελεσμάτων
- 05 Ρήτρα μη Ευθύνης
- A Παράρτημα

Αριθμός Μετοχών (σύνολο)

294.016.812

Δημόσια Πρόταση

Η επικείμενη υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών

Έκθεση Αποτίμησης ή Αποτίμηση ή Έκθεση

Η έκθεση του Συμβούλου αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας

Εταιρεία

ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε

Μετοχές

Όλες οι κοινές, ονομαστικές μετά ψήφου, άυλες μετοχές της Εταιρείας

ΜΣΚΚ (WACC)

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Προτείνων

ANDROMEDA SEAFOOD S.L.

Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος ή Σύμβουλος

Euroxx Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ.

01

Εισαγωγή

Κατόπιν σχετικής εντολής που μας δόθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, προβήκαμε στην αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας στο πλαίσιο επικείμενης Υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης, που προβλέπεται να υποβληθεί από τον Προτείνοντα.

Στο πλαίσιο της εργασίας αποτίμησης, ο Σύμβουλος επισημαίνει τα ακόλουθα:

I. Προκειμένου να καταλήξουμε στις απόψεις μας, οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση Αποτίμησης, μελετήσαμε τις δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία. Επιπλέον, μελετήσαμε πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας της Εταιρείας και το επενδυτικό της σχέδιο και πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη αυτής για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της Εταιρείας.

II. Συγκρίναμε την Εταιρεία με ελληνικές και διεθνείς εισηγμένες εταιρείες με παρόμοιες δραστηριότητες και λάβαμε υπόψη μας τους οικονομικούς όρους ορισμένων παρόμοιων συναλλαγών. Λάβαμε, επίσης, υπόψη μας χρηματοοικονομικές μελέτες, οικονομικά κριτήρια και κριτήρια αγοράς, καθώς και άλλες πληροφορίες που κρίναμε σχετικές. Για την αποτίμηση των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης, χρησιμοποιήσαμε διάφορες επιστημονικές μεθόδους, ενδέχεται, όμως, από τη χρήση άλλων μεθόδων, έναντι αυτών που χρησιμοποιήσαμε, το αποτέλεσμα να διαφέρει.

III. Η εργασία αποτίμησης εταιρειών/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.

IV. Θεωρήσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσης Αποτίμησης, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν 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, θεωρήσαμε 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, θεωρήσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάση των καλύτερων διαθεσίμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρείας.

V. Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτικών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας, ούτε μας έχουν παρασχεθεί τέτοιες αποτιμήσεις ή εκτιμήσεις από τη διοίκηση της Εταιρείας.

Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιαδήποτε περιουσιακού στοιχείου της Εταιρείας και δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο. Δεν προχωρήσαμε σε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων της Εταιρείας στο πλαίσιο της προετοιμασίας της παρούσας. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με συνεργάτες ή συνεργαζόμενες με την Εταιρεία εταιρείες. Δεν έχουμε διενεργήσει οποιανδήποτε οικονομικό ή νομικό έλεγχο της Εταιρείας ή των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της και δεν έχουμε εκτιμήσει τις επιπτώσεις τυχόν εκκρεμοδικιών στην περιουσιακή της κατάσταση. Δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιασδήποτε απαίτηση κατά των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας. 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 της Εταιρείας πριν τη σύνταξη της παρούσας Έκθεσης.

VI. Η Έκθεσή μας βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας 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. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας δραστηριότητας της Εταιρείας και εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο.

VII. 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. Σημειώνεται, ότι η πραγματική αγοραία τιμή μίας εταιρείας είναι πιθανό να διαφέρει από την εκτιμώμενη αγοραία αποτίμησή της. Η απόκλιση μπορεί να προκύψει από διάφορους παράγοντες, όπως οι συνθήκες αγοράς και οι προσδοκίες των συναλλασσόμενων μερών.

VIII. 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 Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, πέρα από αυτές που προκύπτουν από την ιδιότητά του ως Χρηματοοικονομικού Συμβούλου.

IX. Σημειώνουμε ότι για τη διενέργεια της παρούσας Αποτίμησης μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία 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 Εταιρεία και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.

02

Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής

Ήδη όπως μας γνωστοποίησε στις 28.11.2019, ο Προτείνων προτίθεται να υποβάλει τη Δημόσια Πρόταση για την οποία και διενεργήθηκε η παρούσα Αποτίμηση, όπως προβλέπεται από τις διατάξεις 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.

Η Δημόσια Πρόταση αφορά στην απόκτηση του συνόλου των μετοχών, τις οποίες δεν κατείχε, άμεσα ή έμμεσα, ο Προτείνων ή/και οποιοδήποτε από τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα κατά την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, ήτοι 75.447.653 μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό 25,66% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Σημειώνεται ότι, κατά την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνων κατείχε 218.569.159 μετοχές που αντιστοιχούν σε περίπου 74,34% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας, ενώ ούτε ο Προτείνων ούτε άλλο πρόσωπο που ενεργεί συντονισμένα με τον Προτείνοντα κατείχε, άμεσα ή έμμεσα, άλλες μετοχές ή δικαιώματα ψήφου της Εταιρείας κατά την ανωτέρω ημερομηνία και την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης.

Γενικές Πληροφορίες για την Εταιρεία

Η ελληνική ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.» και διακριτικό τίτλο «ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.» αποτελεί τη μητρική εταιρεία του καθετοποιημένου Ομίλου ΝΗΡΕΥΣ, ο οποίος έχει ως κεντρικό άξονα των δραστηριοτήτων του την ιχθυοκαλλιέργεια. Η μητρική Εταιρεία ιδρύθηκε το 1988 στην Χίο, όπου και ξεκίνησε τη λειτουργία της πρώτης θαλάσσιας μονάδας της.

Η Εταιρεία υπόκειται στο νόμο περί ανωνύμων εταιρειών και στη νομοθεσία που εφαρμόζεται σε νομικά πρόσωπα των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα.

Η Εταιρεία είναι εγγεγραμμένη στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο με αριθμό 7852901000 (πρώην ΑΡ.Μ.Α.Ε. 16399/06/Β/88/18) και έχει την έδρα της στο Κορωπί Αττικής, οδός Δημοκρίτου, Θέση Πόρτσι.

Η διάρκειά της έχει οριστεί σε 50 έτη.

Ο Όμιλος ΝΗΡΕΥΣ είναι καθετοποιημένος στην παραγωγή και στις πωλήσεις προϊόντων ιχθυοκαλλιέργειας, έχοντας ένα ευρύ αντικείμενο συναφών ή συμπληρωματικών μεταξύ τους δραστηριοτήτων, καλύπτοντας όλη την αλυσίδα αξίας με την παραγωγή ιχθυοτροφών, γεννητόρων, γόνου, ψαριών (τσιπούρα, λαβράκι, κρανιός, φαγκρί), επεξεργασμένων προϊόντων και εξοπλισμού ιχθυοκαλλιέργειας, στους εξής βασικούς τομείς δραστηριοτήτων: i. Δραστηριότητα Ιχθυοκαλλιέργειας, ii. Δραστηριότητα Ιχθυοτροφών, iii. Δραστηριότητα Κτηνοπτηνοτροφίας και iv. Λοιποί Τομείς, ενώ διαθέτει σήμερα παραγωγικές εγκαταστάσεις, οι οποίες αποτελούνται από

ιχθυογεννητικούς σταθμούς, μονάδες προ-πάχυνσης και πάχυνσης, συσκευαστήρια, μεταποιητήριο, εργοστάσια παραγωγής ιχθυοτροφών, μονάδα παραγωγής εξοπλισμού ιχθυοκαλλιέργειας και μία μονάδα παραγωγής γενετικού υλικού για τη χοιροτροφία.

Επίσης, η Εταιρεία διαθέτει ένα τμήμα έρευνας και ανάπτυξης. Συνολικά η Εταιρεία διαθέτει 60 ενεργά υποκαταστήματα και γραφεία εντός Ελλάδος και ένα στην Ιταλία.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χ.Α. από το 1995 και διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά.

03

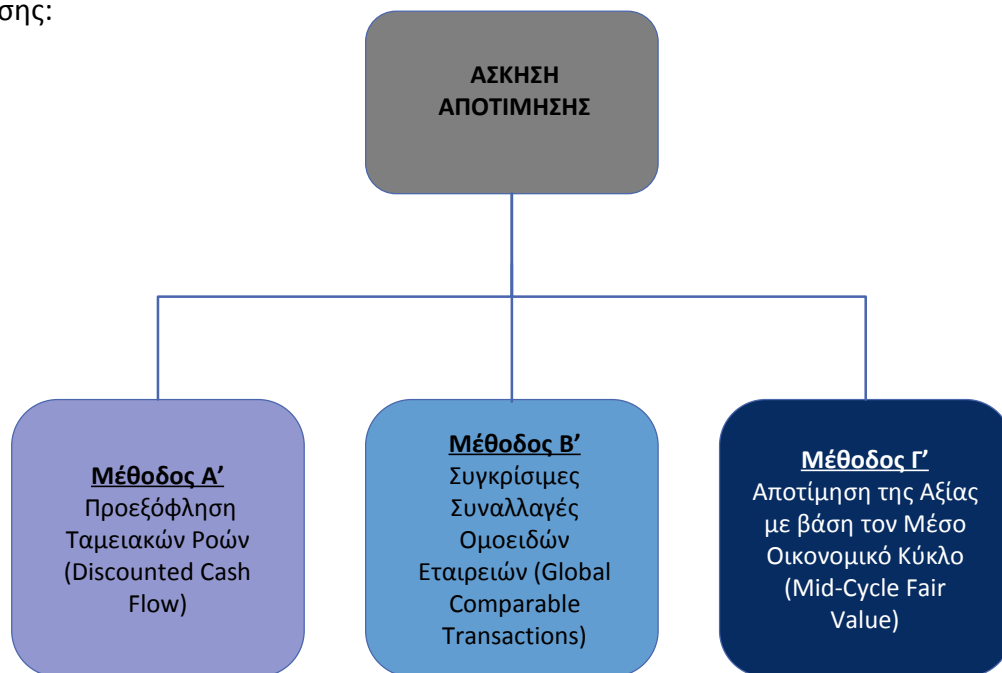
Μεθοδολογία

Γενικές Παραδοχές

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. Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν στη συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η στάθμιση που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές θεωρούμε ότι είναι λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Η Έκθεσή μας βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία, καθώς και σε λοιπές πληροφορίες και στοιχεία που οι διοικήσεις του Προτείνοντα και της Εταιρείας έθεσαν υπόψη μας και, παραλλήλως, μας βεβαίωσαν, στο μέγιστο της αντίληψης και γνώσης τους, περί της ακριβείας και πληρότητάς τους.

Για τη διαμόρφωση του τελικού μας συμπεράσματος χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαφόρων κοινώς αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης:



Μέθοδος Α' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (DCF 1/4)

Γενικές Πληροφορίες

Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται ευρέως σε εργασίες αποτίμησης εταιρειών, καθώς τα αποτελέσματα αυτής αντικατοπτρίζουν την προοπτική μιας επιχείρησης βάσει των επιχειρηματικών προβλέψεων της διοίκησης αυτής.

Η αποτίμηση της εταιρείας πραγματοποιείται «ως έχει» (on an as is basis) και με βάση τη σημερινή της λειτουργία (going concern), χωρίς να λαμβάνει υπόψη οποιεσδήποτε επιπτώσεις που ενδέχεται να προκύψουν από την εφαρμογή των μελλοντικών επιχειρηματικών σχεδίων του υποψήφιου αγοραστή.

Η μέθοδος βασίζεται στην προεξόφληση των καθαρών (ελεύθερων) μελλοντικών λειτουργικών χρηματικών ροών της εταιρείας με σκοπό να υπολογισθεί η αξία που έχει για τους μετόχους της, θεωρώντας την εταιρεία ως μια δυναμική λειτουργική οντότητα. Οι χρηματικές ροές που προέρχονται από τη λειτουργία της επιχείρησης, υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των ταμειακών εισροών αφαιρουμένων των ταμειακών εκροών, έχοντας λάβει υπόψη τις εκροές που αφορούν στην καταβολή φόρου, στη χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης, καθώς και στις επενδυτικές ανάγκες της εταιρείας. Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται:

- Εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας για συγκεκριμένη περίοδο προβλέψεων (συνήθως 3 έως 10 χρόνια),
- Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της εταιρείας, η οποία αφορά στην αξία της εταιρείας στο διηνεκές μετά το πέρας της περιόδου προβλέψεων ταμειακών ροών με παραδοχή ομαλών ταμειακών ροών και επενδύσεων, και
- Εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης των ταμειακών ροών της εταιρείας, που αντικατοπτρίζει το κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύει τη μέση αναμενόμενη απόδοση των χρηματοδοτών της εταιρείας.

Οι περιορισμοί στη συγκεκριμένη μεθοδολογία αποτίμησης, αφορούν κατά κύριο λόγο:

- Στην αβεβαιότητα για την επίτευξη των χρηματοοικονομικών προβλέψεων,
- Στην εξέλιξη του κύκλου εργασιών της επιχείρησης,
- Στην αβεβαιότητα αναφορικά με το βαθμό και την ταχύτητα υλοποίησης νέων επενδύσεων, και
- Στην αβεβαιότητα ως προς τις εξελίξεις της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση και τις ευρύτερες μακροοικονομικές συνθήκες της χώρας δραστηριότητας.

Μέθοδος Α' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (DCF 2/4)

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Προκειμένου να εφαρμόσουμε τη συγκεκριμένη μεθοδολογία, μελετήσαμε επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία. Μελετήσαμε επίσης και χρησιμοποιήσαμε πληροφορίες και προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν από τον Προτείνοντα και την Εταιρεία μέσω έντυπης και ηλεκτρονικής αλληλογραφίας και συναντηθήκαμε με τα ανώτατα στελέχη της για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της Εταιρείας.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, υποθέσαμε ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι πλήρεις και ακριβείς και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με τις ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, υποθέσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας, κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. 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 της Εταιρείας ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρείας.

Λαμβάνοντας μια σειρά από παραδοχές για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της Εταιρείας σε ορίζοντα 5ετίας και χρησιμοποιώντας τα κατάλληλα μεγέθη ώστε να προεξοφληθούν

αυτές στο παρόν, καταλήγουμε στην αξία της επιχείρησης.

Πρέπει να σημειωθεί πως στην ανάλυση του μοντέλου, έχουν ληφθεί παραδοχές με βάσει το τρέχον επιχειρησιακό μοντέλο που εφαρμόζει η Εταιρεία. Οποιαδήποτε πιθανά μελλοντικά σχέδια της διοίκησης της Εταιρείας για αλλαγή του επιχειρησιακού μοντέλου λειτουργίας της δεν είναι δυνατόν να συμπεριληφθούν στην παρούσα ανάλυση.

Στη συγκεκριμένη μεθοδολογία, επιλέχθηκε ως ημερομηνία βάσης αποτίμησης η 30.06.2019.

Για την καλύτερη δυνατή προσέγγιση της αξίας της Εταιρείας εξετάζουμε το βασικό σενάριο εξέλιξης των μεγεθών της Εταιρείας, πραγματοποιώντας ταυτόχρονα ανάλυση ευαισθησίας ως προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και το ρυθμό ανάπτυξης της Εταιρείας στο διηνεκές, για τη δημιουργία δύο επιπλέον σεναρίων, ενός αισιόδοξου και ενός απαισιόδοξου.

Στη συνέχεια παρατίθενται τα αποτελέσματα της μεθόδου με βάση την παραπάνω περιγραφή:

Προκύπτουσα Αποτίμηση

Αξία σε € ανά μετοχή

2024e

Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμειακών
Ροών στο Επενδεδυμένο Κεφάλαιο



€164,72 εκατ.



-€142,03 εκατ.

30/06/2019

Καθαρές Δανειακές Υποχρεώσεις
(περιλαμβάνονται δεσμευμένα ταμειακά
διαθέσιμα και υποχρεώσεις χρηματοδοτικής
μίσθωσης)



04/12/2019

Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου

€22,69 εκατ.

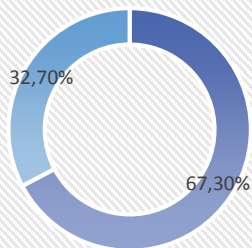


€0,078

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Αξία ανά μετοχή

Συνολική Παρούσα Αξία



- Παρούσα αξία έως 2024
- Υπολειμματική Αξία

Ανάλυση Ευαισθησίας

Αξία σε € ανά μετοχή

Παραδοχές σχετικά με τη μέθοδο

- Οι δανειακές υποχρεώσεις της Εταιρείας είναι αυτές που αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου στις 30.06.2019.
- Στο αισιόδοξο σενάριο, αυξήσαμε το ρυθμό αύξησης πωλήσεων στο διηνεκές στο 2,00% έναντι 1,50% που χρησιμοποιήσαμε στο βασικό σενάριο και μειώσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο 7,32% από 7,57% αντίστοιχα.
- Στο απαισιόδοξο σενάριο, μειώσαμε το ρυθμό αύξησης πωλήσεων στο διηνεκές στο 1,00% έναντι 1,50% που χρησιμοποιήσαμε στο βασικό σενάριο και αυξήσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο 7,82% από 7,57% αντίστοιχα.

Ανάλυση Ευαισθησίας προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών				
Μεταβολή ΜΣΚΚ στο Διηνεκές	Ρυθμός Αύξησης Πωλήσεων στο Διηνεκές			
	Βασικό Σενάριο	1,0%	1,5%	2,0%
	7,32%	0,060	0,094	0,135
	7,57%	0,046	0,078	0,115
	7,82%	0,0034	0,063	0,097

Πηγή: Στοιχεία Εταιρείας
Επεξεργασία στοιχείων: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Συμπεράσματα

Η αποτίμηση της Εταιρείας με βάση τις μελλοντικές ταμειακές της ροές στηρίζεται σε εκτιμήσεις και προβλέψεις, συνεπώς μια σειρά από παράγοντες θα μπορούσαν να επηρεάσουν τη χρηματοοικονομική θέση ή τα αποτελέσματα λειτουργίας της είτε ευμενώς είτε δυσμενώς και ανάλογα να επηρεαστεί η αποτίμηση της.

Σε ένα ιδιαίτερα ρευστό οικονομικό περιβάλλον όπως αυτό το οποίο διανύουμε, είναι τουλάχιστον δύσκολο να πραγματοποιηθούν ασφαλείς χρηματοοικονομικές προβλέψεις, ωστόσο ο Σύμβουλος κατέβαλε τη δέουσα επιμέλεια ώστε να καταλήξει σε μία αποτίμηση, στο βασικό σενάριο, για την Εταιρεία, που ανέρχεται σε €0,078 ανά μετοχή. Σε κάθε περίπτωση και με δεδομένη την αστάθεια που παρατηρείται, ο Σύμβουλος διατηρεί κάθε επιφύλαξη για οποιαδήποτε μελλοντική αρνητική συγκυρία.

Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (1/2)

Γενικές Πληροφορίες

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών στηρίζεται στην παραδοχή ότι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει δεικτών αποτίμησης (πολλαπλασίων) από εξαγορές/συγχωνεύσεις ομοειδών εταιρειών.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Στη συγκεκριμένη μέθοδο χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες, σχέση αξίας επιχείρησης προς λειτουργικά κέρδη προ αποσβέσεων (EV/EBITDA) και σχέση αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις (EV/SALES), για 4 πραγματοποιηθείσες εντός της τετραετίας 2015-2018 συναλλαγές μεταξύ εταιρειών του κλάδου δραστηριότητας της Εταιρείας, σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στοιχεία Εταιρειών Δείγματος

A. Απορροφώσες Εταιρείες

- **P/F Bakkafrost:** Εταιρεία με έδρα τα νησιά Φερόε που ασχολείται με την ιχθυοκαλλιέργεια, τη μεταποίηση και την προμήθεια προϊόντων ιχθυοκαλλιέργειας.
- **Leroy Seafood Group ASA:** Εταιρεία με έδρα τη Νορβηγία και δραστηριότητα στην παραγωγή και λιανική διάθεση θαλασσινών προϊόντων
- **Clearwater Seafoods Inc:** Εταιρεία κεφαλαίου ανοικτού τύπου με έδρα τον Καναδά με συμμετοχή στην κάθετα ολοκληρωμένη αλιευτική επιχείρηση με την επωνυμία Clearwater Seafoods Limited Partnership.

- **Benchmark Holdings Plc:** Εταιρεία με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο ασχολείται με την υγεία των ζώων, τις ειδικές εκδόσεις και τις επιχειρήσεις αειφόρου ανάπτυξης.

B. Απορροφώμενες Εταιρείες

- **The Scottish Salmon Company Ltd:** Εταιρεία με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο και δραστηριότητα στην ιχθυοκαλλιέργεια με εξειδίκευση στην καλλιέργεια σολομού.
- **HAVFISK ASA:** Εταιρεία με έδρα τη Νορβηγία και δραστηριότητα στη συγκομιδή, τη μεταποίηση και την πώληση θαλασσινών προϊόντων.
- **Macduff Shellfish Ltd:** Εταιρεία με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο που ασχολείται με τη συλλογή, την ταξινόμηση, την επεξεργασία, τη συσκευασία και τη μεταφορά ψαριών και οστρακοειδών.
- **Stofnfiskur HF:** Εταιρεία με έδρα την Ισλανδία με δραστηριότητα στην παραγωγή γόνου σολομού.

Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (2/2)

Απορροφώσα Εταιρεία (Acquiring co.)	Απορροφούμενη Εταιρεία (Target co.)	Αξία Συναλλαγής (EV, € εκατ.)	Πολλαπλασιαστής Εσόδων (Revenue multiple) (x)	Πολλαπλασιαστής EBITDA (x)
P/F Bakkafrøst	The Scottish Salmon Company Ltd	584,4	2,9	7,5
Leroy Seafood Group ASA	HAVFISK ASA	440,0	3,7	10,5
Clearwater Seafoods Inc	Macduff Shellfish Ltd	102,5	1,4	14,1
Benchmark Holdings Plc	Stofnfiskur HF	26,6	4,3	25,0
Σταθμισμένος μέσος όρος δείγματος			3,1	9,6
Προκύπτουσα αξία (σε €/μετοχή)			1,55	0,01
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη			50,0%	50,0%
Σταθμισμένη Αποτίμηση με Πολλαπλασιαστές (σε €/μετοχή)			0,776	

Πηγή: Mergermarket

Επεξεργασία στοιχείων: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Συμπεράσματα

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, η αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας βάσει των συναλλαγών που αφορούν σε εταιρείες συναφούς δραστηριότητας κατά την περίοδο 2015 - 2018, υπολογίζεται σταθμισμένη σε **€0,776** ανά μετοχή.

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου ενδεχομένως περιορίζεται από παράγοντες που αφορούν τις εταιρείες του δείγματος, όπως:

- Τις συνθήκες αγοράς ή αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία
- Το εύρος προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών και τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων κάθε εταιρείας, και
- Το μέγεθος της κάθε εξεταζόμενης εταιρείας.

Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (1/2)

Γενικές Πληροφορίες

Η μέθοδος αποτίμησης με βάση το μέσο οικονομικό κύκλο, στηρίζεται στην παραδοχή, ότι μια εταιρεία σε ένα μέσο κύκλο οικονομικής δραστηριότητας ενδεικτικής διάρκειας π.χ. 10 ετών, στη διάρκεια του οποίου εκτίθεται σε ανοδικές και καθοδικές επιμέρους ταλαντώσεις της δραστηριότητας αυτής, και χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικούς δείκτες μέτρησης της παρελθούσης δραστηριότητας της εταιρείας, τείνει να θεωρείται δίκαια αποτιμημένη.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Στη συγκεκριμένη μέθοδο του μέσου οικονομικού κύκλου, υπολογίσαμε τον μέσο όρο των δεικτών EV/Sales και EV/EBITDA για την περίοδο των τελευταίων 10 ετών (2009-2018), που θεωρείται ένας πλήρης οικονομικός κύκλος δραστηριότητας και το μέσο όρο των πωλήσεων και του EBITDA στην ίδια περίοδο. Στην πρώτη περίπτωση (EV/Sales), υπολογίσαμε την αποτίμηση της Εταιρείας (ανά μετοχή), πολλαπλασιάζοντας το μέσο EV/Sales με τις εκτιμώμενες πωλήσεις του 2019 και αφού αφαιρέσαμε τον καθαρό δανεισμό της Εταιρείας στις 30.0.6.2019 και διαιρέσαμε με τον συνολικό αριθμό μετοχών, και στη δεύτερη περίπτωση (EV/EBITDA) ακολουθήσαμε την ίδια τακτική, πολλαπλασιάζοντας αυτή τη φορά το μέσο EV/EBITDA με το εκτιμώμενο EBITDA για το 2019.

Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (2/2)

Αποτίμηση 10ετούς οικονομικού κύκλου			
Μέση Αξία Μεγεθών 10ετους Κύκλου			
EV/SALES	1,24x	EV/EBITDA	13,50x
2019e SALES	192,53 (€ εκατ.)	2019e EBITDA	16,64 (€ εκατ.)
Καθαρός Δανεισμός		142,03 (€ εκατ.)	
Αριθμός μετοχών Εταιρείας		291,28 (€ εκατ.)	
	Κατά EV/SALES	Κατά EV/EBITDA	
Προκύπτουσα Αξία Εταιρείας (Value of Equity)	97,52 (€ εκατ.)	82,57 (€ εκατ.)	
Αξία ανά μετοχή (€/μετοχή)	0,335	0,283	
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη	50,0%	50,0%	
Σταθμισμένη Αποτίμηση (σε €/μετοχή)		0,309	

Πηγή: Στοιχεία Εταιρείας

Επεξεργασία στοιχείων: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Όπως προκύπτει από τον πίνακα, με εξέταση του μέσου οικονομικού κύκλου, προκύπτει σταθμισμένη αποτίμηση που υπολογίζεται σε **€0,309** ανά μετοχή.

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου, ενδεχομένως, περιορίζεται από παράγοντες, όπως:

- η ορθολογική εξέλιξη των μεγεθών της εταιρείας κατά τη διάρκεια του μέσου οικονομικού κύκλου, και
- οι επικρατούσες συνθήκες στη χώρα ή τις χώρες που δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία.

04

Σύνοψη Αποτελεσμάτων

Συμπεράσματα Εργασιών Αποτίμησης (1/2)

Τα αποτελέσματα της εργασίας της αποτίμησης της Εταιρείας όπως προκύπτουν με βάση την εφαρμογή των μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν συνοψίζονται ως εξής:

Μέθοδος	Άποψη Συμβούλου
Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση της μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών στο βασικό σενάριο, ανήλθε σε €0,078 ανά μετοχή
Μέθοδος Β' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιρειών, ανήλθε σε €0,776 ανά μετοχή
Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της Αξίας με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	Η αποτίμηση της Εταιρείας με τη χρήση του Μέσου Οικονομικού Κύκλου, ανήλθε σε €0,309 ανά μετοχή

Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

Διενεργώντας συνδυαστική αποτίμηση, χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα ανά μετοχή όπως προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόζοντας συντελεστές βαρύτητας στα αποτελέσματα αυτών, προκύπτει η τελική αποτίμηση, η οποία ανέρχεται σε €0,194 ανά μετοχή, ως ακολούθως:

Επιπλέον σταθμίσαμε το δείγμα μας, και αφού υπολογίσαμε το σταθμισμένο μέσο όρο των εν λόγω δεικτών, καταλήξαμε σε μια αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας, ως ακολούθως:

ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.		
Μεθοδολογία Αποτίμησης	€/μετοχή	Συντελεστής Στάθμισης
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	0,078	70%
Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Global Comparable Transactions)	0,776	10%
Αποτίμηση με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	0,309	20%
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	0,194	100%

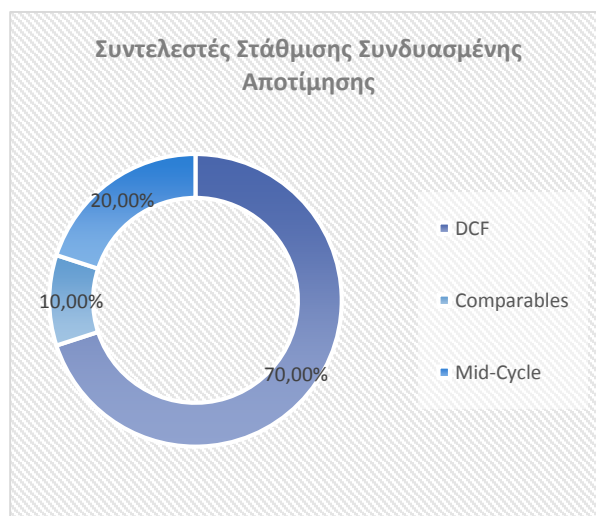
Συμπεράσματα Εργασιών Αποτίμησης (2/2)

Η σταθμισμένη αξία της Εταιρείας σύμφωνα με τη μεθοδολογία που προηγήθηκε υπολογίστηκε σε €0,194 ανά μετοχή.

Σύμφωνα με τον πίνακα σταθμισμένης αποτίμησης, έχει δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα (70%) στα αποτελέσματα της μεθοδολογίας Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, καθώς η μεθοδολογία αυτή είναι η μόνη που μπορεί να αποτυπώσει τη δυναμική και τις προοπτικές μίας εταιρείας με τη χρήση θεμελιωδών μεγεθών ενώ, παράλληλα, έχει περιορισμένη επιρροή στις παρεκκλίσεις της αγοράς.

Αντίθετα, έχει δοθεί μικρότερη βαρύτητα (20%) στη μεθοδολογία Αποτίμησης με βάση τον Μέσο Οικονομικό Κύκλο, καθώς η συγκεκριμένη μεθοδολογία αναφέρεται μεν στα στοιχεία της εταιρείας που αποτιμάται, βασίζεται ωστόσο περισσότερο σε αναλογιστικά στοιχεία, παρά σε τρέχοντα στοιχεία ή στοιχεία που αναμένεται να επικρατήσουν.

Τέλος, έχει δοθεί ακόμη μικρότερη βαρύτητα (10%) στη μεθοδολογία Συγκρίσιμων Συναλλαγών Ομοειδών Εταιρειών, καθώς η μεθοδολογία αυτή λαμβάνει υπόψη χρηματοοικονομικά στοιχεία εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε αγορές με διαφορετικά χαρακτηριστικά, δυναμική, ανάληψη ρίσκου αλλά και νομικό / ρυθμιστικό πλαίσιο.



05

Ρήτρα μη Ευθύνης

Η παρούσα Έκθεση εκπονήθηκε από το Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο 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 Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος 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 η Έκθεση δεν θίγει καθ' οιονδήποτε 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 στο Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος 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 βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς τη μελλοντική οικονομική απόδοση της Εταιρείας.

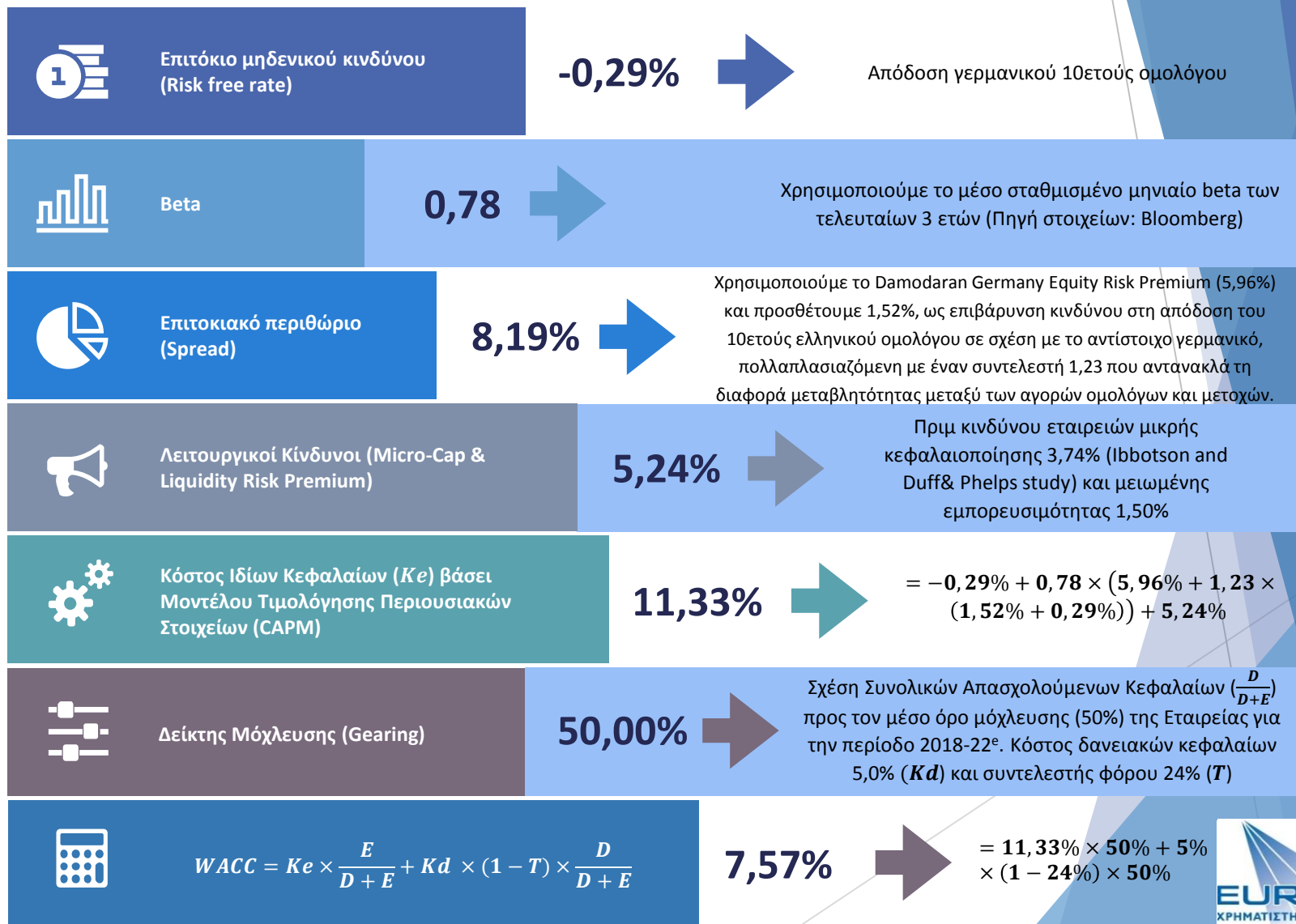
Η Έκθεση βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφράζει γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια 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 και εξέλιξη της εμπορικής σχέσης της Εταιρείας με τον Προτείνοντα που είναι ο κύριος μέτοχος της Εταιρείας.

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 Χρηματοοικονομικού Συμβούλου.

A

Παράρτημα

Πίνακας βασικών παραδοχών μοντέλου DCF – Υπολογισμός ΜΣΚΚ (WACC)



EUROXX ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.

ΑΘΗΝΑ

Παλαιολόγου 7, 152 32, Χαλάνδρι,
Τ. +30 210 6879500

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ

Τσιμισκή 43B & Ηρακλείου, 54623
Τ. +20 2310 231373

Email: info@euroxx.gr

Web : www.euroxx.gr