
Salamis Tours (Holdings) Public Limited

Αξιολόγηση της
προτεινόμενης
αντιπαροχής για
αγορά των μετοχών
της εταιρείας με βάση
τη Δημόσια Πρόταση
της εταιρείας E.V.H.
Investments Limited

19 Νοεμβρίου 2018

Πρωτότυπο





Διοικητικό Συμβούλιο
Salamis Tours (Holdings) Public Limited
Γεωργίου Κατσουνωτού 1,
Salamis House
Λεμεσός
Τ.Θ. 50531
Κύπρος

19 Νοεμβρίου 2018

Αγαπητοί κύριοι,

Έκθεση ανεξάρτητου ειδικού εμπειρογνώμονα

Η έκθεση αυτή (η «Έκθεση») ετοιμάστηκε προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Salamis Tours (Holdings) Public Limited (η «Εταιρεία», ή η «Υπό Εξαγορά Εταιρεία», ή η «ΣΑΛΑ»), σύμφωνα με την μεταξύ μας σύμβαση ημερομηνίας 1 Νοεμβρίου 2018 (η «Σύμβαση»).

Στην Έκθεση αυτή δίνεται η γνώμη μας σχετικά με τα ακόλουθα:

- Επί της βάσης υπολογισμού που χρησιμοποιήθηκε για τον καθορισμό της προτεινόμενης αντιπαροχής που περιέχεται στο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 30 Οκτωβρίου 2018 από την εταιρεία E.V.H. Investments Limited (ο «Προτεινόντας»), προς όλους τους μετόχους της Εταιρείας, για την απόκτηση από τον Προτεινόντα, του συνόλου του εκδομένου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας, και
- Κατά πόσο η προτεινόμενη αντιπαροχή που περιλαμβάνεται στο ίδιο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης είναι δίκαιη και εύλογη.

Η ετοιμασία της Έκθεσης μας βασίστηκε στα ακόλουθα:

- Σε πληροφορίες και στοιχεία που περιέχονται στην ανακοίνωση της Διατύπωσης της Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 25 Σεπτεμβρίου 2018,
- Σε πληροφορίες και στοιχεία που περιέχονται στο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 30 Οκτωβρίου 2018,
- Στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για τα έτη που έληξαν στις 31 Δεκεμβρίου 2017, 2016 και 2015, όπως και τις μη ελεγμένες συνοπτικές ενδιάμεσες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για την εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018,
- Σε πληροφορίες και στοιχεία που μας έχουν δοθεί από τη διεύθυνση της Εταιρείας (η «Διεύθυνση» ή το «Διοικητικό Συμβούλιο»), και
- Σε άλλες δημοσιευμένες πληροφορίες σχετικές με την διεκπεραίωση της εργασίας μας.

Η εργασία μας διεκπεραιώθηκε μεταξύ 1 Νοεμβρίου 2018 - 16 Νοεμβρίου 2018. Δεν γνωρίζουμε και δεν φέρουμε ευθύνη για οποιαδήποτε άλλα στοιχεία και γεγονότα τα οποία έχουν συμβεί ή ανακοινωθεί, μετά την αποπεράτωση της εργασίας μας και τα οποία πιθανόν να είναι σημαντικά, αναφορικά με την γνώμη που έχουμε εκφέρει.

Διευκρινίζουμε ότι δεν έχουμε προβεί σε οποιεσδήποτε διαδικασίες ελέγχου οι οποίες να αποσκοπούν στην βεβαίωση της ακρίβειας των πληροφοριών και στοιχείων που μας έχουν παρασχεθεί από τη Διεύθυνση της Εταιρείας και τονίζουμε ότι η εργασία μας δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι αποτελεί καθ' οιονδήποτε τρόπο ανεξάρτητο οικονομικό έλεγχο (financial due diligence) των οικονομικών καταστάσεων της Εταιρείας. Οποιαδήποτε σημαντική αλλαγή των δεδομένων και στοιχείων που μας έχουν δοθεί, πιθανό να διαφοροποιεί τα συμπεράσματα της Έκθεσης μας.

*PricewaterhouseCoopers Ltd, PwC Central, 43 Demostheni Severi Avenue, CY-1080 Nicosia
P O Box 21612, CY-1591 Nicosia, Cyprus
T: +357 - 22 555 000, F: +357 - 22 555 001, www.pwc.com.cy*

Η εργασία μας περιορίζεται στην έκφραση γνώμης αναφορικά με την προτεινόμενη αντιπαροχή και δεν αποτελεί καθ' οποιονδήποτε τρόπο αποτίμηση της αξίας των μετοχών της Εταιρείας.

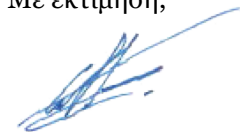
Όπως αναφέρεται πιο πάνω, η Έκθεση μας ετοιμάστηκε αποκλειστικά και μόνο για να χρησιμοποιηθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας για την αξιολόγηση της προτεινόμενης αντιπαροχής από τον Προτείνοντα, σύμφωνα και με τις πρόνοιες του περί Δημόσιων Προτάσεων Εξαγοράς Νόμου του 2007 ως τροποποιήθηκε (ο «Νόμος»). Ως εκ τούτου, η Έκθεση μας δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί για οποιοδήποτε άλλο σκοπό. Επίσης, η PricewaterhouseCoopers Limited (η «PwC»), στα πλαίσια της εργασίας αυτής, δεν παρέχει σε κανένα μέρος επενδυτικές ή άλλες συμβουλές ως προς τα μέτρα που πρέπει να ληφθούν σχετικά με την πιθανή συναλλαγή ή οποιαδήποτε άλλη συναλλαγή.

Τονίζουμε ότι η Έκθεση αυτή, καθώς και οι εκτιμήσεις που περιέχονται σε αυτή, δεν παρέχουν και ούτε συνιστούν επενδυτικές συμβουλές. Οι μέτοχοι της Εταιρείας προτρέπονται να πάρουν τις δικές τους επαγγελματικές συμβουλές πριν αποφασίσουν για την αποδοχή ή μη της συγκεκριμένης Δημόσιας Πρότασης, προκειμένου να ληφθούν υπόψη τα προσωπικά τους επενδυτικά και άλλα δεδομένα (δηλαδή επενδυτικά κριτήρια και παράμετροι, ο επενδυτικός κίνδυνος που είναι διατεθειμένος να αναλάβει, ο επενδυτικός ορίζοντας καθώς και η χρηματοοικονομική κατάσταση και πλάνα του κάθε επενδυτή).

Θα θέλαμε να τονίσουμε ότι η PwC δεν φέρει καμία ευθύνη για τυχόν απώλειες ή ζημιές σε εσάς ή οποιοδήποτε τρίτο μέρος που προκύπτει από οποιαδήποτε συναλλαγή ή άλλη απόφαση που σχετίζεται με τα ευρήματα που παρουσιάζονται στην Έκθεση μας.

Είμαστε στη διάθεση σας για οποιεσδήποτε πληροφορίες ή εξηγήσεις που πιθανόν να προκύψουν σχετικά με το περιεχόμενο της Έκθεσης μας.

Με εκτίμηση,



Κωνσταντίνος Κωνσταντίνου
Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου

Περιεχόμενα

1. Πληροφορίες για την εταιρεία Salamis Tours (Holdings) Public Limited	5
1.1. Ιστορικό της Εταιρείας / Συγκροτήματος	5
1.2. Δομή και δραστηριότητες Συγκροτήματος	6
1.2.1. Σύντομη περιγραφή δραστηριοτήτων του Συγκροτήματος	6
1.3. Διοικητικό Συμβούλιο	7
1.4. Μετοχικό Κεφάλαιο.....	7
1.5. Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες	8
1.5.1. Ενοποιημένος Ελεγμένος Λογαριασμός Αποτελεσμάτων και συνολικών εσόδων.....	8
1.5.2. Συνοπτική Ενδιάμεση Ενοποιημένη Κατάσταση Λογαριασμού αποτελεσμάτων (μη ελεγμένη)	9
1.5.3. Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης.....	10
2. Σχολιασμός και αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης.....	12
2.1. Βάση υπολογισμού αντιπαροχής από τον Προτείνοντα.....	12
2.2. Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής	12
2.2.1. Χρηματιστηριακή αξία και εμπορευσιμότητα.....	12
2.2.2. Τιμή αγοράς των 6.401.520 μετοχών της Υπό Εξαγορά Εταιρείας.....	15
2.2.3. Καθαρή αξία ενεργητικού ανά μετοχή	16
2.2.4. Άλλες μέθοδοι.....	17
3. Συμπεράσματα.....	20
3.1. Δημόσια Πρόταση από τον Προτείνοντα.....	20
3.2. Σχολιασμός και αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης.....	20
3.3. Συμπέρασμα	21
4. Ερμηνεία όρων	22

1. Πληροφορίες για την εταιρεία *Salamis Tours (Holdings) Public Limited*

1.1. Ιστορικό της Εταιρείας / Συγκροτήματος

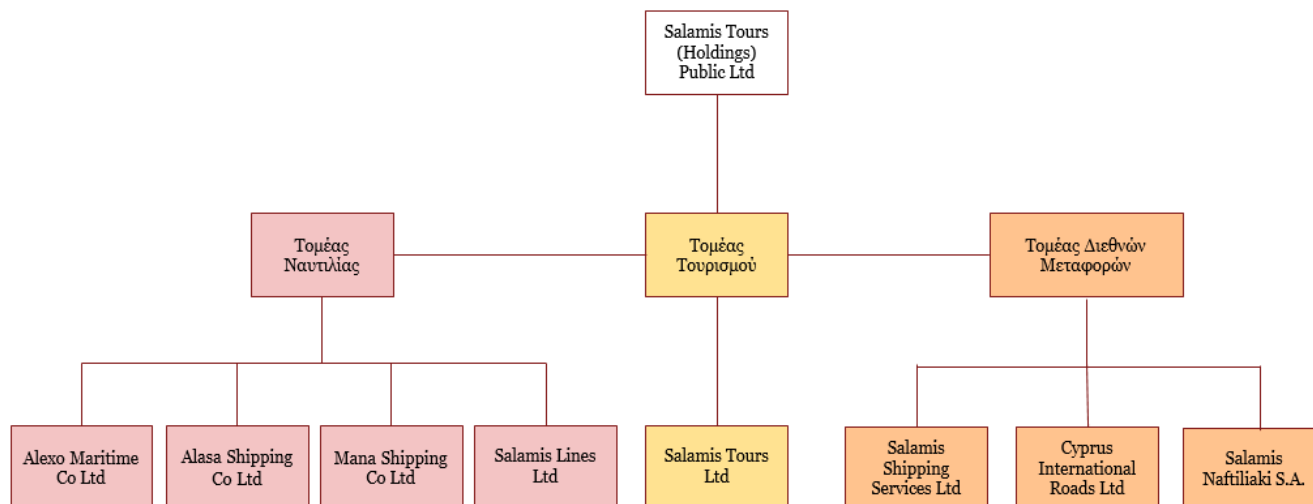
Η Salamis Tours (Holdings) Public Limited συστάθηκε στην Κύπρο στις 2 Ιουνίου 1998 ως εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, με αριθμό εγγραφής HE 95066 σύμφωνα με τις πρόνοιες του περί Εταιρειών Νόμου Κεφ. 113 και με την αρχική εταιρική επωνυμία Salamis Tours (Holdings) Limited. Οι κυριότερες δραστηριότητες του Συγκροτήματος είναι η διαχείριση και εκμετάλλευση ιδιόκτητων πλοίων, ο τουρισμός, οι πρακτορευσεις πλοίων, οι εκτελωνίσεις και οι διεθνείς μεταφορές.

Πιο κάτω παρουσιάζεται μια ιστορική αναδρομή της πορείας του Συγκροτήματος.

1959	Η Εταιρεία άρχισε τις δραστηριότητές της το 1959 ως εκτελωνιστικό, ασφαλιστικό, ταξιδιωτικό γραφείο.
1961	Το 1961 η Εταιρεία μετονομάστηκε σε «Salamis Tours».
1993	Το πρώτο ιδιόκτητο επιβατικό πλοίο της Υπό Εξαγορά Εταιρείας, το «Νήσος Κύπρος», αποκτήθηκε το 1993 και τον Ιούλιο του ίδιου χρόνου άρχισε τις εργασίες του.
1996	Το 1996 αποκτήθηκε το δεύτερο πλοίο, το κρουαζιερόπλοιο «Salamis Glory».
1998	Το 1998 αποκτήθηκε το πλοίο «Νόστος», τύπου RO-RO.
1998	Οι μετοχές της Salamis Tours (Holdings) Public Limited εισήχθηκαν στο ΧΑΚ στις 16 Νοεμβρίου 1998 με τον κωδικό SAL (ΣΑΛΑ).
2009	Το 2009 η Salamis απέκτησε το κρουαζιερόπλοιο «Salamis Filoxenia» μέσω της εξ' ολοκλήρου θυγατρικής εταιρείας Mana Shipping Co. Ltd.
2015	Το 2015 συστάθηκε νέα θυγατρική εταιρεία, η Alasa Shipping Co. Ltd, στην οποία η Salamis κατέχει το 55% του μετοχικού κεφαλαίου. Η εταιρεία είναι η ιδιοκτήτρια του εμπορικού πλοίου «Alasa» που αποκτήθηκε στις 30 Σεπτεμβρίου 2015.
2017	Στις αρχές του 2017 η Salamis υπέγραψε συμφωνία για αγορά οχηματαγωγού πλοίου τύπου RO-RO το οποίο παραλήφθηκε και εγγράφηκε στο κυπριακό νηολόγιο. Το οχηματαγωγό πλοίο «Alexo» αποκτήθηκε για την αντικατάσταση του πλοίου «Alios».
2017	Στις 2 Μαΐου 2017, η Εταιρεία E.V.H. Investments Ltd ανακοίνωσε την απόφαση της για διενέργεια ολικής εκούσιας Δημόσιας Πρότασης προς τους μετόχους της Εταιρείας για την απόκτηση μέχρι και του 100% του εκδομένου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας. Στις 9 Ιουνίου 2017, η Εταιρεία E.V.H. Investments Ltd απέσυρε τη Δημόσια Πρόταση.

1.2. Δομή και δραστηριότητες Συγκροτήματος

Κατά την ημερομηνία του Εγγράφου Δημόσιας Πρότασης, η δομή του συγκροτήματος είχε ως εξής:



1.2.1. Σύνοψη περιγραφή δραστηριοτήτων του Συγκροτήματος

Η εταιρεία Salamis Lines Ltd είναι η πλοιοδιαχειρίστρια εταιρεία των πλοίων του Συγκροτήματος. Στον τομέα εμπορικής ναυτιλίας, το Συγκρότημα δραστηριοποιείται στο εμπορικό δρομολόγιο Ελλάδας - Κύπρου - Ισραήλ με δύο ιδιόκτητα πλοία, το RO RO ALEXO και το MS ALASA, εξυπηρετώντας το εισαγωγικό και εξαγωγικό εμπόριο των χωρών αυτών. Το πρώτο ανήκει στην εξολοκλήρου εξαρτημένη εταιρεία Alexo Maritime Co. Limited ενώ το MS ALASA ανήκει στην εξαρτημένη εταιρεία Alasa Shipping Co Ltd.

Στον τομέα κρουαζιέρας, το Συγκρότημα δραστηριοποιείται με το πλοίο Salamis Filoxenia το οποίο εκτελεί κρουαζιέρες από Λεμεσό προς τα Ελληνικά νησιά και το Ισραήλ. Το πλοίο ανήκει στην εξ' ολοκλήρου εξαρτημένη εταιρεία Mana Shipping Co Ltd.

Το Συγκρότημα δραστηριοποιείται στον τουριστικό τομέα με την εταιρεία Salamis Tours Ltd. Οι κυριότεροι τομείς δραστηριότητας της εν λόγω εταιρείας είναι ο εισερχόμενος και εξερχόμενος τουρισμός αλλά και ο τομέας κρουαζιέρας ως αντιπρόσωπος πωλήσεων του κρουαζιερόπλοιου Salamis Filoxenia.

Η εταιρεία Salamis Shipping Services Limited είναι εξολοκλήρου εξαρτημένη εταιρεία, και διεκπεραιώνει δραστηριότητες του Συγκροτήματος που αφορούν πρακτορεύσεις πλοίων, εκτελωνίσεις, φορτώσεις και εσωτερικές μεταφορές στην Κύπρο.

Η εταιρεία Cyprus International Roads Ltd διεκπεραιώνει τις διεθνείς μεταφορές του Συγκροτήματος μεταφέροντας κυρίως εμπορεύματα από την Ευρώπη προς Κύπρο και αντίστροφα.

Η Salamis Naftiliaki S.A. είναι εταιρεία εγγεγραμμένη στην Ελλάδα (στην οποία η Εταιρεία έχει συμμετοχή 96%) και διεκπεραιώνει τις δραστηριότητες του Συγκροτήματος που αφορούν πρακτορεύσεις πλοίων, μεταφορές, εκτελωνίσεις, φορτώσεις και εσωτερικές μεταφορές στην Ελλάδα.

1.3. Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας κατά την ημερομηνία έγκρισης του εγγράφου Δημόσιας Πρότασης περιλαμβάνει τα ακόλουθα μέλη:

Όνομα	Ιδιότητα
Διοικητικό Συμβούλιο	Κύριος Βάσος Γ. Χατζηθεοδοσίου, Εκτελεστικός, Μη ανεξάρτητος, Πρόεδρος
	Κύριος Αντώνιος Σ. Λούπης, Μη Εκτελεστικό, Ανεξάρτητο, Μέλος
	Κυρία Έλενα Χατζηθεοδοσίου, Εκτελεστικό, Μη ανεξάρτητο, Μέλος
	Κύριος Συμεών Μάτσης, Μη Εκτελεστικό, Ανεξάρτητο, Μέλος
	Κύριος Αλκιβιάδης Γρηγοριάδης, Εκτελεστικό, Μη ανεξάρτητο, Μέλος
	Κύριος Κυριάκος Κυριάκου, Μη Εκτελεστικό, Ανεξάρτητο, Μέλος

1.4. Μετοχικό Κεφάλαιο

Το εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε €25.800.000 διαιρεμένο σε 60.000.000 μετοχές ονομαστικής αξίας €0,43 η κάθε μια.

Κατά την ημερομηνία έγκρισης του Εγγράφου Δημόσιας Πρότασης (δηλαδή 30 Οκτωβρίου 2018), το εκδομένο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανερχόταν σε €15.707.529 διαιρεμένο σε 36.529.137 εκδομένες και πλήρως εξοφληθείσες μετοχές ονομαστικής αξίας €0,43 η κάθε μια.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στην Εναλλακτική Αγορά του ΧΑΚ. Κατά την ημερομηνία έγκρισης του Εγγράφου Δημόσιας Πρότασης ο Προτείνοντας κατείχε άμεσα, 61,15% του μετοχικού κεφαλαίου της Υπό Εξαγορά Εταιρείας και σύμφωνα με το μητρώο μετόχων της Salamis Tours (Holdings) Public Limited ο Προτείνοντας είναι ο μόνος μέτοχος που κατέχει άμεσα ή έμμεσα πέραν του 5% του μετοχικού κεφαλαίου της Υπό Εξαγορά Εταιρείας.

Μετά την απόκτηση των 6.401.520 μετοχών της Εταιρείας από τον Προτείνοντα δίνοντας του έλεγχο στο 61,70% άμεσα και έμμεσα, το εναπομείναν, επενδυτικό κοινό έχει διασπορά της τάξης 38,30%.

Όνομα	Αριθμός Μετοχών	Ποσοστό Μετοχικού Κεφαλαίου (%)
Άμεσα από τον Προτείνοντα	22.338.429	61,15%
Από τους Διοικητικούς Συμβούλους του Προτείνοντα	156.167	0,43%
Από πρόσωπα ενεργούντα σε συνεννόηση με τον Προτείνοντα	42.237	0,12%
<i>Σύνολο μετοχών που κατέχονται από τον Προτείνοντα και μνημονεύόμενα πρόσωπα στην παράγραφο 4 (1) (η) της Οδηγίας ΟΔ41-2007-03 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς</i>	22.536.833	61,70%
Επενδυτικό κοινό	13.992.304	38,30%
Σύνολο	36.529.137	100,00%

1.5. Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες

Οι ακόλουθες χρηματοοικονομικές πληροφορίες προέρχονται από τις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Υπό Εξαγορά Εταιρείας για τα έτη που έληξαν στις 31 Δεκεμβρίου 2017, 31 Δεκεμβρίου 2016 και 31 Δεκεμβρίου 2015.

1.5.1. Ενοποιημένος Ελεγμένος Λογαριασμός Αποτελεσμάτων και συνολικών εσόδων

	2015 €	2016 €	2017 €
Κύκλος εργασιών	36.492.431	39.245.144	44.117.366
Κόστος πωλήσεων	(25.025.812)	(30.802.567)	(31.404.123)
Μικτό κέρδος	11.466.619	8.442.577	12.713.243
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	66.673	191.516	207.967
Έξοδα πωλήσεων	(275.975)	(237.245)	(327.784)
Έξοδα διοίκησης	(4.152.218)	(4.096.232)	(4.382.092)
Χρέωση για απομείωση στην αξία των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού	-	-	(127.373)
Κέρδος προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (το «ΚΠΤΦΑ» / «EBITDA»)	7.105.099	4.300.616	8.083.961
Αποσβέσεις	(1.704.988)	(1.987.239)	(1.506.090)
Κέρδος από εργασίες	5.400.111	2.313.377	6.577.871
Καθαρά έξοδα χρηματοδότησης	143.173	(21.590)	(918.732)
Καθαρή (ζημιά)/κέρδος από εκποίηση ακινήτων, πλοίων, εγκαταστάσεων και εξοπλισμού	276.733	4.791.093	(614)
Κέρδος πριν τη φορολογία	5.820.017	7.082.880	5.658.525
Φορολογία	(205.353)	(180.022)	(401.692)
Καθαρό κέρδος για το έτος	5.614.664	6.902.858	5.256.833

Ο κύκλος εργασιών του Συγκροτήματος είχε αυξητική τάση κατά την τριετία 2015-2017, παρουσιάζοντας αύξηση 7,5% το 2016 και 12,4% το 2017.

Το Κέρδος προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (το «ΚΠΤΦΑ» ή «EBITDA») επίσης σημειώνει αυξητική τάση, παρ' όλο που κατά το 2016 μειώθηκε αισθητά λόγω μηχανικής βλάβης πλοίου, που κατέστη ασύμφορο να επισκευαστεί. Για σκοπούς της εργασίας μας και δεδομένου ότι αυτό ήταν ένα μεμονωμένο γεγονός, έχει ζητηθεί από την Διεύθυνση της Υπό Εξαγοράς Εταιρείας να ετοιμάσει ενδεικτικούς υπολογισμούς αναφορικά με τα έσοδα, το μικτό κέρδος και το ΚΠΤΦΑ που να μην περιλαμβάνουν τις επιπτώσεις του γεγονότος αυτού (δηλαδή έγινε πρόσθεση των σχετικών εσόδων και αφαίρεση των σχετικών εξόδων, εάν το εν λόγω γεγονός δεν συνέβαινε). Τα αναπροσαρμοσμένα στοιχεία από τους εν λόγω υπολογισμούς για το 2016 παρουσιάζονται πιο κάτω:

	2016 (Ελεγμένα)	2016 (Αναπροσαρμοσμένα)
Κύκλος εργασιών	39.245.144	39.664.215
Μικτό Κέρδος	8.442.577	10.404.025
Κέρδος προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (το «ΚΠΤΦΑ» ή «EBITDA»)	4.300.616	6.070.548

1.5.2. Συνοπτική Ενδιάμεση Ενοποιημένη Κατάσταση Λογαριασμού αποτελεσμάτων (μη ελεγμένη)

	Εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου	
	2017	2018
	€	€
Κύκλος εργασιών	17.968.111	19.849.953
Κόστος πωλήσεων	(13.985.484)	(14.649.457)
Μικτό κέρδος	3.982.627	5.200.496
Άλλα εισοδήματα	55.032	120.636
Έξοδα διαχείρισης	(2.144.827)	(2.360.327)
Έξοδα πωλήσεων	(143.157)	(153.569)
Κέρδος προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (το «ΚΠΤΦΑ»)	1.749.675	2.807.236
Αποσβέσεις	(871.245)	(822.549)
Κέρδος από εργασίες	878.430	1.984.687
Καθαρά έσοδα (έξοδα) χρηματοδότησης	(572.400)	112.776
Κέρδος πριν τη φορολογία	306.030	2.097.463
Φορολογία	(199.041)	(174.536)
Καθαρό κέρδος περιόδου	106.989	1.922.927

Τα αποτελέσματα του Συγκροτήματος για την εξαμηνία από 1 Ιανουαρίου 2018 μέχρι 30 Ιουνίου 2018 παρουσίασαν βελτίωση σε σχέση με την αντίστοιχη περσινή περίοδο. Συγκεκριμένα, ο κύκλος εργασιών του Συγκροτήματος ανήλθε στα €19.849.953 κατά το 2018, σε σχέση με €17.968.111 το 2017, παρουσιάζοντας αύξηση της τάξης του 10%.

Το ΚΠΤΦΑ (EBITDA) για την εν λόγω εξαμηνία ανήλθε σε €2.807.236, σημαντικά αυξημένο σε σχέση με την αντίστοιχη περσινή περίοδο.

Η Εταιρεία, στην ανακοίνωση της για την ενδιάμεση έκθεση διαχείρισης για την εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018, αναμένει ότι τα αποτελέσματα για το σύνολο του έτους 2018, χωρίς να ληφθούν υπόψη συναλλαγματικές διαφορές και κέρδος από πώληση στοιχείων ενεργητικού, θα είναι περίπου στα ίδια επίπεδα με το έτος 2017.

1.5.3. Ενοποιημένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	31 Δεκεμβρίου 2017 (Ελεγμένα) €	30 Ιουνίου 2018 (Μη ελεγμένα) €
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού		
Ακίνητα, πλοία, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός	16.822.008	17.312.488
Χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού διαθέσιμα προς πώληση	2.061.247	2.060.083
Εμπορικά και άλλα εισπρακτέα	341.720	341.720
	19.224.975	19.714.291
Κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού		
Αποθέματα	514.789	778.980
Εμπορικά και άλλα εισπρακτέα	2.502.614	3.575.132
Μετρητά στην τράπεζα και στο ταμείο	15.388.640	19.916.183
	18.406.043	24.270.295
Σύνολο στοιχείων ενεργητικού	37.631.018	43.984.586
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Ίδια κεφάλαια		
Μετοχικό κεφάλαιο	15.707.529	15.707.529
Αποθεματικά	15.924.611	16.146.916
	31.632.140	31.854.445
Μη ελέγχουσες συμμετοχές	136.585	9.586
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	31.768.725	31.864.031
Μη βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές	607.266	607.266
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	970.428	970.428
	1.577.694	1.577.694
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Εμπορικοί και άλλοι πιστωτές	3.843.826	7.869.336
Δανεισμός	284.034	601.398
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	80.927	182.744
Πληρωτέο μέρος	75.812	1.889.383
	4.284.599	10.542.861
Σύνολο υποχρεώσεων	5.862.293	12.120.555
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	37.631.018	43.984.586

Τα μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνουν:

- Ακίνητα (καθαρή αξία €7.826.474 στις 30/06/2018), τα οποία εκφράζονται σε αγοραία αξία σύμφωνα με εκθέσεις ανεξάρτητων εκτιμητών ακινήτων,
- Πλοία (καθαρή αξία €6.621.444 στις 30/06/2018), τα οποία εκφράζονται σε τιμή κόστους, και
- Επένδυση στην εταιρεία Muskita Tourist Enterprises Ltd (καθαρή αξία €1,740,000 στις 30/06/2018), η οποία εκφράζεται σε αγοραία αξία, σύμφωνα με αποτίμηση συμβουλευτικού οίκου.

Κατά τις 30 Ιουνίου 2018, το Συγκρότημα είχε στη διάθεση του €19.916.193 σε ρευστά διαθέσιμα, εκ των οποίων τα €17.425.402 είναι καθαρά ρευστά διαθέσιμα, (δηλαδή μετά την αφαίρεση δανεισμού €601.398 και πληρωτέου μερίσματος €1.889.383), αντικατοπτρίζοντας την ισχυρή ρευστότητα του Συγκροτήματος.

Τα ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας ανήλθαν σε €31.632.140 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2017 ενώ στις 30 Ιουνίου 2018, αυτά ανήλθαν σε €31.854.445.

2. Σχολιασμός και αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης

2.1. Βάση υπολογισμού αντιπαροχής από τον Προτείνοντα

Για τον καθορισμό της αντιπαροχής της Δημόσιας Πρότασης, το Διοικητικό Συμβούλιο της E.V.H. Investments Limited έλαβε υπόψη τα ακόλουθα:

- την τιμή αγοράς των 6.401.520 μετοχών από την E.V.H. Investments Limited, η οποία έγινε στις 25 Σεπτεμβρίου 2018 με προσυμφωνημένες συναλλαγές αγοράς στο ΧΑΚ. Οι εν λόγω συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν στα €0,60 και ήταν σε καθαρά εμπορική βάση (arm's length), σύμφωνα με το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης,
- τον μέσο όρο τιμής κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας για τους 12 μήνες που προηγήθηκαν της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης για διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης ο οποίος ήταν €0,466,
- την τιμή κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας στο ΧΑΚ για περίοδο 12 μηνών που προηγείται της ανακοίνωσης της οριστικής Απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης η οποία κυμάνθηκε από €0,330 μέχρι €0,630,
- τον όγκο συναλλαγών στο ΧΑΚ της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας για τις περιόδους μέχρι 12 μηνών που προηγήθηκαν της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης για διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης,
- την καθαρή αξία ενεργητικού ανά μετοχή της Υπό Εξαγορά Εταιρείας στις 30 Ιουνίου 2018, 31 Δεκεμβρίου 2017 και 31 Δεκεμβρίου 2016. Με βάση τις μη ελεγμένες συνοπτικές ενδιάμεσες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για την εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018, η Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή της Υπό Εξαγορά Εταιρείας διαμορφώθηκε στα €0,872. Με βάση τις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Υπό Εξαγορά Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2017, η Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή της Υπό Εξαγορά Εταιρείας διαμορφώθηκε στα €0,866 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2017 και στα €0,795 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2016.

Σύμφωνα με το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης, το Διοικητικό Συμβούλιο της E.V.H. Investments Limited αφού έλαβε υπόψη μεταξύ άλλων και τα πιο πάνω καθόρισε την προτεινόμενη αντιπαροχή στα €0,60 ανά μετοχή.

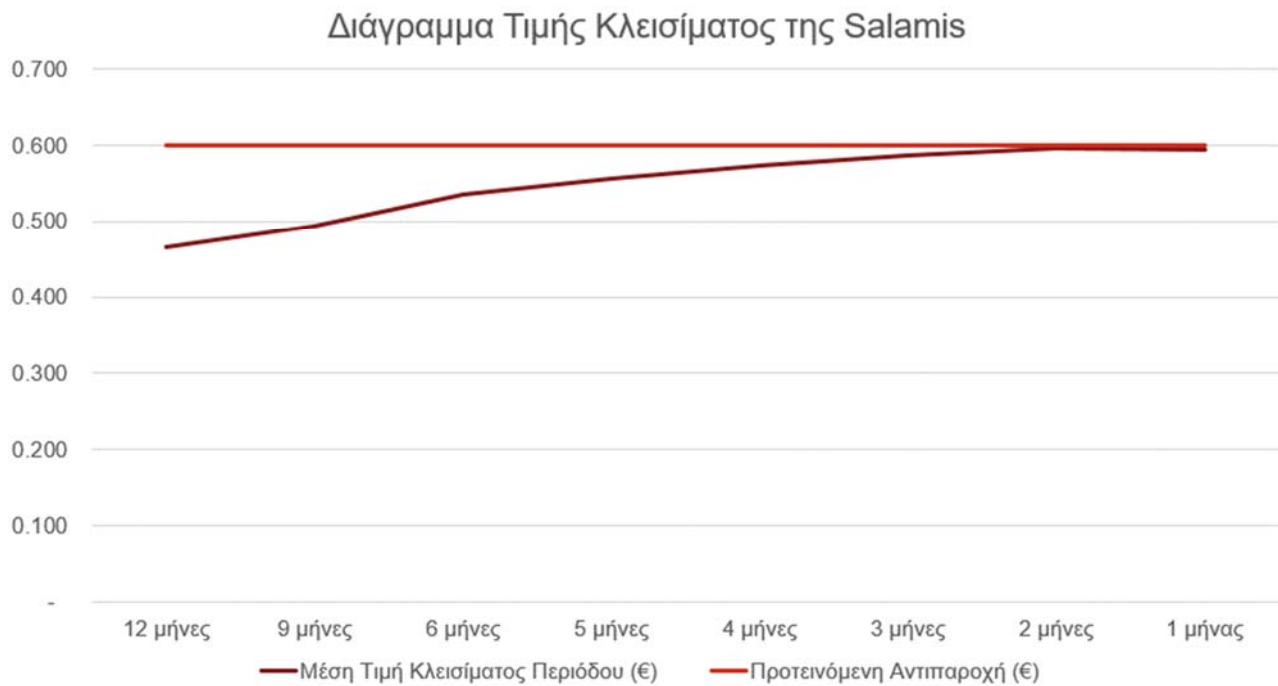
2.2. Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής

Όπως προνοείται από το Νόμο και σύμφωνα με τους όρους εντολής μας, εξετάζουμε τη βάση υπολογισμού που υιοθέτησε ο Προτείνοντας καθώς και το ύψος της προτεινόμενης αντιπαροχής. Σ' αυτή την ενότητα, παραθέτουμε την αξιολόγηση μας επί της βάσης υπολογισμού που χρησιμοποιήθηκε από τον Προτείνοντα, καθώς και το ύψος της προτεινόμενης αντιπαροχής.

2.2.1. Χρηματιστηριακή αξία και εμπορευσιμότητα

Η μέθοδος της χρηματιστηριακής αξίας θεωρείται μία εκ των αποδεκτών βάσεων αξιολόγησης στις περιπτώσεις τίτλων που είναι εισηγμένοι και διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Στην περίπτωση της μετοχής της Εταιρείας, λόγω της πολύ χαμηλής εμπορευσιμότητας/ρευστότητας της μετοχής της Εταιρείας αλλά και του ΧΑΚ γενικότερα, η τιμή της μετοχής ενδέχεται να μην είναι αντιπροσωπευτική της πραγματικής αξίας μιας εταιρείας.

Στην πιο κάτω γραφική παράσταση παρουσιάζεται η πορεία της μετοχής της Salamis Tours (Holdings) Public Limited κατά τους 12 τελευταίους μήνες σε σύγκριση με την προτεινόμενη αντιπαροχή των €0.60 ανά μετοχή. Για σκοπούς ανάλυσης, η τιμή της μετοχής θεωρείται η ημερήσια τιμή κλεισίματος όπως καταγράφηκε στο ΧΑΚ.



Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται πληροφορίες σχετικά με την διαπραγμάτευση της μετοχής της Εταιρείας κατά τους τελευταίους 12 μήνες που προηγούνται της ανακοίνωσης της οριστικής Αλόφασης Δημόσιας Πρότασης.

Περίοδος πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της οριστικής Απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης	Μέση Τιμή Κλεισίματος Περιόδου (€)	Υψηλότερη Τιμή Κλεισίματος Περιόδου (€)	Χαμηλότερη Τιμή Κλεισίματος Περιόδου (€)
12 μήνες	0,466	0,630	0,330
9 μήνες	0,494	0,630	0,374
6 μήνες	0,536	0,630	0,400
5 μήνες	0,557	0,630	0,418
4 μήνες	0,574	0,630	0,490
3 μήνες	0,588	0,630	0,550
2 μήνες	0,597	0,630	0,570
1 μήνας	0,594	0,620	0,580

Η τιμή κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας στο ΧΑΚ για περίοδο 12 μηνών που προηγείται της ανακοίνωσης της οριστικής Αλόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης κυμάνθηκε από €0,330 μέχρι €0,630. Σύμφωνα με το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης, η προτεινόμενη αντιπαροχή δίνει τη δυνατότητα στους μετόχους της Υπό Εξαγορά Εταιρείας να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους σε τιμή υψηλότερη από το μέσο όρο τιμής κλεισίματος κατά τη περίοδο των 12 μηνών που προηγείται της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης για διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης.

Υπεραξία της Προτεινόμενης Αντιπαροχής

Αξία € % υπεραξίας προτεινόμενης
αντιπαροχής από το μέσο όρο
τιμής κλεισίματος

Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 12 μήνες*	0,466	28,76%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 9 μήνες*	0,494	21,43%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 6 μήνες*	0,536	11,84%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 5 μήνες*	0,557	7,79%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 4 μήνες*	0,574	4,47%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 3 μήνες*	0,588	2,09%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 2 μήνες*	0,597	0,58%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τον τελευταίο 1 μήνα*	0,594	1,04%

*πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης διατύπωσης της Δημόσιας Πρότασης

Επισημαίνεται ότι για την περίοδο 12 μηνών που προηγήθηκε της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης, ο μέσος όρος τιμής κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας στο ΧΑΚ ανήλθε σε €0.466.

2.2.1.1. Εμπορευσιμότητα και όγκος συναλλαγών

Η σημασία που θα πρέπει να αποδίδεται στην χρηματιστηριακή αξία για την αξιολόγηση της προτεινόμενης αντιπαροχής θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη και τον όγκο συναλλαγών/εμπορευσιμότητα της εν λόγω μετοχής.

Στον πίνακα πιο κάτω παρουσιάζονται στοιχεία σε σχέση με την εμπορευσιμότητα της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας όπως παρουσιάζονται στο Έγγραφο της Δημόσιας Πρότασης.

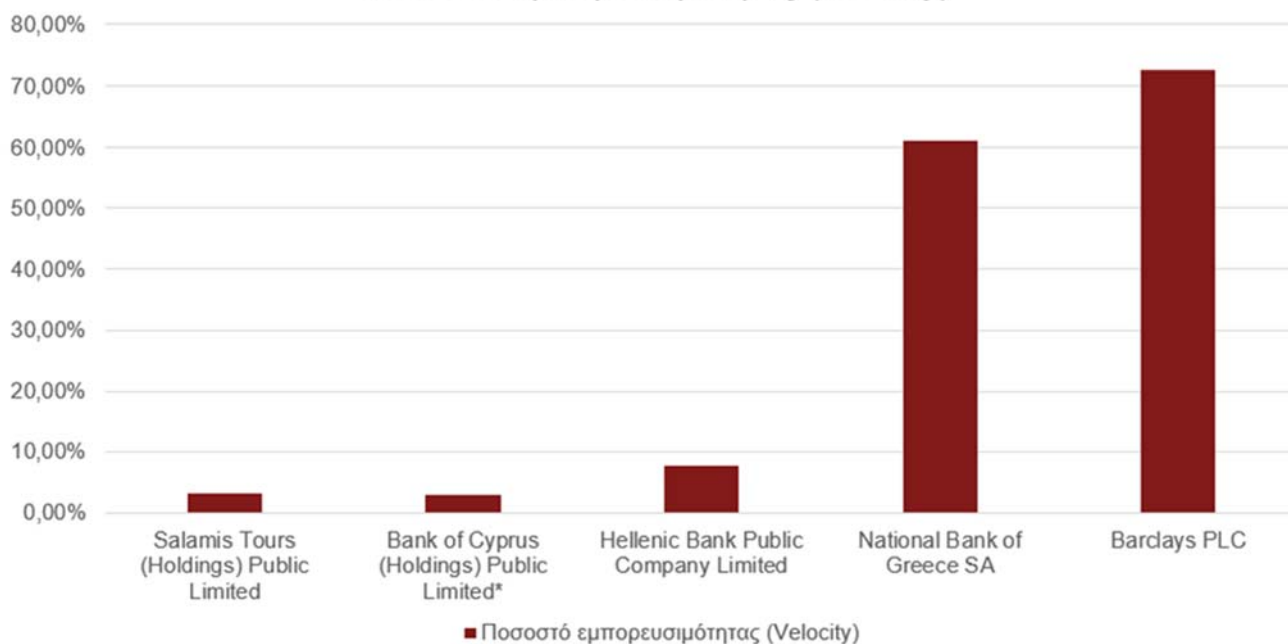
Περίοδος πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της οριστικής Απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης	Συνολικός Όγκος Συναλλαγών (Αρ. Μετοχών)	Μέσος Ημερήσιος Όγκος Συναλλαγών (Αρ. Μετοχών)	Ποσοστό Εμπορευσιμότητας (Velocity) ¹
12 μήνες	1.193.032	4.791	3,27%
9 μήνες	801.669	4.357	2,19%
6 μήνες	332.314	2.702	0,91%
5 μήνες	284.212	2.681	0,78%
4 μήνες	163.562	1.924	0,45%
3 μήνες	83.188	1.280	0,23%
2 μήνες	51.658	1.201	0,14%
1 μήνας	35.980	1.713	0,10%

Η Εμπορευσιμότητα αντιπροσωπεύει την ευκολία με την οποία μπορεί να προβεί ο μέτοχος σε αγορά και πώληση μετοχών μέσα σε συγκεκριμένα χρονικά πλαίσια. Ο παράγοντας της εμπορευσιμότητας είναι σημαντικός, ιδιαίτερα σε μικρές χρηματιστηριακές αγορές με χαμηλή ρευστότητα όπως η κυπριακή, αφού σε αρκετές περιπτώσεις:

- η εμπορευσιμότητα πολλών τίτλων κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα για παρατεταμένο χρονικό διάστημα, και
- μικρές πράξεις ενδέχεται να επιφέρουν σημαντική διαφοροποίηση στη χρηματιστηριακή αξία της επηρεαζόμενης μετοχής, χωρίς να υπάρχει ανάλογη διαφοροποίηση στην αξία των περιουσιακών στοιχείων ή/και ταμειακών ροών ή/και των επιχειρηματικών προοπτικών μιας εισηγμένης εταιρείας.

¹ Σημείωση: Το ποσοστό εμπορευσιμότητας (velocity) υπολογίζεται ως ο αριθμός των μετοχών που τυγχάνουν αγοραπωλησίας δια του συνολικού αριθμού μετοχών της Εταιρείας.

Ποσοστό εμπορευσιμότητας (Velocity)



*Σημειώνεται ότι το ποσοστό εμπορευσιμότητας της Τράπεζας Κύπρου (2,97%) όπως φαίνεται στο πιο πάνω διάγραμμα αφορά μόνο τον όγκο συναλλαγών στο ΧΑΚ, ενώ λαμβάνοντας υπόψη και τον όγκο συναλλαγών στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, το συνολικό ποσοστό εμπορευσιμότητας ήταν 17,65%.

Από το παραπάνω γράφημα, διαπιστώνεται ότι η μετοχή της Εταιρείας (όπως και η μετοχή της Τράπεζας Κύπρου και της Ελληνικής Τράπεζας που δίνονται σαν άλλα παραδείγματα μετοχών εισηγμένων στο ΧΑΚ) χαρακτηρίζονται από πολύ χαμηλή εμπορευσιμότητα, εάν συγκριθούν με άλλες μετοχές σε χρηματιστήρια με υψηλότερη εμπορευσιμότητα (στο γράφημα παρουσιάζεται ενδεικτικά η εμπορευσιμότητα της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας και της Barclays Bank για την ίδια περίοδο 12 μηνών).

2.2.2. Τιμή αγοράς των 6.401.520 μετοχών της Υπό Εξαγορά Εταιρείας

Ο Προτείνοντας αναφέρει τις συναλλαγές για αγορά 6.401.520 μετοχών από την E.V.H. Investments Limited, οι οποίες έγιναν στις 25 Σεπτεμβρίου 2018 με προσυμφωνημένες συναλλαγές αγοράς στο ΧΑΚ. Οι εν λόγω συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν στα €0,60 ανά μετοχή και ήταν σε καθαρά εμπορική βάση (arm's length), σύμφωνα με το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης από δύο πωλητές. Η προτεινόμενη αντιπαροχή των €0,60 για τους υπόλοιπους μετόχους βασίζεται στις εν λόγω συναλλαγές.

Οι πρόσφατες συναλλαγές στα €0,60 ανά μετοχή ως βάση για τον καθορισμό της προτεινόμενης αντιπαροχής, είναι μια αποδεκτή μέθοδος καθορισμού της αντιπαροχής. Εντούτοις, η εν λόγω μέθοδος παρουσιάζει το μειονέκτημα ότι δεν λαμβάνει υπόψη τις ιδιόζουσες συνθήκες των συναλλαγών και των πωλητών (δηλαδή τη ρευστοποίηση σημαντικού ποσοστού στην Εταιρεία από τον επενδυτή/πωλητή, τη χρηματοοικονομική κατάσταση καθώς και τα επενδυτικά πλάνα του επενδυτή/πωλητή) καθώς και το γεγονός ότι η εν λόγω συναλλαγή αφορά μόνο δύο επενδυτές.

Συμπέρασμα αναφορικά με τις δύο μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν

Παρόλο που η χρηματιστηριακή αξία και η τιμή αγοράς των 6.401.520 μετοχών της Υπό Εξαγοράς Εταιρείας από τον Προτείνοντα στις 25 Σεπτεμβρίου 2018 είναι αποδεκτές μέθοδοι για τον καθορισμό/αξιολόγηση της προτεινόμενης αντιπαροχής, θα πρέπει να ληφθούν και άλλοι παράγοντες, όπως η Καθαρή Αξία Ενεργητικού και η κερδοφορία της Υπό Εξαγοράς Εταιρείας.

2.2.3. Καθαρή αξία ενεργητικού ανά μετοχή

Η Καθαρή Αξία Ενεργητικού («ΚΑΕ») ανά μετοχή θεωρείται επίσης αποδεκτή μέθοδος καθορισμού/αξιολόγησης της προτεινόμενης Αντιπαροχής. Με βάση την ΚΑΕ, η αξία της Εταιρείας ισούται με το σύνολο της δίκαιης αξίας των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της Εταιρείας ενώ, η αξία αυτή διαιρούμενη με τον αριθμό των μετοχών της Εταιρείας δίνει την ΚΑΕ ανά μετοχή. Βασική παραδοχή για την χρήση της εν λόγω μεθόδου είναι ότι τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της Εταιρείας παρουσιάζονται σε δίκαιες αξίες.

Σημειώνεται ότι η PwC δεν πραγματοποίησε ανεξάρτητο οικονομικό έλεγχο (due diligence) επί της ΚΑΕ της Εταιρείας και δεν είναι σε θέση να επιβεβαιώσει κατά πόσο η ΚΑΕ, όπως αυτή παρουσιάζεται στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για τα έτη που έληξαν 31 Δεκεμβρίου 2015 μέχρι 2017 και στις μη ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για την περίοδο που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018, αντικατοπτρίζει τη δίκαιη και εύλογη αξία όλων των στοιχείων ενεργητικού κατά την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης.

Με βάση τις μη ελεγμένες ενδιάμεσες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για την εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018, η ΚΑΕ ανά μετοχή της Εταιρείας ανερχόταν στα €0,872. Με βάση τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2017, η ΚΑΕ ανά μετοχή της Εταιρείας ανερχόταν στα €0,866. Σημειώνεται ότι ΚΑΕ ανά μετοχή (πιο κάτω) έχει υπολογιστεί διαιρώντας το σύνολο ιδίων κεφαλαίων, εξαιρουμένων των μη ελεγχόμενων συμμετοχών, με το συνολικό αριθμό εκδομένων μετοχών κατά τις εν λόγω ημερομηνίες.

Καθαρό Ενεργητικό ανά μετοχή	31 Δεκεμβρίου 2017	30 Ιουνίου 2018
Συνολικός Αριθμός Μετοχών	36.529.137	36.529.137
Καθαρή Αξία Ενεργητικού	31.632.140	31.854.445
Καθαρό Ενεργητικό ανά μετοχή	0,866	0,872
% Διαφορά ΚΑΕ από την προτεινόμενη αντιπαροχή (έκπτωση)	-30,71%	-31,19%

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η ΚΑΕ είναι μεγαλύτερη από την προτεινόμενη αντιπαροχή κατά 31,19% κατά τις 30 Ιουνίου 2018.

Ένα κρίσιμο στοιχείο που θεωρούμε ότι θα πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την αξιολόγηση αποτελεί το γεγονός ότι αρκετά στοιχεία του ισολογισμού της Υπό Εξαγορά Εταιρείας είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα, αφού κατά τις 30 Ιουνίου 2018 σύμφωνα με τις μη ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας, το 54,70% της ΚΑΕ αποτελείτο από καθαρά ρευστά διαθέσιμα (δηλαδή €17,4 εκ. μετά την αφαίρεση του δανεισμού και του πληρωτέου μερίσματος κατά την εν λόγω ημερομηνία).

	30 Ιουνίου 2018
Καθαρή Αξία Ενεργητικού	31.854.445
Από αυτά - Μετρητά στην τράπεζα και στο ταμείο	19.916.183
Αναπροσαρμογή για αφαίρεση υποχρεώσεων (δανεισμός και πληρωτέο μέρος)	(2.490.781)
Καθαρά Μετρητά στην τράπεζα και στο ταμείο	17.425.402
% καθαρών ρευστών διαθέσιμων σε σχέση με την ΚΑΕ	54,70%
% καθαρών ρευστών διαθέσιμων σε σχέση με την προτεινόμενη αντιπαροχή (€21,9 εκ.)	79,50%

Η έκπτωση της τάξεως του 31,19% είναι ακόμη πιο σημαντική, αν ληφθεί υπόψη ότι από τα €31.9 εκ. της ΚΑΕ, τα €17.4 εκ. είναι καθαρά ρευστά διαθέσιμα στις 30/06/2018. Δεδομένου ότι τα συσσωρευμένα κέρδη στις 30/06/2018 ανέρχονταν περίπου στα €11,6 εκ. και μπορούν να διανεμηθούν άμεσα στους μετόχους της Εταιρείας ως μέρισμα, και το υπόλοιπο των ρευστών διαθεσίμων μπορεί να διανεμηθεί μέσα στα επόμενα 1-2 έτη (με την προϋπόθεση ότι θα συνεχιστεί η κερδοφορία του Συγκροτήματος), θεωρούμε ότι η σημαντική έκπτωση της προτεινόμενης αντιπαροχής ως προς την ΚΑΕ δεν φαίνεται να δικαιολογεί και να υποστηρίζει ότι η προτεινόμενη αντιπαροχή είναι δίκαιη και εύλογη.

2.2.4. Άλλες μεθόδους

2.2.4.1. Προσέγγιση Αγοράς

Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, η προτεινόμενη αντιπαροχή καθορίζεται με βάση τη σύγκριση της Εταιρείας με εισηγμένες εταιρείες που έχουν παρόμοιες δραστηριότητες στον τομέα, τόσο στην Κύπρο όσο και στο εξωτερικό.

Με βάση την εμπειρία μας, οι πιο κάτω πολλαπλασιαστές θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τον καθορισμό της προτεινόμενης αντιπαροχής:

- Επιχειρηματική Αξία / Πωλήσεις (EV/Sales)
- Επιχειρηματική Αξία / ΚΙΠΤΦΑ (EV/EBITDA)

Η Επιχειρηματική Αξία (η «ΕΑ») είναι η αξία των δραστηριοτήτων της εταιρείας τόσο για τους μετόχους, όσο και για τους δανειοδότες. Η αξία των μετοχών προκύπτει μετά από αναπροσαρμογές της ΕΑ για τον δανεισμό της εταιρείας και μετά από πρόσθεση / αφαίρεση της αγοραίας αξίας πλεοναζόντων περιουσιακών στοιχείων / υποχρεώσεων που ανήκουν στην εταιρεία.

Στον πιο κάτω πίνακα, η ΕΑ της Εταιρείας φαίνεται ότι ανέρχεται σε €4,5 εκ., χρησιμοποιώντας την προτεινόμενη αντιπαροχή όπως αναφέρεται στο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης και αφαιρώντας τα καθαρά ρευστά διαθέσιμα όπως αυτά παρουσιάζονται στις μη ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για την εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018. Συνολπικά, αφαιρώντας τα καθαρά ρευστά διαθέσιμα τα οποία δεν είναι μέρος της ΕΑ αλλά θεωρούνται πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία, η επιχείρηση, έχει αξία €4,5εκ με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή.

Υπολογισμός Επιχειρηματικής Αξίας	30 Ιουνίου 2018
Προτεινόμενη αντιπαροχή (€ ανά μετοχή)	0,60
Αριθμός Μετοχών	36.529.137
Αξία Μετοχών (Equity Value)	21.917.482
Προσαρμογή για πλεονάζον στοιχείο ενεργητικού (ρευστά άμεσα διαθέσιμα για βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (δανεισμός και πληρωτέο μέρισμα))	(17.425.402)
Επιχειρηματική αξία (Enterprise Value)	4.492.080

Όπως φαίνεται στον πιο κάτω πίνακα, με βάση την ΕΑ των €4,5εκ. όπως αυτή προκύπτει από την προτεινόμενη αντιπαροχή και τον μέσο όρο 3 ετών του ΚΠΤΦΑ (γύρω στα €7,2εκ. ετησίως), ο πολλαπλασιαστής (ΕΑ/ΚΠΤΦΑ) για την Εταιρεία ανέρχεται σε 0.628 (λαμβάνοντας υπόψη τα αναπροσαρμοσμένα αποτελέσματα για το 2016). Επίσης, με βάση την υπολογιζόμενη ΕΑ των €4,5εκ. και τον μέσο όρο 3 ετών του Κύκλου Εργασιών, ο πολλαπλασιαστής (ΕΑ/ΚΕ) για την Εταιρεία ανέρχεται σε 0.112 (λαμβάνοντας υπόψη τα αναπροσαρμοσμένα αποτελέσματα για το 2016).

	2015	2016	2017	Μέσος όρος 3 ετών	ΕΑ / ΚΠΤΦΑ (EV/EBITDA) βάσει τον μέσο όρο 3 ετών
Κέρδος από εργασίες προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (το «ΚΠΤΦΑ»)	7.105.099	4.300.616	8.083.961	6.496.559	0,691
Αναπροσαρμοσμένο* Κέρδος από εργασίες προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων	7.105.099	6.262.064	8.083.961	7.150.375	0,628

	2015	2016	2017	Μέσος όρος 3 ετών	ΕΑ / ΚΕ (EV/Sales) βάσει τον μέσο όρο 3 ετών
Κύκλος Εργασιών (από ελεγμένες Καταστάσεις Αποτελεσμάτων) (ο «ΚΕ»)	36.492.431	39.245.144	44.117.367	39.951.647	0,112
Αναπροσαρμοσμένος* Κύκλος Εργασιών	36.492.431	39.664.215	44.117.367	40.091.338	0,112

Έχουμε συλλέξει συγκριτικά αποτελέσματα για εισηγμένες εταιρείες από τις πλατφόρμες χρηματοοικονομικών δεδομένων όπως Bloomberg και Capital IQ, χρησιμοποιώντας τα πιο κάτω κριτήρια:

- Γεωγραφική περιοχή: Ευρώπη
- Τομέας: Ναυτιλιακά, Φορτώσεις, Διεθνείς Μεταφορές και Τουρισμός
- Χρηματιστηριακή Αξία / Κεφαλαιοποίηση: < €100.000.000

Τα αποτελέσματα της άσκησης μας παρουσιάζονται στον πιο κάτω πίνακα:

Όνομα Εταιρείας	Επιχειρηματική Αξία /ΚΠΤΦΑ (EV/EBITDA)	Επιχειρηματική Αξία / Πωλήσεις (EV/Sales)
HAMMONIA Schiffsholding AG	2,203	1,291
Global Ship Lease, Inc.	4,176	2,848
Public Joint-Stock North-Western Shipping Company	4,739	0,914
Belships ASA	5,405	3,869
Reysas Ticaret AS	6,405	2,065
Pallas Group AB (publ)	6,472	2,157
Wilson ASA	6,878	1,405
Makosped Skopje	8,116	0,706
Losinjska Plovidba Hol DD	9,656	1,049
Tankerska Next Generation DD	9,832	3,860
Atlantska Plovidba DD	10,003	4,467
Top Ships Inc	10,442	1,984
Μέσος όρος	7,027	2,218
Κατώτατη τιμή	2,203	0,706
Ανώτατη τιμή	10,442	4,467

Σύμφωνα με τα στοιχεία που έχουμε συλλέξει (βλέπε αποτελέσματα στον πιο πάνω πίνακα), τόσο ο πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΠΦΑ όσο και ο πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΕ της Υπό Εξαγορά Εταιρείας κατά τις 30 Ιουνίου 2018 με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή των €0.60 ανά μετοχή και το μέσο όρο του ΚΕ καθώς και του ΚΠΦΤΑ για τα τρία έτη 2015-2017 είναι πολύ χαμηλότεροι ακόμη και από τις κατώτατες τιμές των εν λόγω πολλαπλασιαστών που παρατηρούνται στην αγορά.

Η χρήση πολλαπλασιαστών ως μέθοδος αποτίμησης έχει επίσης μειονεκτήματα λόγω του ότι δεν αναλύονται τα οικονομικά αποτελέσματα της συγκεκριμένης εταιρείας, αλλά χρησιμοποιούνται δείκτες αγοράς που αφορούν άλλες εταιρείες οι οποίες ενδέχεται να μην είναι εντελώς συγκρίσιμες. Ωστόσο, είναι τόσο εμφανής η διαφορά των πολλαπλασιαστών με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή των €0.60 σε σχέση με δείκτες άλλων εταιρειών που επίσης επηρεάζει αρνητικά τη γνώμη μας κατά πόσον η προτεινόμενη αντιπαροχή είναι δίκαιη και εύλογη.

2.2.4.2. Προσέγγιση Εισοδήματος

Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, η προτεινόμενη αντιπαροχή καθορίζεται με βάση την αξία των ταμειακών ροών που μια εταιρεία αναμένεται να πραγματοποιήσει στο μέλλον. Σύμφωνα με τη Διεύθυνση της Εταιρείας, η κερδοφορία της Υπό Εξαγορά Εταιρείας αναμένεται να συνεχιστεί στο μέλλον, αλλά στην απουσία αναλυτικών προβλέψεων ταμειακών ροών, η χρήση αυτής της μεθόδου δεν ήταν εφικτή.

3. Συμπεράσματα

Στην Έκθεση αξιολόγησης έχει εξεταστεί η βάση καθορισμού καθώς και το ύψος της προτεινόμενης αντιπαροχής ύψους €0,60 ανά μετοχή, που έχει υποβάλει η E.V.H. Investments Limited για κάθε μετοχή της Salamis Tours (Holdings) Public Limited.

3.1. Δημόσια Πρόταση από τον Προτείνοντα

Για τον καθορισμό της προτεινόμενης αντιπαροχής σύμφωνα με το Έγγραφο Δημόσιας Προσφοράς, ο Προτείνοντας έλαβε υπόψη τους πιο κάτω παράγοντες:

- την τιμή αγοράς των 6.401.520 μετοχών από τον Προτείνοντα, η οποία έγινε στις 25 Σεπτεμβρίου 2018 με προσυμφωνημένες συναλλαγές αγοράς στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου («ΧΑΚ»). Οι εν λόγω συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν στα €0,60 και ήταν σε καθαρά εμπορική βάση (arm's length), σύμφωνα με το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης,
- τον μέσο όρο τιμής κλεισίματος της Εταιρείας για τους 12 μήνες που προηγήθηκαν της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης για διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης ο οποίος ήταν €0,466. Επίσης, την τιμή κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας στο ΧΑΚ για περίοδο 12 μηνών που προηγείται της ανακοίνωσης της οριστικής Απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης η οποία κυμάνθηκε από €0,330 μέχρι €0,630,
- τον όγκο συναλλαγών στο ΧΑΚ της Εταιρείας για τις περιόδους μέχρι 12 μηνών που προηγήθηκαν της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης για διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης,
- την καθαρή αξία ενεργητικού (η «Καθαρή Αξία Ενεργητικού» ή η «ΚΑΕ») ανά μετοχή της Εταιρείας στις 30 Ιουνίου 2018, 31 Δεκεμβρίου 2017 και 31 Δεκεμβρίου 2016. Με βάση τις μη ελεγμένες συνοπτικές ενδιάμεσες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για την εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018, η ΚΑΕ ανά μετοχή της Εταιρείας διαμορφώθηκε στα €0,872. Με βάση τις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2017, η ΚΑΕ ανά μετοχή της Εταιρείας διαμορφώθηκε στα €0,866 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2017 και στα €0,795 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2016.

Σύμφωνα με το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνοντας αφού έλαβε υπόψη μεταξύ άλλων και τα πιο πάνω καθόρισε την προτεινόμενη αντιπαροχή στα €0,60 ανά μετοχή.

3.2. Σχολιασμός και αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης

Λαμβάνοντας υπόψη την ανάλυση που παρουσιάζεται στην Ενότητα 2 της Έκθεσης μας, παραθέτουμε πιο κάτω τα σημαντικά σημεία που πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά την **αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης**:

- **Χρηματιστηριακή Αξία**
 - Η μέθοδος αυτή είναι μία εκ των αποδεκτών μεθόδων υπολογισμού της αξίας της προτεινόμενης αντιπαροχής.
 - Παρ' όλο που η μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας, για τις περιόδους μέχρι 12 μηνών πριν την διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης ήταν χαμηλότερη από την προτεινόμενη αντιπαροχή, πρέπει να ληφθεί υπόψη η πολύ χαμηλή εμπορευσιμότητα/ρευστότητα της μετοχής της Υπό Εξαγοράς Εταιρείας στο ΧΑΚ, η οποία υποδηλώνει ότι η τιμή της μετοχής ενδέχεται να μην είναι αντιπροσωπευτική της αξίας της Εταιρείας.
 - Σύμφωνα με την Χρηματιστηριακή Αξία της μετοχής, η προτεινόμενη αντιπαροχή είναι μεγαλύτερη κατά 28.76% σε σχέση με τον μέσο όρο κλεισίματος της τιμής της μετοχής της Εταιρείας τους τελευταίους 12 μήνες όπου υπήρξε χρηματιστηριακή συναλλαγή.

- **Τιμή συναλλαγής για την αγορά 6.401.520 μετοχών από τον Προτείνοντα ήταν €0,60 ανά μετοχή**
 - Δεδομένου ότι η συναλλαγή έγινε σε καθαρή εμπορική συναλλαγή (arm's length) σύμφωνα με το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης, θα μπορούσε να είναι μια εκ των αποδεκτών μεθόδων υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής.
 - Σημειώνεται όμως ότι η συναλλαγή αυτή έγινε με δύο επενδυτές και δεν λαμβάνει υπόψη τις ιδιάζουσες συνθήκες των συναλλαγών και των πωλητών (δηλαδή τη ρευστοποίηση σημαντικού ποσοστού στην Εταιρεία από τον επενδυτή/πωλητή, τη χρηματοοικονομική κατάσταση καθώς και τα επενδυτικά πλάνα του επενδυτή/πωλητή).
- **Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή**
 - Η ΚΑΕ ανά μετοχή θεωρείται αποδεκτή σαν μέθοδος αξιολόγησης της προτεινόμενης αντιπαροχής.
 - Η έκπτωση στην ΚΑΕ ανά μετοχή είναι σημαντική (31,19%). Η έκπτωση είναι ακόμη πιο σημαντική, αν ληφθεί υπόψη ότι από τα €31.9 εκ. της ΚΑΕ, τα €17.4 εκ. είναι καθαρά ρευστά διαθέσιμα. Δεδομένου ότι τα συσσωρευμένα κέρδη στις 30/06/2018 ανέρχονταν περίπου στα €11,6 εκ. και μπορούν να διανεμηθούν άμεσα στους μετόχους της Εταιρείας ως μερίσματα, και το υπόλοιπο των ρευστών διαθεσίμων μπορεί να διανεμηθεί μέσα στα επόμενα 1-2 έτη (με την προϋπόθεση ότι θα συνεχιστεί η κερδοφορία του Συγκροτήματος), θεωρούμε ότι η σημαντική έκπτωση της προτεινόμενης αντιπαροχής ως προς την ΚΑΕ δεν φαίνεται να δικαιολογείται και κατ'ελέκταση, η μέθοδος δεν φαίνεται να υποστηρίζει ότι η προτεινόμενη αντιπαροχή είναι δίκαιη και εύλογη.
- **Μέθοδος αγοράς**
 - Η μέθοδος αγοράς θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί από τον Προτείνοντα ως πρόσθετη μέθοδος, δεδομένης της διαχρονικής κερδοφορίας (τουλάχιστον για την περίοδο 2015-2018) της Εταιρείας.
 - Η ΕΑ της Εταιρείας στις 30 Ιουνίου 2018, όπως προκύπτει από την προτεινόμενη αντιπαροχή των €0,60 ανά μετοχή, ανέρχεται σε €4,5εκ. (αφαιρώντας τα καθαρά ρευστά διαθέσιμα, η επιχείρηση φαίνεται να αποτιμάται στα €4,5εκ με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή).
 - Σύμφωνα με τα στοιχεία που έχουμε συλλέξει, τόσο ο πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΠΤΦΑ (0,628) όσο και ο πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΕ (0,112) της Υπό Εξαγορά Εταιρείας για τα έτη 2015-2017 με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή των €0.60 ανά μετοχή είναι πολύ χαμηλότεροι από τις κατώτατες τιμές των εν λόγω πολλαπλασιαστών συγκρίσιμων εταιρειών.
 - Παρ'όλο που η χρήση πολλαπλασιαστών παρουσιάζει μειονεκτήματα κυρίως λόγω έλλειψης συγκρισιμότητας των εταιρειών, είναι τόσο εμφανής η διαφορά των πολλαπλασιαστών με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή των €0.60 σε σχέση με δείκτες άλλων εταιρειών που επίσης επηρεάζει αρνητικά τη γνώμη μας κατά πόσον η προτεινόμενη αντιπαροχή είναι δίκαιη και εύλογη.

3.3. Συμπέρασμα

- Παρόλο που η χρηματιστηριακή αξία και η τιμή αγοράς των 6.401.520 μετοχών της Υπό Εξαγοράς Εταιρείας από τον Προτείνοντα στις 25 Σεπτεμβρίου 2018 είναι αποδεκτές μέθοδοι για τον καθορισμό/αξιολόγηση της προτεινόμενης αντιπαροχής, οι εν λόγω μέθοδοι δεν λαμβάνουν υπόψη τις συνθήκες της αγοράς του ΧΑΚ (δηλαδή της χαμηλής εμπορευσιμότητας) καθώς και σημαντικούς παράγοντες όπως την ΚΑΕ και την κερδοφορία της Εταιρείας. Επομένως, οι αξίες στις οποίες οι εν λόγω μέθοδοι καταλήγουν δεν φαίνονται να είναι αντιπροσωπευτικές της αξίας της Εταιρείας. Δεδομένων των συνθηκών της αγοράς και της κερδοφορίας/οικονομικής θέσης της Εταιρείας, η γνώμη μας είναι ότι η χρήση άλλων μεθόδων όπως η ΚΑΕ, η προσέγγιση αγοράς και η προσέγγιση εισοδήματος δίνουν πιο αντιπροσωπευτικές αξίες για την Εταιρεία.
- Λαμβάνοντας υπόψη τα δεδομένα της Εταιρείας αναφορικά με τα καθαρά στοιχεία ενεργητικού και την κερδοφορία της Εταιρείας, η γνώμη μας είναι ότι η προτεινόμενη αντιπαροχή των €0,60 ανά μετοχή **δεν είναι δίκαιη και εύλογη** κατά την ημερομηνία διατύπωσης της Δημόσιας Πρότασης.

4. Ερμηνεία όρων

Όρος	Ερμηνεία
«Salamis Tours (Holdings) Public Limited», «Υπό Εξαγορά Εταιρεία», «η Εταιρεία»	Η εταιρεία Salamis Tours (Holdings) Public Limited με αριθμό εγγραφής HE 95066.
«Ανακοίνωση Οριστικής Απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης»	Η ανακοίνωση για την διενέργεια υποχρεωτικής Δημόσιας Πρότασης για απόκτηση μέχρι και του 100% του εκδομένου μετοχικού κεφαλαίου της Salamis ημερομηνίας 25 Σεπτεμβρίου 2018.
«Δημόσια Πρόταση»	Η Δημόσια Πρόταση σύμφωνα με το άρθρο 2 του περί Δημοσίων Προτάσεων Εξαγοράς Νόμου του 2007 ως τροποποιήθηκε, υπό τους όρους και προϋποθέσεις που περιλαμβάνονται στο παρόν έγγραφο, που διατυπώνει η E.V.H. Investments Limited για να αποκτήσει μέχρι και το 100% του εκδομένου μετοχικού κεφαλαίου της Salamis Tours (Holdings) Public Limited.
«Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης»	Το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 30ης Οκτωβρίου 2018 το οποίο συντάχθηκε σύμφωνα με τον περί Δημοσίων Προτάσεων Εξαγοράς Νόμο του 2007 ως τροποποιήθηκε και την Οδηγία ΟΔ41-2007-03 του 2012 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αναφορικά με το περιεχόμενο του Εγγράφου Δημόσιας Πρότασης.
«Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς»	σημαίνει το νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου το οποίο συστάθηκε και λειτουργεί δυνάμει του περί Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Κύπρου (Σύσταση και Αρμοδιότητες) Νόμου του 2009.
«μετοχές»	Σημαίνει τις συνήθεις μετοχές της Salamis Tours (Holdings) Public Limited ονομαστικής αξίας €0,43 η κάθε μία.
«Νόμος»	Σημαίνει τον περί Δημοσίων Προτάσεων Εξαγοράς Νόμο του 2007 ως τροποποιήθηκε.
«Προτείνοντας», «Προτείνων», «E.V.H. Investments Limited», «E.V.H. Investments», «E.V.H.»	Η εταιρεία E.V.H. Investments Limited με αριθμό εγγραφής HE 106064 η οποία υποβάλλει την Δημόσια Πρόταση.
«Συγκρότημα»	Το Συγκρότημα που αποτελείται από την Υπό Εξαγορά Εταιρεία και όλες τις θυγατρικές της Υπό Εξαγορά Εταιρείας.
«ΧΑΚ»	Το Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου.
«€»	Το νόμιμο νόμισμα των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Ευρώ, που υιοθέτησαν το ενιαίο νόμισμα σύμφωνα με την συνθήκη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.