

Γνωμοδότηση αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας Εθνική Παναγία ΑΕΕΑΠ σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 7 του άρθρου 9 του Νόμου 3461/2006, στο πλαίσιο της υποβολής εθελοντικής δημόσιας προσφοράς για την αγορά των μετοχών από την Invel Real Estate (Netherlands) II B.V

21 Ιουνίου 2019



Περιεχόμενα

1.	Εισαγωγή	2
2.	Παρουσίαση συναλλαγής	3
3.	Πηγές πληροφόρησης	5
4.	Σημαντικές παρατηρήσεις	6
5.	Μεθοδολογία αποτίμησης	7
6.	Συμπεράσματα	11

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της

Invel Real Estate (Netherlands) II B.V

De Cuserstraat 91
1081 CN, Amsterdam

21 Ιουνίου 2019

Αξιότιμοι Κύριοι,

1. Εισαγωγή

Η εταιρεία Invel Real Estate (Netherlands) II B.V. («ο **Προτείνων**») ως ελέγχουσα άμεσα το 63,39% και έμμεσα, μέσω συνδεδεμένων εταιρειών, το 98,15% των δικαιωμάτων ψήφου στην εταιρεία Εθνική Παναγία ΑΕΕΑΠ («η **Παναγία**» ή «η **Εταιρεία**») υποχρεούται να υποβάλλει υποχρεωτική δημόσια πρόταση για την απόκτηση του εναπομείναντος 1,85% επί του μετοχικού κεφαλαίου, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 7 του Νόμου 3461/2006. Ο Προτείνων, κατέστη υπόχρεος για την υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης την 23 Μαΐου 2019, καθώς κατόπιν σειράς συναλλαγών απέκτησε άνω του 1/3 των δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία.

Στα πλαίσια αυτά, ο Προτείνων 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 υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης με σκοπό τον καθορισμό του ανταλλάγματος σε μετρητά για την απόκτηση κοινών μετοχών της Εταιρείας κατόπιν της άσκησης του δικαιώματος εξαγοράς, καθώς συντρέχουν οι προϋποθέσεις του άρθρου 9 του Νόμου 3461/2006.

Συγκεκριμένα, κατά τους έξι (6) μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας κατά την οποία ο Προτείνων κατέστη υπόχρεος να υποβάλει δημόσια πρόταση, οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγές επί των μετοχών της Εταιρείας i) έχουν διενεργηθεί σε λιγότερες από τα τρία πέμπτα (3/5) των ημερών λειτουργίας της αγοράς, συγκεκριμένα σε 67 ημέρες εκ των 119 ημερών λειτουργίας του Χ.Α., ήτοι στο 56% των ημερών λειτουργίας και ii) δεν υπερέβησαν το 10% του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας, συγκεκριμένα ανήλθαν σε 0,0068% του συνόλου αυτών.

Για την υλοποίηση της εργασίας μας προβήκαμε στη διενέργεια αποτίμησης των μετοχών κάνοντας χρήση κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης, με ημερομηνία αποτίμησης την 31 Μαΐου 2019.

2. Παρουσίαση συναλλαγής

Σύντομο ιστορικό συναλλαγής

Την 23/05/2019 η εταιρεία Invel Real Estate B.V. απέκτησε, άμεσα, 76.156.116 μετοχές και ισάριθμα δικαιώματα ψήφου στην Εταιρεία, ήτοι απέκτησε, άμεσα, σε ατομική βάση που την καθιστά υπόχρεη γνωστοποίησης, ποσοστό 29,81% του συνολικού αριθμού δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία από 0% προηγουμένως. Η εταιρεία Invel Real Estate Partners Greece SAS κατέχει το σύνολο (100%) των μετοχών με δικαίωμα ψήφου στην Invel Real Estate B.V. και συνεπώς την ελέγχει. Τον απώτερο έλεγχο της Invel Real Estate Partners Greece SAS έχει η εταιρεία Castl lake L.P., υπό την ιδιότητά της ως σύμβουλος επενδύσεων, όπως περιγράφεται στην από 17/05/2019 γνωστοποίηση της εταιρείας Castl lake Opportunities Partners LLC. Συνεπώς τα προαναφερόμενα 76.156.116 δικαιώματα ψήφου που κατέχει άμεσα η Invel Real Estate B.V. στην Εταιρεία κατέχονται έμμεσα, ως διαχειρίστρια επενδυτικών κεφαλαίων, από την εταιρεία Castl lake L.P.

Επίσης την 23/05/2019 η εταιρεία CL Hermes Opportunities L.P., η οποία είναι επενδυτικό κεφάλαιο, απέκτησε, άμεσα, 7.281.997 μετοχές και ισάριθμα δικαιώματα ψήφου στην Εταιρεία, ήτοι απέκτησε, άμεσα, ποσοστό 2,85% του συνολικού αριθμού δικαιωμάτων ψήφου στην Πανγαία από 0% προηγουμένως. Η εταιρεία CL Hermes Opportunities L.P. ελέγχεται από τον ομόρρυθμο εταίρο της (general partner), της CL Hermes Opportunities L.P. Δυνάμει Σύμβασης Διαχείρισης Επενδύσεων, η CL Hermes Opportunities L.P. έχει αναθέσει όλες τις εξουσίες και τις υποχρεώσεις της CL Hermes Opportunities L.P. στην Castl lake L.P.. Συνεπώς τα προαναφερόμενα 7.281.997 δικαιώματα ψήφου που κατέχει άμεσα η CL Hermes Opportunities L.P. στην Εταιρεία κατέχονται έμμεσα, ως διαχειρίστρια επενδυτικών κεφαλαίων, από την εταιρεία Castl lake L.P.

Το ως άνω συνολικό ποσοστό 32,66% μετοχών μετά δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας μεταβιβάστηκε στις Invel Real Estate B.V. και CL Hermes Opportunities L.P. από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. Συνεπεία των δύο ως άνω αποκτήσεων, αφενός, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. δεν κατέχει μετοχές ή δικαιώματα ψήφου στην Εταιρεία και αφετέρου ο συνολικός αριθμός μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία που κατέχει έμμεσα, ως διαχειρίστρια επενδυτικών κεφαλαίων η Castl lake L.P. ανήλθε, την 23/05/2019, σε 250.772.145, ήτοι ποσοστό 98,15% του συνολικού αριθμού δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία. Αναλυτικότερα, η Castl lake L.P. κατέχει, έμμεσα, το 63,39% των δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία που κατέχεται άμεσα από την εταιρεία Invel Real Estate (Netherlands) II B.V. και το 2,1% των δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία που κατέχεται άμεσα από την εταιρεία Antos Properties A.K.E., όπως είχε ήδη γνωστοποιηθεί με την από 17/05/2019 γνωστοποίηση της εταιρείας Castl lake Opportunities Partners LLC, καθώς και το 29,81% των δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία που κατέχεται άμεσα από την εταιρεία Invel Real Estate B.V. και το 2,85% των δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία που κατέχεται άμεσα από την εταιρεία CL Hermes Opportunities L.P.

Παρότι η απώτερη διαχείριση του συνόλου των προαναφερόμενων δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας (98,15%) ασκείται από μόνη την Castl lake L.P., υπό την ιδιότητά της ως σύμβουλος επενδύσεων εγγεγραμμένης στην Securities and Exchange Commission των Η.Π.Α., για τους σκοπούς του Νόμου 3556/2007 αυτή θεωρείται ότι ελέγχεται από τον ομόρρυθμο της εταίρο (general partner), την εταιρεία Castl lake Holdings LLC η οποία ελέγχεται, πάλι για τους σκοπούς του Νόμου 3556/2007, από το διαχειριστή εταίρο Castl lake Opportunities Partners LLC. Η τελευταία δεν ελέγχεται από άλλο νομικό ή φυσικό πρόσωπο.

Περαιτέρω γνωστοποιήθηκε ότι από την 23/05/2019 έπαυσε ο έλεγχος επί της Εταιρείας τον οποίο ασκούσε η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε., δυνάμει της από 30/12/2013 Σύμβασης Μετόχων μεταξύ αυτής και της εταιρείας Invel Real Estate (Netherlands) II B.V. και συνεπώς τα δικαιώματα ελέγχου στην Εταιρεία που, σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό της, παρέχονται στην Invel Real Estate (Netherlands) II B.V., με την ιδιότητά αυτής ως μετόχου πλειοψηφίας με ποσοστό 63,39%, ασκούνται εφεξής πλήρως από αυτήν.

Πληροφορίες για την Εθνική Πανγαία ΑΕΕΑΠ

Η Εθνική Πανγαία ΑΕΕΑΠ είναι η μεγαλύτερη εταιρεία επενδύσεων σε real estate στην Ελλάδα.

Συστάθηκε το 1999 με την επωνυμία Αττικά Ακίνητα Ανώνυμος Εταιρεία Διαχείρισεως & Εκμεταλλεύσεως Ακινήτων - Τεχνική - Κατασκευαστική - Εμπορική - Ξενοδοχειακή - Τουριστική - Αγροτική - Λατομική και τον διακριτικό τίτλο Αττικά Ακίνητα Α.Ε.

Την 1/10/2015 η Εταιρεία μετονομάστηκε σε Εθνική Πανγαία Ανώνυμη Εταιρεία Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία με διακριτικό τίτλο Εθνική Πανγαία ΑΕΕΑΠ.

Η δραστηριότητα της Εταιρείας και των θυγατρικών της («ο Όμιλος») αφορά επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και στην ενεργό διαχείριση αυτής.

Το χαρτοφυλάκιο του ομίλου αποτελείται από εμπορικά ακίνητα, τα οποία στην πλειοψηφία τους είναι κτήρια γραφείων και καταστήματα, ενώ βρίσκονται κυρίως σε αστικές περιοχές υψηλής προβολής και εμπορικότητας σε όλη την Ελλάδα καθώς και στην Ιταλία, τη Ρουμανία, τη Βουλγαρία και την Κύπρο.

Τα παραπάνω ακίνητα εκμισθώνονται σε μισθωτές με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα.

3. Πηγές πληροφόρησης

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

- Δημοσιευμένες και ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου Πανγαία για τις χρήσεις 2017 και 2018.
- Ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου Πανγαία για την περίοδο 1/1-31/03/2019.
- Εταιρικές παρουσιάσεις της Πανγαία, καθώς και λοιπά πληροφοριακά στοιχεία αναφορικά με τη λειτουργία της Εταιρείας.
- Εκθέσεις εκτιμητών για τα σημαντικότερα εκ των ακινήτων που έχει ο Όμιλος Πανγαία στο χαρτοφυλάκιό του.
- Στοιχεία και πληροφορίες για ομοειδείς της Πανγαία εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
- Στοιχεία και πληροφορίες για συναλλαγές με αντικείμενο το μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την Πανγαία.
- 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 του Προτείνοντα, 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 του Προτείνοντος. 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 του Προτείνοντος, 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 του Προτείνοντος.
- Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις για τη μελλοντική εξέλιξη διαφόρων μεγεθών που αποτυπώνονται στις εκθέσεις εκτίμησης των ακινήτων, 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 των μετοχών 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:

- Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Net Asset Value)
- Πολλαπλάσια Χρηματιστηριακών Δεικτών (Comparable Companies Multiples)
- Συγκρίσιμες Συναλλαγές (Comparable Transactions)
- Χρηματιστηριακή Αξία (Market Capitalization)

A) Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Net Asset Value)

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας εταιρείας είναι ίση με τη Καθαρή Θέση της, όπως αυτή εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις κατά την ημερομηνία αποτίμησης, αφού προηγουμένως γίνουν απαραίτητες προσαρμογές στα στοιχεία ενεργητικού και υποχρεώσεων.

Ως Αναπροσαρμοσμένη Καθαρή Θέση ορίζεται η διαφορά μεταξύ του αναπροσαρμοσμένου ενεργητικού και των αναπροσαρμοσμένων υποχρεώσεων της υπό εξέταση εταιρείας.

Η NAV περιλαμβάνει την αξιολόγηση της λογιστικής αξίας περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων αναφορικά με το κατά πόσον συνάδουν με τρέχουσες αγοραίες αξίες. Η εν λόγω μέθοδος ενδείκνυται σε περιπτώσεις:

- συγκεκριμένων τύπων εταιρειών όπως ιδιοκτησίας και αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας, και διαχείρισης επενδύσεων ή
- σε περιπτώσεις όπου η αξία ρευστοποίησης της εταιρείας υπερβαίνει την αξία που προκύπτει από τη συνέχιση της λειτουργίας της.
- σε περιπτώσεις όπου η εξεταζόμενη εταιρεία δε διαθέτει τρέχουσα δραστηριότητα που να της αποφέρει έσοδα.

Για την αποτίμηση της Πανγαία χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, καθώς η Εταιρεία δραστηριοποιείται στην αγορά ακινήτων και διαχείρισης επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και συνεπώς η αξία της εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αξία των παγίων που διαθέτει.

Ως προς το τελευταίο, ανατέθηκε σε ανεξάρτητο εκτιμητή η εξέταση των βασικών παραμέτρων (critical review) των εκθέσεων εκτίμησης για τα βασικά ακίνητα που διέθετε η Εταιρεία κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Πλεονεκτήματα Μεθόδου Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

- στηρίζεται στην αξία των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της υπό εξέταση εταιρείας, λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους.
- είναι απλή στην εφαρμογή.

Μειονεκτήματα Μεθόδου Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης

- αγνοεί στοιχεία εκτός ισολογισμού όπως για παράδειγμα τυχόν μη αναγνωρισμένα άυλα περιουσιακά στοιχεία.
- δεν λαμβάνει πάντοτε υπόψη τις μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας.

Ενέργειες για τον περιορισμό των μειονεκτημάτων

A) Λήφθηκαν υπόψη οι εκθέσεις εκτίμησης για τα κυριότερα εκ των ακινήτων της Εταιρείας, οι περισσότερες εκ των οποίων στηρίζονται σε μεθόδους που χρησιμοποιούν μελλοντικές ταμειακές ροές.

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 P/BV (Χρηματιστηριακή αξία ανά μετοχή / Λογιστική αξία ανά μετοχή), καθώς θεωρείται ο καταλληλότερος για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητα.

Ο ανωτέρω δείκτης υπολογίστηκε σε **0,87x**.

Πλεονεκτήματα Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών

- Είναι πιο εύκολη στην εφαρμογή, καθώς απαιτεί σημαντικά μικρότερο αριθμό παραδοχών σε σχέση με άλλες μεθόδους εκτίμησης (πχ. DFCF).
- Είναι πιο κατανοητή καθώς στηρίζεται στο «νόμο της μίας τιμής (law of one price)», ο οποίος ορίζει πως όμοια περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να έχουν παρόμοιες τιμές.
- Αντικατοπτρίζει καλύτερα τις τρέχουσες συνθήκες στην αγορά.

Μειονεκτήματα Μεθόδου Πολλαπλάσιων Χρηματιστηριακών Δεικτών

- Βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία και δεν λαμβάνει υπόψη τις προοπτικές της επιχείρησης.
- Η ύπαρξη ομοειδών εταιρειών, οι οποίες να έχουν την ίδια δραστηριότητα, παρόμοιο μέγεθος και να δραστηριοποιούνται στις ίδιες αγορές με την υπό εκτίμηση εταιρεία, δεν είναι πάντοτε εφικτή.
- Υποθέτει πως οι ομοειδείς εταιρείες έχουν αποτιμηθεί ορθά από τους επενδυτές.

Ενέργειες για τον περιορισμό των μειονεκτημάτων

- A) Επιλογή δείγματος εταιρειών, οι οποίες συγκεντρώνουν χαρακτηριστικά παρόμοια με αυτά της Πανγαία.
- B) Εκτός από τα τελευταία δημοσιευμένα στοιχεία, ο δείκτης P/BV υπολογίστηκε με βάση τις τρέχουσες κεφαλαιοποιήσεις και τα εκτιμώμενα ίδια κεφάλαια της Εταιρείας.
- Γ) Οι μετοχές των ομοειδών εταιρειών του δείγματος, είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

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 Πανγαία.

Παραδοχές Μεθόδου Συγκρίσιμων Συναλλαγών

Η αποτίμηση βάσει Συγκρίσιμων Συναλλαγών διενεργήθηκε στη βάση της πρόσφατης συναλλαγής μεταξύ των εταιρειών Eurobank Ergasias και Grivalia, καθώς η τελευταία αποτελεί ευθέως συγκρίσιμη εταιρεία με την Πανγαία.

Όπως και στην περίπτωση των Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών, ο δείκτης που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση ήταν ο P/BV, ο οποίος υπολογίστηκε σε **0,85x**.

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών συγκεντρώνει τα ίδια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα με αυτή των Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών με τις εξής διαφοροποιήσεις.

Πλεονεκτήματα Μεθόδου Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών

- Παρέχει πληροφόρηση όσον αφορά τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά π.χ. αριθμός, μέγεθος συναλλαγών, επενδυτές, εταιρείες στόχοι κλπ.

Μειονεκτήματα Μεθόδου Πολλαπλασίων Χρηματιστηριακών Δεικτών

- Κάθε συναλλαγή είναι μοναδική και διακρίνεται από ιδιαίτερα χαρακτηριστικά.
- Η εύρεση συγκρίσιμων συναλλαγών με επαρκείς πληροφορίες δεν είναι πάντοτε εφικτή.
- Οι υπό εξέταση συναλλαγές μπορεί να εκτείνονται χρονικά στη διάρκεια αρκετών ετών με συνέπεια την αλλαγή των οικονομικών και άλλων συνθηκών καθιστώντας τες μη συγκρίσιμες.
- Οι συναλλαγές μπορεί να αφορούν διαφορετικά ποσοστά, να περιλαμβάνουν control premium και να αντικατοπτρίζουν τη στρατηγική της αποκτώσας εταιρείας, η οποία δε συμβαδίζει πάντοτε με αυτή ενός μέσου επενδυτή.

Ενέργειες για τον περιορισμό των μειονεκτημάτων

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

- A) Ο κλάδος δραστηριότητας της εταιρείας στόχου να συμπίπτει με αυτόν της Πανγαία.
- B) Οι συναλλαγές να έχουν πραγματοποιηθεί την τελευταία διετία.

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 Πανγαία, χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος της τιμής της μετοχής του τελευταίου εξαμήνου πριν την ημερομηνία αποτίμησης.

Πλεονεκτήματα Μεθόδου Χρηματιστηριακής Αξίας

- Αποτελεί την απλούστερη μέθοδο αποτίμησης, η οποία παρέχει άμεσα πληροφορίες για την αξία του υπό εκτίμηση περιουσιακού στοιχείου.

Μειονεκτήματα Μεθόδου Χρηματιστηριακής Αξίας

- Τα αποτελέσματα της μεθόδου υπόκεινται στις προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω.
- Τα αποτελέσματα της μεθόδου έχουν εφαρμογή σε μετοχές εταιρειών που είναι εισηγμένες σε ώριμες και αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές.
- Τα αποτελέσματα της μεθόδου επηρεάζονται από τις εκάστοτε συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, οι οποίες δε σχετίζονται πάντοτε με τις επιδόσεις της υπό εκτίμηση εταιρείας.

Ενέργειες για τον περιορισμό των μειονεκτημάτων

- Α) Η αξία των μετοχών της Πανγαία υπολογίστηκε για την περίοδο εκείνη που θεωρείται πως αντιπροσωπεύει καλύτερα τις τρέχουσες συνθήκες που επικρατούν στην αγορά των μετοχών της Εταιρείας, ήτοι κατά το τελευταίο εξάμηνο πριν από την ημερομηνία αποτίμησης.

6. Συμπεράσματα

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

Μέθοδος αποτίμησης	Συντελεστής στάθμισης	Τιμή/Μετοχή
(Α) Αναπροσαρμοσμένη καθαρή θέση	60,0%	5,06
(Β) Πολλαπλάσια χρηματοοικονομικών δεικτών	20,0%	4,41
(Γ) Συγκρίσιμες συναλλαγές	15,0%	4,28
(Δ) Χρηματιστηριακή αξία	5,0%	4,87
Σταθμισμένη τιμή	100,0%	4,80

Γνώμη επί της αποτίμησης των μετοχών

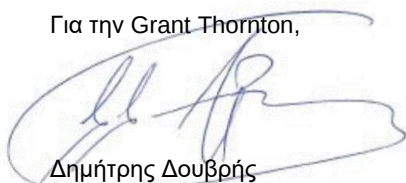
Σταθμίζοντας τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή της εκάστοτε μεθοδολογίας με κατάλληλους συντελεστές, η αξία των μετοχών της Παναγία υπολογίζεται σε **€ 4,80** ανά μετοχή.

Στη μέθοδο της Αναπροσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης, αποδίδεται σχετικά υψηλότερη στάθμιση καθώς ενσωματώνει, περισσότερο από κάθε άλλη μεθοδολογία, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων της Εταιρείας.

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](https://www.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.