

Γνωμοδότηση αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας TITAN A.E. Τσιμέντων σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 3 του άρθρου 27 σε συνδυασμό με τις παραγράφους 6 και 7 του άρθρου 9 του Νόμου 3461/2006, στο πλαίσιο της υποβολής εθελοντικής δημόσιας προσφοράς για την αγορά των μετοχών από την TITAN Cement International SA

12 Απριλίου 2019



Περιεχόμενα

1.	Εισαγωγή	2
2.	Παρουσίαση συναλλαγής	3
3.	Πηγές πληροφόρησης	4
4.	Σημαντικές παρατηρήσεις	5
5.	Μεθοδολογία αποτίμησης	6
6.	Συμπεράσματα	9

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της

TITAN Cement International SA

Rue de la Loi 23, 7th floor, Box 4,
1040 Brussels

12 Απριλίου 2019

Αξιότιμοι Κύριοι,

1. Εισαγωγή

Το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας με την επωνυμία TITAN Cement International SA κατά τη συνεδρίαση του της 11/4/2019, αποφάσισε την υποβολή προαιρετικής δημόσιας πρότασης για την απόκτηση των μετοχών της TITAN ΑΕ Τσιμέντων (“**TITAN**” ή η “**Εταιρεία**”), σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου 3461/2006.

Στα πλαίσια αυτά, η διοίκηση της TITAN Cement International SA (ο “**Εντολέας**”) ανέθεσε στην ελεγκτική εταιρεία Grant Thornton ΑΕ Ορκωτών Ελεγκτών και Συμβούλων Επιχειρήσεων (ο “**Σύμβουλος**” ή ο “**Εμπειρογνώμονας**”) την προετοιμασία μελέτης γνωμοδότησης (η “**Γνωμοδότηση**”) για την αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας, στο πλαίσιο της ως άνω προαιρετικής δημόσιας πρότασης με σκοπό τον καθορισμό του ανταλλάγματος σε μετρητά για την απόκτηση κοινών και προνομιούχων μετοχών της Εταιρείας κατόπιν της άσκησης του δικαιώματος εξαγοράς και του δικαιώματος εξόδου, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις του Νόμου 3461/2006.

Για την υλοποίηση της εργασίας μας προβήκαμε στη διενέργεια αποτίμησης των μετοχών (κοινών και προνομιούχων) κάνοντας χρήση κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης, με ημερομηνία αποτίμησης την 3 Απριλίου 2019.

2. Παρουσίαση συναλλαγής

Σύντομο ιστορικό συναλλαγής

Στις 18/10/2018, η TITAN Cement International SA υπέβαλε προαιρετική δημόσια πρόταση για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της TITAN, κοινών και προνομιούχων. Η περίοδος αποδοχής διήρκησε από τις 27/12/2018 έως και τις 25/1/2019.

Με βάση τα αποτελέσματα τη δημόσιας πρότασης, η οποία ολοκληρώθηκε στις 25/1/2019, συγκεντρώθηκαν 66.974.317 κοινές μετοχές, οι οποίες αντιστοιχούσαν σε ποσοστό 86,9% του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας και 6.953.047 προνομιούχες μετοχές, οι οποίες αντιστοιχούσαν σε ποσοστό 91,8% του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου. Η αδυναμία συγκέντρωσης ποσοστού άνω του 90% στις τις κοινές μετοχές κατέστησε τη δημόσια πρόταση ανενεργή.

Στόχος της δημόσιας πρότασης ήταν η διαγραφή των μετοχών της TITAN ΑΕ Τσιμέντων από το Χρηματιστήριο Αθηνών και η εισαγωγή των μετοχών της Titan Cement International στο χρηματιστήριο Euronext Βρυξελλών, με παράλληλη διαπραγμάτευση στο Euronext Παρισίων και στο Χρηματιστήριο Αθηνών, καθώς και η μεταφορά της έδρας στις Βρυξέλλες.

Πληροφορίες για τον Όμιλο TITAN

Ο Όμιλος TITAN ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1902. Έχοντας την επιχειρησιακή βάση του στην Ελλάδα, όπου η μετοχή της μητρικής Εταιρείας είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο από το 1912, ο Όμιλος αναπτύσσει σήμερα καθιερωμένη δραστηριότητα, παραγωγική και εμπορική, σε 14 χώρες σε πέντε ηπείρους.

Η δραστηριότητα αυτή ασκείται μέσω θυγατρικών εταιριών, στις οποίες η TITAN 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

3. Πηγές πληροφόρησης

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

- Επιχειρηματικό σχέδιο και μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές προβλέψεις της Εταιρείας για την περίοδο 2019–2021, τα οποία δόθηκαν στον Σύμβουλο από τη διοίκηση της TITAN ΑΕ Τσιμέντων (η “**Διοίκηση**”).
- Δημοσιευμένες και ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για τις χρήσεις 2017 και 2018.
- Εταιρικές παρουσιάσεις της TITAN, καθώς και λοιπά πληροφοριακά στοιχεία αναφορικά με τη λειτουργία της Εταιρείας.
- Στοιχεία και πληροφορίες για ομοειδείς της TITAN εταιρείες εισηγμένες σε χρηματιστήρια του εξωτερικού.
- Στοιχεία και πληροφορίες για συναλλαγές με αντικείμενο το μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την TITAN.
- Ιστοσελίδα του Aswath Damodaran, Stern School of Business / New York University (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)
- Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, World Economic Outlook, Απρίλιος 2019.
- Διεθνείς Βάσεις Δεδομένων

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

4. Σημαντικές παρατηρήσεις

Για τα αποτελέσματα της εργασίας μας, εφιστούμε την προσοχή σας στις παρακάτω γενικές σημαντικές παρατηρήσεις:

- Όλα τα έγγραφα, τα ιστορικά στοιχεία και οι πληροφορίες σχετικά με την Εταιρεία μας χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση, όπως επίσης και οι εκτιμήσεις σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών τους. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η παρούσα εργασία δεν αποτελεί έλεγχο, ούτε επισκόπηση σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου ή τα Διεθνή Πρότυπα Επισκόπησης επί οικονομικών καταστάσεων.
- Επιπρόσθετα, η Grant Thornton δε φέρει καμία ευθύνη ή υποχρέωση σε περίπτωση που προβλέψεις, γεγονότα ή στοιχεία που παρέχονται αποδειχτούν ανακριβή, ή αναληθή, ή παραπλανητικά, ή αναιρεθούν. Δεν φέρει καμία ευθύνη ή υποχρέωση ιδιαίτερα σε περίπτωση που αποδειχτεί ότι η Διοίκηση έχει αποκρύψει σημαντικά γεγονότα ή άλλα στοιχεία.
- Το μεγαλύτερο μέρος των πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης βασίσθηκε στα πλέον πρόσφατα και επίκαιρα στοιχεία. Ο καθορισμός της αξίας των μετοχών βασίσθηκε στην αντικειμενική αλλά και την ποιοτική αξιολόγηση των μεγεθών, τα οποία αξιολογήθηκαν με βάση την εμπειρία και τη γνώση μας.
- Η έκφραση γνώμης αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας, βασίσθηκε σε δημοσιευμένες και ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις και πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση, τις οποίες θεωρήσαμε ως ακριβείς και πλήρεις, χωρίς να διενεργήσουμε ανεξάρτητο έλεγχο.
- Η έκφραση γνώμης βασίζεται στις επιχειρηματικές, οικονομικές και άλλες συνθήκες της αγοράς που επικρατούν κατά την ημερομηνία της παρούσας Γνωμοδότησης, στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς αλλά και σε μακροοικονομικά στοιχεία. Δεν έχουμε οποιαδήποτε υποχρέωση αναθεώρησης της γνώμης μας σε περίπτωση αλλαγής των συνθηκών σε μεταγενέστερο στάδιο, εκτός αν μας ζητηθεί γραπτώς να το κάνουμε από τη Διοίκηση.
- Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διάφορων μεγεθών που αποτύπωσε η Διοίκηση, ενδέχεται να μεταβληθούν στο μέλλον λόγω αλλαγών των οικονομικών, επιχειρηματικών και άλλων συνθηκών της αγοράς εν γένει, με συνέπεια τη μεταβολή των σχετικών αποτελεσμάτων της αποτίμησής μας, μεταβολή η οποία μπορεί να είναι σημαντική και ουσιώδης.

5. Μεθοδολογία αποτίμησης

Για τον προσδιορισμό της τιμής των μετοχών, διενεργήσαμε αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας σε επίπεδο ομίλου. Οι αποτιμήσεις πραγματοποιήθηκαν σύμφωνα με διεθνώς αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης. Στη συνέχεια, αξιολογήθηκε η καταλληλότητα της κάθε μεθόδου και εφαρμόστηκαν συντελεστές στάθμισης στα αποτελέσματα εκάστης εκ των μεθόδων. Κατά τη γνώμη μας, τόσο οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν, όσο και η βαρύτητα που αποδόθηκε σε κάθε μία από αυτές, κρίνονται ενδεδειγμένες και κατάλληλες.

Στη συγκεκριμένη εργασία αποτίμησης εφαρμόστηκαν οι κάτωθι διεθνώς αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης:

- Προεξόφληση Ελευθέρων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)
- Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών (Comparable Companies Multiples)
- Συγκρίσιμες Συναλλαγές (Comparable Transactions)
- Χρηματιστηριακή Αξία (Market Capitalization)

A) Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows)

Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows –DFCF) αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο εκτίμησης αξίας εταιρειών παγκοσμίως. Το μοντέλο εξετάζει την επιχείρηση «δυναμικά» και όχι «στατικά», αναλύοντας την απόδοση της κατά τη διάρκεια των χρόνων και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί «ταμειακά πλεονάσματα».

Η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτελείται από: (α) την παρούσα αξία που αντιστοιχεί σε μία χρονική περίοδο για την οποία είναι δυνατόν να σχηματιστούν προβλέψεις, και η οποία προσδιορίζεται από τον χρόνο που χρειάζεται για να επιτευχθεί το επιχειρηματικό σχέδιο της εταιρείας και (β) την αξία της εταιρείας στο διηνεκές. Έτσι, αν θέλουμε να λάβουμε υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος, η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών θεωρείται η πιο κατάλληλη για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας.

Το μοντέλο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών εκτιμά τα Ίδια Κεφάλαια μιας εταιρείας ως την αξία της εκμετάλλευσης της εταιρείας μείον την αξία του χρέους και διαφόρων άλλων απαιτήσεων που υπερβαίνουν το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων. Σημειώνεται ότι η αξία της επιχείρησης σήμερα εξομοιώνει πάντοτε τη μελλοντική προεξοφλητική ταμειακή ροή, με κόστος ευκαιρίας το κόστος κεφαλαίου. Οι αξίες των δραστηριοτήτων και των δανείων είναι ίσες με τις αναμενόμενες μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, προεξοφλημένες με συντελεστές που αντανακλούν την επικινδυνότητα αυτών των ταμειακών ροών.

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών απαιτεί αρχικά τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών για μια περίοδο τουλάχιστον 3 ετών.

Εν συνεχεία, οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές προεξοφλούνται με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και υπολογίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία τους (Net Present Value), καθώς και η Διηνεκής Αξία της εταιρείας (Terminal Value), η οποία ισούται με την Παρούσα Αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο, λαμβάνοντας υπόψη και τον Συντελεστή Ανάπτυξης της εταιρείας στο διηνεκές (Growth in perpetuity factor).

Οι τύποι που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή της μεθόδου είναι οι ακόλουθοι:

- Ελεύθερες Ταμειακές Ροές = Λειτουργικά κέρδη μετά φόρων + Αποσβέσεις – Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία – Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης
- Διηνεκής Αξία (Terminal Value) = Ελεύθερη Ταμειακή Ροή του επόμενου χρόνου ύστερα από τη συγκεκριμένη προβλεπόμενη περίοδο / ((Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) – Αναμενόμενος ρυθμός μεγέθυνσης στο διηνεκές (growth))

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία. Θεωρείται ο πιο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης, καθώς λαμβάνει υπόψη ποιοτικούς παράγοντες όπως: ο συστηματικός κίνδυνος της εταιρείας, το πριμ κινδύνου της απόδοσης και οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρείας.

Στην περίπτωση της TITAN υπολογίστηκε σε **8,0%**.

Παραδοχές Μεθόδου Προεξόφλησης Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Οι προβλέψεις που χρησιμοποιήθηκαν για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση κι εξετάστηκαν για το εύλογό τους σε σχέση με τα ιστορικά στοιχεία και την περιουσιακή κατάσταση της Εταιρείας, καθώς και το ανταγωνιστικό περιβάλλον και τις μελλοντικές προοπτικές του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Β) Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών

Η μέθοδος των Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών (Comparable Companies' Multiples) βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας θα πρέπει να ισούται με το ποσό που θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για το μετοχικό της κεφάλαιο καλώς πληροφορημένοι και ορθολογικοί επενδυτές. Η εκτίμηση της αξίας γίνεται με τη χρήση χρηματιστηριακών δεικτών αποτίμησης, οι οποίοι υπολογίζονται με βάση τη χρηματιστηριακή αξία και αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη εισηγμένων ομοειδών εταιρειών, του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Παραδοχές Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών

Η αποτίμηση βάσει Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών διενεργήθηκε προσδιορίζοντας αντιπροσωπευτικό και επαρκές δείγμα ομοειδών εταιρειών.

Για την αποτίμηση της Εταιρείας, εφαρμόστηκε ο δείκτης EV/EBITDA (Αξία επιχείρησης / Κέρδη προ Τόκων Φόρων και Αποσβέσεων), καθώς θεωρείται ο καταλληλότερος για την εκτίμηση της αξίας βιομηχανικών εταιρειών με υψηλή παγιοποίηση.

Ο ανωτέρω δείκτης υπολογίστηκε τόσο με βάση τα τελευταία, δημοσιευμένα κέρδη EBITDA των ομοειδών εταιρειών και της TITAN, όσο και με εκτιμήσεις για τα αντίστοιχα μεγέθη της επόμενης χρήσης.

Με βάση τα ιστορικά στοιχεία ο δείκτης EV/EBITDA υπολογίστηκε σε **7,9x**, ενώ με βάση τα εκτιμώμενα σε **6,9x**.

Γ) Συγκρίσιμες Συναλλαγές

Βάσει της εν λόγω μεθόδου, η αξία της εταιρείας υπολογίζεται βάσει πρόσφατων συναλλαγών (Συγχωνεύσεις & Εξαγορές) συγκρίσιμων εταιρειών. Προκειμένου να υπολογιστεί η αξία της υπό συζήτηση εταιρείας, τα τεκμαρτά πολλαπλάσια αποτίμησης που προκύπτουν από την ανάλυση των παραπάνω συναλλαγών, πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της TITAN.

Η επιλογή του δείγματος των συγκρίσιμων συναλλαγών βασίστηκε στα παρακάτω κριτήρια:

- Ο κλάδος δραστηριότητας της εταιρείας στόχου να συμπίπτει με αυτόν της TITAN.
- Οι συναλλαγές να έχουν πραγματοποιηθεί την τελευταία διετία.
- Το μέγεθος (Enterprise value) της εταιρείας – στόχου να ξεπερνά το ποσό του \$ 1 δις.
- Το αντικείμενο της συναλλαγής να αποτελεί μειοψηφική συμμετοχή, χωρίς απόκτηση ελέγχου της εταιρείας - στόχου από την πλευρά του αγοραστή.

Παραδοχές Μεθόδου Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Η αποτίμηση βάσει Συγκρίσιμων Συναλλαγών διενεργήθηκε προσδιορίζοντας αντιπροσωπευτικό και επαρκές δείγμα ομοειδών εταιρειών.

Όπως και στην περίπτωση των Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών, ο δείκτης που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση ήταν ο EV/EBITDA, ο οποίος υπολογίστηκε σε **10,2x**.

Δ) Χρηματιστηριακή Αξία

Η εν λόγω μέθοδος χρησιμοποιείται για εισηγμένες εταιρείες και καθορίζει την αξία μιας επιχείρησης με βάση τις μέσες ημερήσιες κεφαλαιοποιήσεις τους κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου.

Οι υποκείμενες υποθέσεις για την εφαρμογή της μεθόδου είναι η ύπαρξη:

- Επαρκούς περιόδου διαπραγμάτευσης.
- Επαρκούς όγκου συναλλαγών.
- Τιμών που δεν αποτελούν αντικείμενο χειραγώγησης.
- Επενδυτών που θεωρείται ότι διαθέτουν ίσες και επαρκείς πληροφορίες σχετικά με την οικονομική οντότητα.

Παραδοχές Μεθόδου Χρηματιστηριακής Αξίας

Η μέθοδος ανάλυσης της Χρηματιστηριακής Αξίας βασίζεται στην ανάλυση των ιστορικών τιμών κλεισίματος της τιμής της μετοχής της εταιρείας που αποτιμάται σε προγενέστερους χρόνους από την ημερομηνία αποτίμησης.

Στην περίπτωση της TITAN, χρησιμοποιήθηκαν οι μέσες τιμές κοινών και προνομιούχων μετοχών του τελευταίου εξαμήνου πριν την ημερομηνία αποτίμησης.

6. Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης μας, όπως προκύπτουν από τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους, συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα.

Μέθοδος αποτίμησης	Συντελεστής στάθμισης	Τμή ανά μετοχή (€)	
		Κοινή	Προνομιάχος
(Α) Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών	50%	20,99	18,89
(Β) Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών (Ιστορικά στοιχεία)	10%	14,83	13,34
(Β) Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών (Προβλεπόμενα στοιχεία)	15%	14,54	13,08
(Γ) Συγκρίσιμες Συναλλαγές	20%	21,47	19,33
(Δ) Χρηματιστηριακή Αξία	5%	19,59	18,17
Σταθμισμένη Τιμή	100%	19,43	17,52

Γνώμη επί της αποτίμησης των μετοχών

Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή της εκάστοτε μεθοδολογίας με κατάλληλους συντελεστές, η αξία των μετοχών της TITAN υπολογίζεται σε **€ 19,43** ανά κοινή μετοχή και **€ 17,52** ανά προνομιάχα μετοχή.

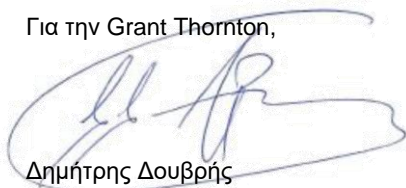
Στη μέθοδο των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, αποδίδεται σχετικά υψηλότερη στάθμιση καθώς ενσωματώνει, περισσότερο από κάθε άλλη μεθοδολογία, τη δυναμική και τις προοπτικές της Εταιρείας.

Στα αποτελέσματα των μεθόδων εφαρμόστηκε κατά μέσο όρο συντελεστής απομείωσης **10%** στην αξία των προνομιάχων έναντι των κοινών μετοχών. Ο συγκεκριμένος συντελεστής αντικατοπτρίζει τη μειωμένη ρευστότητα που διακρίνει την αγορά των προνομιάχων έναντι των κοινών μετοχών και προκύπτει βάσει της ιστορικότητας των τιμών κατά το τελευταίο εξάμηνο πριν την ημερομηνία αποτίμησης καθώς και της διεθνούς βιβλιογραφίας.

Επισημαίνεται πως τόσο η Grant Thornton όσο και ο υπογράφων την παρούσα γνωμοδότηση, ορκωτός ελεγκτής λογιστής κ. Δημήτρης Δουβρής είναι ανεξάρτητοι τόσο σε σχέση με τον Εντολέα όσο και με την Εταιρεία την τελευταία πριν από τη συναλλαγή πενταετία.

Με εκτίμηση,

Για την Grant Thornton,



Δημήτρης Δουβρής

Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής

ΑΜ ΣΟΕΛ 33921



Grant Thornton

An instinct for growth™

grant-thornton.gr

©2019 Grant Thornton Greece. All rights reserved.

"Grant Thornton" refers to the brand under which the Grant Thornton member firms provide assurance, tax and advisory services to their clients and/or refers to one or more member firms, as the context requires. Grant Thornton Greece is a member firm of Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL and the member firms are not a worldwide partnership. GTIL and each member firm is a separate legal entity. Services are delivered by the member firms. GTIL does not provide services to clients. GTIL and its member firms are not agents of, and do not obligate, one another and are not liable for one another's acts or omissions.