

**ΓΕΝΙΚΑ****4. Σύντομο ιστορικό της Εταιρείας****4.1 Ίδρυση – Έδρα – Διάρκεια**

Η Εταιρεία **"ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ."**, πρώην **"ΑΛΚΑΡ Α.Ε.Μ.Ε.Τ."**, ιδρύθηκε το έτος 1926, ως Ανώνυμη Εταιρεία με την επωνυμία **"ΕΛΛΗΝΙΚΟΙ ΗΛΕΚΤΡΙΚΟΙ ΣΙΔΗΡΟΔΡΟΜΟΙ Α.Ε."**, βάσει Καταστατικού το οποίο καταχωρήθηκε στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών με ΑΡ.ΜΑ.Ε. 6019/06/Β/86/150 (ΦΕΚ 114/14.04.1926). Η αλλαγή της επωνυμίας στην παρούσα μορφή της καταχωρήθηκε την 16/7/2003 στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών του Υπουργείου Ανάπτυξης.

Η Εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) από την 2/1/1928. Την 10/8/1999, σύμφωνα με σχετική απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., αποφασίσθηκε η αναστολή της διαπραγμάτευσης της μετοχής της Εταιρείας, καθεστώς στο οποίο η Εταιρεία βρίσκεται έως και σήμερα.

Έδρα της Εταιρείας είναι ο Δήμος Αλίμου Αττικής και τα γραφεία της βρίσκονται επί της οδού Σολωμού 24.

Η διάρκεια της Εταιρείας έχει ορισθεί έως και την 31 Δεκεμβρίου 2080.

**4.2 Σκοπός**

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Καταστατικού:

"Σκοπός της Εταιρείας είναι: (α) Η εκμετάλλευση γενικά κάθε μέσου μεταφοράς, η ίδρυση και εκμετάλλευση σταθμών αυτοκινήτων, ξενοδοχείων, λουτρών και ψυχαγωγικών κέντρων, η ίδρυση άλλων εταιρειών, η συμμετοχή σε ιδρυθησόμενες ή υφιστάμενες εταιρείες και η απόκτηση κάθε είδους χρεογράφων, (β) Η Παραγωγή, διάθεση και εκμετάλλευση ηλεκτρικής ενέργειας από ήπιες και ανανεώσιμες πηγές, καθώς και η εγκατάσταση και λειτουργία σταθμών παραγωγής και διάθεσης ηλεκτρικής ή άλλης μορφής

ενέργειας από την εκμετάλλευση ήπιων και ανανεώσιμων πηγών και (γ) Η άσκηση κτηματικών, ως και ξενοδοχειακών-τουριστικών επιχειρήσεων, ειδικότερα δε η αγορά, ανέγερση, μίσθωση, εκμίσθωση, υπομίσθωση και εκμετάλλευση ακινήτων, ξενοδοχείων, τουριστικών εγκαταστάσεων και κέντρων παραθερισμού, τουριστικών πλοίων και λοιπών εν γένει τουριστικών μέσων μεταφοράς προσώπων, καθώς και η άσκηση δραστηριοτήτων αναφορικά με την ίδρυση, λειτουργία, έλεγχο, διαχείριση και εκμετάλλευση Καζίνο".

#### 4.3 Μετοχικό Κεφάλαιο - Μέτοχοι

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας κατά την 20/7/2003 ανερχόταν σε € 4.162,50 χιλ., αποτελούμενο από 13.875.000 μετοχές ονομαστικής αξίας € 0,30 εκάστη. Στην Έκτακτη Γενική Συνέλευση της 9/3/2000 ανακοινώθηκε ότι οι κ.κ. Κωνσταντίνος Στέγγος και Ιωάννης Βαρδινογιάννης απέκτησαν από τους αδελφούς Στεφανή πλειοψηφικό ποσοστό 50,17 % των μετοχών της Εταιρείας, ήτοι 1.392.210 μετοχές (από 696.105 μετοχές έκαστος). Η μετοχική σύνθεση της Εταιρείας (μέτοχοι που εκπροσωπούσαν ποσοστό μεγαλύτερο του 1 %) κατά την παραπάνω Έκτακτη Γενική Συνέλευση είχε ως ακολούθως:

ΜΕΤΟΧΟΙ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ
Ιωάννης Στεφανής	1.114.100	40,00 %
Βασίλειος Στεφανής	282.210	10,17 %
Ιωάννης Αλλαγιάννης	137.090	4,94 %
Αθανάσιος Μαγγιώρος	93.670	3,38 %
Κωνσταντίνος Χάρακας	77.320	2,79 %
Ελένη Ξανθούλη	75.790	2,73 %
Κοσμάς Σεραφετινίδης	46.850	1,69 %
Παναγιώτης Κοντογεώργος	44.730	1,61 %
Σωτήριος Πίντζος	43.000	1,55 %
Ανδρέας Εμπειρικός	41.370	1,49 %
Βασιλική Μούντουρα	33.430	1,20 %

Λάμπρος Κώτσερης	38.700	1,39 %
Χρήστος Μαινός	37.870	1,36 %
Αικατερίνη Μήλιου	35.000	1,26 %
Αριστείδης Μαγγιώρος	33.590	1,21 %
Θεόδωρος Βλάχος	31.000	1,12 %
Επενδυτικό Κοινό	609.280	21,96 %
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>2.775.000</b>	<b>100,00 %</b>

Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2002 εταιρείας ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ.

##### **5. Στοιχεία στα οποία βασίστηκε η αποτίμηση**

- Οι δημοσιευμένες Οικονομικές Καταστάσεις της Εταιρείας για τις χρήσεις 1/1-31/12/1999, 1/1-31/12/2000, 1/1-31/12/2001 και 1/1-31/12/2002.
- Τα Πιστοποιητικά Ελέγχου των Τακτικών Ελεγκτών της Εταιρείας για τις χρήσεις 1/1-31/12/1999, 1/1-31/12/2000, 1/1-31/12/2001 και 1/1-31/12/2002.
- Η Λογιστική Κατάσταση της περιόδου 1/1-20/7/2003 την οποία συνέταξε η Διοίκηση της Εταιρείας για το σκοπό της παρούσας αποτιμήσεως.
- Η απόφαση των Διοικήσεων των εταιρειών **"ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ."** και **"ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."**, σύμφωνα με την οποία έχει αποφασισθεί η συγχώνευση αυτών με απορρόφηση της δεύτερης εταιρείας από την πρώτη, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2166/1993 και του Κ.Ν. 2190/1920.
- Οι πληροφορίες, οι διευκρινήσεις και τα στοιχεία που μας παρείχε η Διοίκηση της Εταιρείας, τα οποία θεωρήσαμε ότι είναι ακριβή και ότι αντικατοπτρίζουν την πραγματική οικονομική θέση της Εταιρείας, έγγραφα και παραστατικά που τέθηκαν υπόψη μας, καθώς και συγκεκριμένες

παραδοχές και επί μέρους εκτιμήσεις που περιγράφονται στη συνέχεια τις εκθέσεώς μας.

Πέρα των ανωτέρω, λόγω του ότι:

- ο Η Εταιρεία σήμερα βρίσκεται σε καθεστώς αναστολής διαπραγμάτευσης των μετοχών της στο Χ.Α.Α.
- ο Η Εταιρεία δεν εμφανίζει σημαντική δραστηριότητα ως εταιρεία συμμετοχών
- ο Η Διοίκηση της Εταιρείας δεν έθεσε στη διάθεσή μας Business Plan στο οποίο να παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις αυτής σχετικά με την πορεία της Εταιρείας στο μέλλον,

η αποτίμηση δεν βασίστηκε στην παραδοχή ότι η Εταιρεία θα συνεχίσει κανονικά τη δραστηριότητά της.

## **6. Μεθοδολογία αποτιμήσεως**

Η εργασία αποτιμήσεως της αξίας της Εταιρείας "**ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ.**" αποτελείται από τέσσερα βασικά στάδια:

Κατά το **πρώτο στάδιο** γίνεται συνοπτική παρουσίαση των μεθόδων αποτίμησης και επιλογή των πιο κατάλληλων, για την αποτίμηση της Εταιρείας.

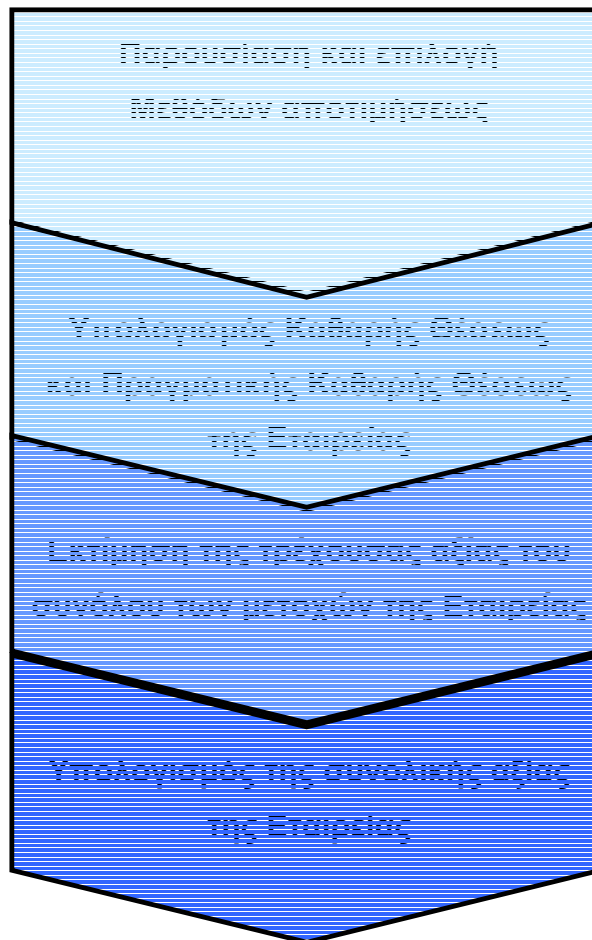
Κατά το **δεύτερο στάδιο** προσδιορίσθηκε η Καθαρή Θέση και η Πραγματική Καθαρή Θέση της Εταιρείας κατά την 20/7/2003.

Κατά το **τρίτο στάδιο** επιχειρήθηκε η εκτίμηση της τρέχουσας αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας, πάντα υπό το πρίσμα του καθεστώτος αναστολής διαπραγματεύσεως των μετοχών της και τις επικείμενης συγχωνεύσεως της με την εταιρεία "**ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.**".

Κατά το **τέταρτο** και τελευταίο **στάδιο** υπολογίστηκε η συνολική αξία της Εταιρείας, σύμφωνα με τη μέθοδο αποτιμήςεως που επιλέξαμε και εξετάσθηκε η αντικειμενικότητα των αποτελεσμάτων.

Τα τέσσερα ως άνω στάδια παρουσιάζονται συνοπτικά από τον ακόλουθο **ΠΙΝΑΚΑ Β**:

**ΠΙΝΑΚΑΣ Β:** Τα στάδια της αποτιμήςεως



**ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΩΣ****7. Μέθοδοι αποτιμήςεως επιχειρήσεων**

Στο παρόν Κεφάλαιο της Εκθέσεως αναφέρονται οι πλέον παραδεκτές μέθοδοι αποτιμήςεως μιας επιχειρήσεως σε λειτουργία, οι οποίες είναι οι εξής:

- ◆ Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- ◆ Η μέθοδος του οικονομικού κέρδους
- ◆ Η μέθοδος των δεικτών κεφαλαιαγοράς
- ◆ Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- ◆ Η μέθοδος της υπερπροσόδου
- ◆ Η μέθοδος της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς

Κάθε μία από αυτές τις μεθόδους περιγράφεται συνοπτικά στη συνέχεια και τέλος γίνεται η επιλογή των πλέον καταλλήλων για την παρούσα αποτίμηση.

**7.1 Μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών**

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, που χρησιμοποιείται ευρύτατα, βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση του μελλοντικού εισοδήματος των μετόχων της, δηλαδή από την ικανότητά της να αποφέρει κέρδη με την μορφή "ταμειακών ροών" που μπορούν να διατεθούν στους μετόχους της, αφού ληφθούν υπόψη οι ανάγκες που απαιτούνται για τη λειτουργία και την ανάπτυξη της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η αξία μίας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών ροών που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας (Continuing value) της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Πιο συγκεκριμένα η αξία της επιχείρησης, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, προσδιορίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της πρώτης περιόδου της πρόβλεψης} + \text{Παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών της εναπομεινάσης χρονικής περιόδου (υπολειμματική αξία)}$$

Εφόσον η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται στην συνήθη παραγωγική διαδικασία, η αξία των περιουσιακών αυτών στοιχείων προστίθεται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων. Αντίστοιχα, εφόσον έχουν χορηγηθεί δάνεια προς την επιχείρηση, η αξία αυτών αφαιρείται από την αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων, προκειμένου να υπολογιστεί η συνολική αξία αυτής.

Τα ανωτέρω συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

**ΠΙΝΑΚΑΣ Β: Συνολική αξία επιχείρησης**

	Άθροισμα προεξοφλημένων ταμειακών ροών πρώτης περιόδου της πρόβλεψης
+	Προεξοφλημένη υπολειμματική αξία επιχείρησης
+	Αξία μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων
-	Αξία βραχυπροθέσμου και μακροπροθέσμου δανεισμού
=	Συνολική αξία επιχείρησης

Η αναγωγή των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών στο παρόν (προεξόφληση) γίνεται με έναν συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής, έναντι των άλλων μεθόδων, είναι τα εξής:

- Αξιολογεί την επιχείρηση σαν ζωντανό οργανισμό, ανεξάρτητα από τα περιουσιακά στοιχεία που την αποτελούν.
- Στηρίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και όχι στις αποδόσεις των παρελθόντων ετών.
- Λαμβάνει υπόψη της τη φορολογία του εισοδήματος που αλλοιώνει σημαντικά την εικόνα της απόδοσης.
- Λαμβάνει υπόψη την κατάσταση της αγοράς και την ενσωματώνει στο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Τέλος απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή της μεθόδου είναι η αναμενόμενη ύπαρξη κερδών της επιχείρησης. Αν, ωστόσο, τα κέρδη είναι πολύ μικρά, είναι ενδεχόμενο η αξία της επιχείρησης να εκτιμηθεί ότι είναι μικρότερη από την καθαρή περιουσιακή θέση αυτής.

### **Ορισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF)**

Σύμφωνα με τα όσα προαναφέρθηκαν, η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών ορίζει ότι η αξία μίας επιχείρησης ισούται με το άθροισμα των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που θα πραγματοποιήσει η επιχείρηση στο μέλλον, προεξοφλώντας το άθροισμα αυτό με ένα συντελεστή το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων (riskiness) που αναλαμβάνει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Στη διεθνή πρακτική, ως πιο αντιπροσωπευτικό μέγεθος της ταμειακής ροής μίας επιχείρησης χρησιμοποιείται η έννοια της **ελεύθερης ταμειακής ροής της μη -μοχλευομένης επιχείρησης** (free cash flow of the unlevered firm), η οποία ορίζεται ως εξής:



**ΠΙΝΑΚΑΣ Γ: Ορισμός της ελεύθερης ταμειακής ροής**

	Καθαρά λειτουργικά αποτελέσματα προ τόκων και μετά φόρων
+	αποσβέσεις χρήσεως
-	Ακαθάριστη επένδυση εντός της χρήσεως
=	Ελεύθερη ταμειακή ροή της μη- μοχλευομένης Επιχείρησης

**7.2 Μέθοδος του οικονομικού κέρδους**

Σύμφωνα με τη μέθοδο του οικονομικού κέρδους (economic profit), η αξία της επιχείρησης ισούται με το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου (invested capital) πλέον μίας προσαυξήσεως (premium) η οποία ισούται με την παρούσα αξία της αξίας η οποία εκτιμάται ότι θα δημιουργηθεί από την Επιχείρηση στο μέλλον.

Το οικονομικό κέρδος μετρά την αξία που δημιουργείται από μία επιχείρηση σε μία δεδομένη χρονική περίοδο και ορίζεται ως κάτωθι:

$$\text{Οικονομικό κέρδος} = \text{Ε.Κ.} \times (\text{Α.Ε.Κ.} - \text{Μ.Σ.Κ.Κ.})$$

**Όπου:**

- Ε.Κ.** = είναι το Επενδυμένο Κεφάλαιο, δηλαδή το ποσό που έχει επενδυθεί στις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Το επενδυμένο κεφάλαιο ισούται με το άθροισμα του λειτουργικού κεφαλαίου κινήσεως και της αναπόσβεστης αξίας των παγίων στοιχείων και εξόδων πολυετούς αποσβέσεως.
- Α.Ε.Κ.** = είναι η Απόδοση του Επενδυμένου Κεφαλαίου (Return On Invested Capital), η οποία ισούται με το λόγο των καθαρών λειτουργικών αποτελεσμάτων μετά φόρων προς το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου.
- Μ.Σ.Κ.Κ.** = είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital) της επιχείρησης.

Από τον ανωτέρω τύπο προκύπτει ότι το οικονομικό κέρδος ισούται με τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου και του κόστους του χρησιμοποιούμενου κεφαλαίου επί το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου.

Εναλλακτικά το οικονομικό κέρδος μπορεί να οριστεί ως η διαφορά του καθαρού λειτουργικού αποτελέσματος μετά φόρων και μίας επιβάρυνσης για το χρησιμοποιούμενο κεφάλαιο από την Επιχείρηση. Τα ανωτέρω δίνονται από τον ακόλουθο τύπο:

Οικονομικό κέρδος	=	Κ.Λ.Α.Μ.Φ. – Κ.Ε.
	=	Κ.Λ.Α.Μ.Φ. – (Ε.Κ. X Μ.Σ.Κ.Κ.)

**Όπου:**

- Κ.Λ.Α.Μ.Φ.** = είναι το Καθαρό Λειτουργικό Αποτέλεσμα Μετά Φόρων.  
**Κ.Ε.** = είναι η Κεφαλαιακή Επιβάρυνση, η οποία ισούται με το γινόμενο του Επενδυμένου Κεφαλαίου επί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Επιχειρήσεως.  
**Ε.Κ.** = είναι το Επενδυμένο Κεφάλαιο  
**Μ.Σ.Κ.Κ.** = είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της Επιχειρήσεως.

Ο εναλλακτικός υπολογισμός του οικονομικού κέρδους οδηγεί στην ίδια ακριβώς αξία που προκύπτει από την εφαρμογή του αρχικού τρόπου υπολογισμού αυτού.

Σύμφωνα με τη μέθοδο του οικονομικού κέρδους η αξία μίας επιχειρήσεως ισούται με ποσό του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί στις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχειρήσεως, πλέον μίας προσαυξήσεως (ή μειώσεως) η οποία ισούται με την παρούσα αξία του προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους. Τα ανωτέρω συνοψίζονται στον ακόλουθο τύπο:

Αξία επιχειρήσεως = Επενδυμένο Κεφάλαιο + Παρούσα αξία προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους
--

Η παρούσα αξία του προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους, αντίστοιχα με τη μεθοδολογία που ακολουθείται και από τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, αναλύεται ως εξής:

Παρούσα αξία προσδοκώμενου οικονομικού κέρδους	=	Παρούσα αξία του οικονομικού κέρδους της πρώτης περιόδου της πρόβλεψης	+	Παρούσα αξία του οικονομικού κέρδους της εναπομεινάσης χρονικής περιόδου (υπολειμματική αξία)
--	---	--	---	---

Σημειώνεται ότι, οποιαδήποτε μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία βρίσκονται στην κατοχή της επιχειρήσεως προσθέτονται στο προηγούμενο άθροισμα για να προκύψει η συνολική αξία της επιχειρήσεως.

Η λογική της παρούσης μεθόδου είναι ότι αν μία επιχείρηση κερδίζει ακριβώς το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της, σε κάθε χρήση, τότε η προεξοφλημένη αξία των εκτιμώμενων ελεύθερων ταμειακών ροών της θα πρέπει να ισούται με το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου. Δηλαδή η επιχείρηση αξίζει όσο με το ποσό το οποίο αρχικώς έχει επενδυθεί σε αυτή. Μία επιχείρηση αξίζει περισσότερο ή λιγότερο από το ποσό του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί σε αυτή μόνο στην περίπτωση που μπορεί να κερδίζει περισσότερο ή λιγότερο από το Μέσο Σταθμικό Κόστος του Κεφαλαίου της. Έτσι η προσαύξηση ή η μείωση στο επενδυμένο κεφάλαιο ισούται με την παρούσα αξία του προσδοκώμενου (μελλοντικού) οικονομικού κέρδους της επιχειρήσεως.

### 7.3 Μέθοδος των δεικτών κεφαλαιαγοράς

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης εκτιμάται βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και συγκρίσιμες εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η εν λόγω μέθοδος βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μίας επιχειρήσεως είναι ίση με το ποσό που θα ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν για το κεφάλαιό της επενδυτές οι οποίοι ενεργούν ορθολογικά και έχουν καλή γνώση της αγοράς. Δηλαδή, η συγκεκριμένη μέθοδος προϋποθέτει την

αποτελεσματικότητα της αγοράς ώστε η τιμή των μετοχών μίας εταιρείας να αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που αφορούν τη συγκεκριμένη εταιρεία, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται καθώς και το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς.

Αφετηρία για την εφαρμογή της μεθόδου των δεικτών κεφαλαιαγοράς είναι η επιλογή ενός κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών. Έχοντας επιλέξει ένα δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών με την υπό εκτίμηση εταιρεία, υπολογίζονται αντιπροσωπευτικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες για τις εταιρείες του δείγματος.

Οι πιο ευρέως χρησιμοποιούμενοι δείκτες είναι οι ακόλουθοι:

- Χρηματιστηριακή αξία προς Ίδια Κεφάλαια (**MVE/BVE**)
- Χρηματιστηριακή αξία προς Καθαρά Κέρδη Χρήσεως μετά Φόρων (**MVE/EAT**)
- Αξία εταιρείας προς Σύνολο Ενεργητικού (**VE/BVA**)
- Αξία εταιρείας προς πωλήσεις (**VE/S**)
- Αξία εταιρείας προς Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (**VE/EBIT**)
- Αξία εταιρείας προς Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων (**VE/EBITDA**)

Σημειώνεται ότι σύμφωνα με την μεθοδολογία της υπό εξέταση μεθόδου, κατά τον υπολογισμό των ανωτέρω δεικτών η αξία μίας εταιρείας (VE) ισούται με το άθροισμα της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας (MVE) και των πάσης φύσεως δανείων μείον τα διαθέσιμα αυτής.

Μετά τον υπολογισμό των ανωτέρω δεικτών για κάθε εταιρεία του δείγματος, και τον προσδιορισμό πολλαπλασιαστών για κάθε ένα εξ αυτών, υπολογίζονται οι παρανομαστές των ανωτέρω δεικτών και για την υπό εκτίμηση εταιρεία οι οποίοι πολλαπλασιαζόμενοι με τους αντίστοιχους πολλαπλασιαστές τους δίνουν την αξία αυτής.

Για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας της εταιρείας, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της εταιρείας που έχει προκύψει ανωτέρω

προσαρμόζεται ανάλογα (προσαυξάνεται ή μειώνεται) λαμβάνοντας υπόψη παράγοντες όπως η δυνατότητα ελέγχου της εταιρείας από τους ιδιοκτήτες της, η μειωμένη εμπορευσιμότητα των μετοχών της εταιρείας (σε περίπτωση που η υπό εκτίμηση εταιρεία είναι μη εισηγμένη) κλπ. Η τελική αξία που θα προκύψει ύστερα από τις αναγκαίες κατά περίπτωση προσαρμογές, αποτελεί την εκτίμηση της κεφαλαιαγοράς για την αξία της εταιρείας.

#### **7.4 Μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών (των επομένων ετών)**

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι ίση με την προεξοφλημένη αξία των οργανικών κερδών των επομένων 5 έως 8 ετών, πλέον την προεξοφλημένη υπολειμματική αξία της επιχείρησης και πλέον την αξία των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων.

Οι υποθέσεις που γίνονται με αυτή τη μέθοδο είναι ότι:

- Τα οργανικά κέρδη δεν περιλαμβάνουν άλλα έσοδα πλην εκείνων που προέρχονται από πωλήσεις προϊόντων, εμπορευμάτων και υπηρεσιών, τα δε έξοδα (σε αντίθεση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών), δεν περιλαμβάνουν έκτακτα έξοδα, όπως πρόστιμα, τόκους υπερημερίας κ.λ.π.
- Για τον υπολογισμό των οργανικών αποτελεσμάτων λαμβάνονται υπόψη και οι χρηματοοικονομικές δαπάνες, δηλαδή οι τόκοι των ξένων κεφαλαίων καθώς και οι αποσβέσεις.
- Η εκτίμηση των εσόδων και των εξόδων γίνεται και πάλι υπό συνθήκες φυσιολογικής λειτουργίας της επιχείρησης, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη γεγονότα που διαταράσσουν την αγορά και προκαλούν αιφνίδιες μεταβολές στις τιμές ή επηρεάζουν την ομαλή εξέλιξη της παραγωγής, και δημιουργούν υποαπασχόληση τμημάτων της επιχείρησης.
- Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης καθορίζεται από το μέσο αποπληθωρισμένο τραπεζικό επιτόκιο.
- Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται όπως και στη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Ανάλογα δηλαδή με το αν η πορεία των κερδών αναμένεται ανοδική ή πτωτική, λαμβάνονται υπόψη τα

κέρδη μιας δεύτερης σειράς ετών, προεξοφλημένα στο τέλος του χρονικού ορίζοντα ή λαμβάνεται υπόψη η περιουσιακή θέση της εταιρείας. Στην πρώτη περίπτωση τα ετήσια κέρδη της δεύτερης σειράς είναι ίσα με το μέσο όρο των κερδών της πρώτης περιόδου.

Σημειώνεται, τέλος, ότι εφόσον η επιχείρηση διαθέτει πάγια που δεν χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία, η αξία τους προστίθεται στο άθροισμα της προεξοφλημένης αξίας των οργανικών κερδών πλέον της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας.

### **7.5 Μέθοδος της υπερπροσόδου (Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης κατά την υπερπρόσοδο της επόμενης πενταετίας)**

Σημείο αφετηρίας της «Μεθόδου της υπερπροσόδου» είναι η παραδοχή, ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των περιουσιακών της στοιχείων. Η επιπλέον αυτή αξία, που ονομάζεται goodwill, οφείλεται στο γεγονός ότι το κεφάλαιο της επιχείρησης εξασφαλίζει μεγαλύτερες αποδόσεις από το τραπεζικό επιτόκιο.

Η διαφορά σε ετήσια βάση των οργανικών κερδών της επιχείρησης και του τόκου του απασχολούμενου κεφαλαίου ονομάζεται **υπερπρόσοδος**. Αν οι θετικές αυτές διαφορές υπολογιστούν για μία σειρά ετών και εν συνεχεία αναχθούν στο παρόν με βάση το επιτόκιο και αθροιστούν, έχουμε την εκτίμηση της υπεραξίας της επιχείρησης.

Για τον υπολογισμό της υπεραξίας μπορούμε να αθροίσουμε την υπερπρόσοδο 5 ή 10 ετών ή ακόμα να παραστήσουμε τις τρέχουσες αξίες των υπερπροσόδων σαν τους διαδοχικούς όρους μίας γεωμετρικής προόδου και να υπολογίσουμε το άθροισμα των απείρων όρων της προόδου.

Η **Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης κατά την υπερπρόσοδο της επόμενης πενταετίας** θεωρεί ότι η αξία της

επιχείρησης είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης αυτής και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της.

Ο υπολογισμός της καθαρής περιουσιακής θέσης, δηλαδή η αποτίμηση κάθε στοιχείου του **ενεργητικού** και του **παθητικού** πρέπει να στηρίζεται σε **πραγματικά δεδομένα** και όχι σε **ιστορικές αξίες**.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης της και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου της.

Η παρούσα αξία της υπερπροσόδου υπολογίζεται ως εξής:

1. Υπολογίζονται τα αναμενόμενα οργανικά κέρδη των επομένων πέντε ετών.
2. Υπολογίζεται το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης, αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού όλα τα στοιχεία που χαρακτηρίζονται μη λειτουργικά.
3. Υπολογίζεται για κάθε χρόνο ο τόκος του απασχολούμενου κεφαλαίου. Το ποσό αυτό ονομάζεται κανονική πρόσοδος και αποτελεί το εναλλακτικό όφελος της επένδυσης.
4. Από το οργανικό κέρδος κάθε χρόνου αφαιρείται η κανονική πρόσοδος του ίδιου χρόνου και προκύπτει η υπερπρόσοδος.
5. Βρίσκεται ο μέσος όρος των αναμενόμενων υπερπροσόδων των επομένων πέντε ετών.
6. Υπολογίζεται η παρούσα αξία των υπερπροσόδων (δηλαδή η υπεραξία της επιχείρησης) με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο, αυξημένο ανάλογα με τον κίνδυνο της επιχείρησης.

## 7.6 Μέθοδος της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται από την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς, παράλληλα με άλλες μεθόδους, για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχών που δεν είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α.

Η μέθοδος περιγράφεται από τον τύπο:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{ΚΠΘ} + (\text{ΜΟΚ} \times 12)}{2}$$

**Όπου:**

**ΚΠΘ** = η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης

**ΜΟΚ** = μέσο οργανικό κέρδος της τελευταίας πενταετίας

Σύμφωνα με τον παρά πάνω τύπο, η αξία της επιχείρησης είναι ο μέσος όρος της καθαρής περιουσιακής θέσης και του δωδεκαπλάσιου των μέσων ετήσιων οργανικών κερδών της πενταετίας.

**7.7 Επιλογή μεθόδων αποτίμησης**

Η αποτίμηση της εμπορικής αξίας του συνόλου των μετοχών της "ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ." έγινε με ημερομηνία 20 Ιουλίου 2003.

Για την επιλογή των πλέον καταλλήλων μεθόδων αποτίμησης ελήφθησαν υπόψη, μεταξύ άλλων, τα ακόλουθα στοιχεία:

- ◆ Ότι η "ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ.", σήμερα δραστηριοποιείται ως [εταιρεία συμμετοχών](#).
- ◆ Ότι η Εταιρεία από την 2/1/1928 [είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών \(Χ.Α.Α.\)](#) και από την 1/8/1999, σύμφωνα με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., αποφασίσθηκε η [αναστολή της διαπραγματεύσεως των μετοχών της Εταιρείας στο Χ.Α.Α.](#), καθεστώς στο οποίο η Εταιρεία βρίσκεται έως και σήμερα.
- ◆ Ότι η Εταιρεία, έως και σήμερα, [δεν έχει παρουσιάσει σημαντική δραστηριότητα ως εταιρεία συμμετοχών](#).
- ◆ Ότι η Εταιρεία [πρόκειται να συγχωνευθεί με την εταιρεία "ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."](#), η οποία εκμεταλλεύεται μία ξενοδοχειακή μονάδα, στην οποία από το Απρίλιο του τρέχοντος έτους λειτουργεί και Καζίνο, στη Χαλκιδική. Η εν λόγω συγχώνευση, σύμφωνα με εκτιμήσεις των Διοικήσεων των συγχωνευομένων



εταιρειών, αναμένεται να επιφέρει σημαντικά οφέλη για το σύνολο των μετόχων των συγχωνευομένων εταιρειών.

Με βάση τα ανωτέρω στοιχεία και λαμβάνοντας υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των μεθόδων αποτίμησης που αναπτύχθηκαν στις προηγούμενες παραγράφους 7.1 έως 7.6, χρησιμοποιήθηκε ως καταλληλότερη για την αποτίμηση του συνόλου των μετοχών της "ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ." η Μέθοδος της Υπερπροσόδου (Μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης Προσαυξημένης κατά την Υπερπρόσοδο της επόμενης πενταετίας), με ορισμένες προσαρμογές οι οποίες κρίθηκαν απαραίτητες ώστε να ληφθούν υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και συνθήκες λειτουργίας της υπό εκτίμησης Εταιρείας.

Δεν κρίθηκε σκόπιμο να χρησιμοποιηθούν η Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών, η Μέθοδος του Οικονομικού Κέρδους, η Μέθοδος των Δεικτών Κεφαλαιαγοράς και η Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών των επόμενων ετών, καθ' ότι: (1) η "ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ." δεν αναμένεται να δημιουργήσει σημαντική δραστηριότητα ως εταιρεία συμμετοχών κατά τα επόμενα έτη και (2) δεν τέθηκε στη διάθεσή μας Business Plan από το οποίο να προκύπτουν οι εκτιμήσεις της Διοικήσεως της Εταιρείας για την πορεία των εργασιών αυτής κατά τα επόμενα έτη.

Τέλος, δεν κρίθηκε σκόπιμο να χρησιμοποιηθεί η Μέθοδος της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς καθ' ότι η αποτίμηση με αυτή τη μέθοδο βασίζεται σε αποτελέσματα που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί και ότι η Εταιρεία κατά την τελευταία πενταετία δεν έχει εμφανίσει σημαντική επιχειρηματική δραστηριότητα.

**ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ ΚΑΙ  
ΤΗΣ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΕΩΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ****8. Αποτίμηση της αξίας της Εταιρείας****8.1 Μέθοδος της Υπερπροσόδου**

Σύμφωνα με τη Μέθοδο της Υπερπροσόδου (Μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης Προσαυξημένης κατά την Υπερπρόσοδο της επόμενης πενταετίας) η αποτίμηση της Εταιρείας αποτελείται από δύο στάδια: (α) κατά το πρώτο στάδιο προσδιορίζεται η Καθαρή Θέση της Εταιρείας και στη συνέχεια η Πραγματική Καθαρή Θέση αυτής και (β) κατά το δεύτερο στάδιο υπολογίζεται η Υπερπρόσοδος που αναμένεται να πραγματοποιήσει η Εταιρεία κατά τα επόμενα πέντε έτη και προεξοφλείται στο παρόν.

Σημειώνεται ότι καθώς η Εταιρεία κατά την τελευταία πενταετία δεν έχει εμφανίσει σημαντική επιχειρηματική δραστηριότητα καθώς και λόγω του ότι δεν αναμένεται να εμφανίσει αξιόλογη επιχειρηματική δραστηριότητα στο μέλλον, η Υπερπρόσοδος των επομένων πέντε ετών λήφθηκε ως μηδενική.

Όσο αφορά τον υπολογισμό της Καθαρής Θέσεως καθώς και της Πραγματικής Καθαρής Θέσεως της Εταιρείας κατά την 20/7/2003 σημειώνουμε τα ακόλουθα:

• **Καθαρή Θέση κατά την 20/7/2003**

Η Καθαρή Θέση της Εταιρείας κατά την 20/7/2003 ανερχόταν στο ποσό των € 578,71 χιλ., σύμφωνα με την Λογιστική Κατάσταση της περιόδου 1/1-20/7/2003. Πιο συγκεκριμένα είχε ως ακολούθως (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

- Λοιπά έξοδα εγκαταστάσεως	€		112,21
<b><u>Μείον:</u></b>			
- Σωρευμένες αποσβέσεις κατά την 20/7/2002	"		104,87
	"		<u>7,34</u>
<b><u>Πλέον:</u></b>			
- Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	€	13,51	
<b><u>Μείον:</u></b>			
- Σωρευμένες αποσβέσεις κατά την 20/7/2003	"	10,51	" 3,00
			<u>10,34</u>
<b><u>Πλέον:</u></b>			
- Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	"		1,76
	"		<u>12,10</u>
<b><u>Πλέον:</u></b>			
- Απαιτήσεις	€	1,52	
- Χρεόγραφα	"	681,39	
- Διαθέσιμα	"	126,47	" 809,38
Γενικό σύνολο Ενεργητικού			<u>821,48</u>
<b><u>Μείον:</u></b>			
- Προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα	"		46,43
	"		<u>775,05</u>
<b><u>Μείον:</u></b>			
- Προμηθευτές	€	29,43	
- Επιταγές πληρωτέες	"	5,92	
- Υποχρεώσεις από φόρους-τέλη	"	1,10	
- Ασφαλιστικοί οργανισμοί	"	117,34	
- Λοιποί πιστωτές	"	42,55	" 196,34
<b>Καθαρή Θέση κατά την 20/7/2003</b>	<b>€</b>		<b><u>578,71</u></b>

• **Πραγματική Καθαρή Θέση κατά την 20/7/2003**

Η Πραγματική Καθαρή Θέση της Εταιρείας κατά την 20/7/2003 ανερχόταν στο ποσό των € 462,84 χιλ. Πιο συγκεκριμένα είχε ως ακολούθως (ποσά σε χιλιάδες ΕΥΡΩ):

- Αναπόσβεστο υπόλοιπο εξόδων εγκαταστάσεως (Μένει ως έχει)	€	7,34
--	---	------

**Πλέον:**

- Αναπόσβεστο υπόλοιπο ενσώματων ακινητοποιήσεων (Μένει ως έχει)	"	3,00
	"	10,34

**Πλέον:**

- Υπόλοιπο μακροπροθέσμων απαιτήσεων (Μένει ως έχει)	"	1,76
	"	12,10

**Πλέον:**

- Υπόλοιπο απαιτήσεων (Μένει ως έχει)	"	1,52
	"	13,62

**Πλέον:**

- Αξία κτήσεως χρεογράφων (463.540 μετοχές της εισηγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρείας "ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.")	€	3.669,01
--	---	----------

**Μείον:**

- Σχηματισμένη πρόβλεψη υποτιμήσεως έως και 20/7/2003	"	2.987,62
	"	681,39

**Μείον:**

- Επιπλέον πρόβλεψη υποτιμήσεως σύμφωνα με την τρέχουσα αξία των μετοχών κατά την 21/7/2003 [€ 1,22]	"	115,87	"	565,52
			"	579,14

**Πλέον:**

- Υπόλοιπο διαθεσίμων	€	126,47
(Μένει ως έχει)	"	705,61

**Μείον:**

- Υπόλοιπο προβλέψεων για κινδύνους & έξοδα	"	46,43
(Μένει ως έχει)	"	659,18

**Μείον:**

- Υπόλοιπο βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων		
(Μένει ως έχει)	"	196,34
<b>Πραγματική Καθαρή Θέση κατά την 20/7/2003</b>	€	<b><u>462,84</u></b>

## ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

### 9. Τρέχουσα αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας

Για τον υπολογισμό της τρέχουσας αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας ακολουθήθηκαν τα ακόλουθα τρία στάδια:

- **ΣΤΑΔΙΟ Α:** Ως αφετηρία για τον υπολογισμό της τρέχουσας αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας λήφθηκε η Πραγματική Καθαρή Θέση αυτής κατά την 20/7/2003.
- **ΣΤΑΔΙΟ Β:** Καθώς οι μετοχές της Εταιρείας από τη χρήση 1999 βρίσκονται σε καθεστώς αναστολής της διαπραγματεύσεώς τους στο Χ.Α.Α. για τον προσδιορισμό της τρέχουσας αξίας αυτών, εάν διαπραγματεύονταν κανονικά, χρησιμοποιήθηκε δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών το οποίο αποτελούταν από τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες συμμετοχών κατά την 31/12/2002. Για τις εν λόγω εταιρείες υπολογίσθηκε ο δείκτης [Χρηματιστηριακή αξία / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων].
- **ΣΤΑΔΙΟ Γ:** Στη συνέχεια, βασιζόμενοι στο γεγονός ότι η Εταιρεία (απορροφώσα) πρόκειται να συγχωνευτεί με την εταιρεία "**ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε.**" (απορροφώμενη) παρέχοντας έτσι τη δυνατότητα στις μετοχές της απορροφώμενης εταιρείας σχετικά άμεσα να εισαχθούν στο Χ.Α.Α. και να διαπραγματεύονται στον κλάδο "ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ", χρησιμοποιήθηκε δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών το οποίο αποτελούταν από τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες του κλάδου τυχερών παιχνιδιών κατά την 31/12/2002. Για τις εν λόγω εταιρείες υπολογίσθηκε επίσης ο δείκτης [Χρηματιστηριακή αξία / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων]. Με τη μέση τιμή αυτού, λαμβάνοντας υπόψη και τη διάμεση τιμή του δείκτη που προέκυψε κατά το προηγούμενο στάδιο, αναπροσαρμόσθηκε ανάλογα η Πραγματική Καθαρή Θέση της Εταιρείας, ώστε να προκύψει η τρέχουσα αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας.

Τα ανωτέρω τρία στάδια περιγράφονται αναλυτικά στη συνέχεια της Εκθέσεως.

### 9.1 Πραγματική Καθαρή Θέση

Όπως αναλυτικά αναφέρθηκε στην παράγραφο 8 η Πραγματική Καθαρή Θέση της Εταιρείας κατά την 20/7/2003 ανερχόταν στο ποσό των € 462,84 χιλ..

### 9.2 Υπολογισμός του Δείκτη [ Χρηματιστηριακή Αξία / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων ] συγκρίσιμων εταιρειών

Για τον υπολογισμό του Δείκτη [Χρηματιστηριακή αξία / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων] χρησιμοποιήθηκε δείγμα συγκρίσιμων εταιρειών αποτελούμενο από τις ακόλουθες εταιρείες:

ΔΕΙΓΜΑ ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ
ALBIO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ALFA ALFA ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.
ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.
ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
ΚΟΥΜΠΑΣ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.
ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ
ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ Α.Β.Ε.Ε.Δ.Ε.
ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.
ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ HOLDINGS Α.Ε.

Για κάθε μία από τις παραπάνω εταιρείες, βασιζόμενοι στις Οικονομικές Καταστάσεις αυτών για τη χρήση 1/1-31/12/2002 και στην τρέχουσα αξία των μετοχών τους κατά την 31/12/2002, υπολογίσαμε το δείκτη [Χρηματιστηριακή αξία / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων]. Πιο συγκεκριμένα:

ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31/12/2002 (000 ευρώ)	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31/12/2002 (000 ευρώ)	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ / ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31/12/2002
ALBIO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	48.959,99	25.200,00	0,51
ALFA ALFA ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.	189.423,49	48.715,43	0,26
ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	73.209,72	215.040,00	2,94
FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	87.011,06	50.901,20	0,58
ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	106.552,44	66.174,38	0,62
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	283.050,93	216.605,76	0,77
ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	50.546,86	23.015,56	0,46
ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	82.448,31	17.385,70	0,21
ΚΟΥΜΠΑΣ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	47.009,00	18.421,83	0,39
ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	37.530,96	33.661,56	0,90
ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ	9.710,32	50.702,63	5,22
ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	122.969,82	136.905,10	1,11
ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ HOLDINGS Α.Ε.	54.321,90	56.504,65	1,04
<b>ΔΙΑΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΔΕΙΚΤΗ</b>			<b>0,62</b>

### 9.3 Τρέχουσα αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας

Για τον προσδιορισμό της τρέχουσας αξίας του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας, η διάμεση τιμή του δείκτη [Χρηματιστηριακή αξία / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων] 0,62, συνδυάστηκε με τις τιμές του εν λόγω δείκτη για τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο κλάδο "ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ". Κάτι τέτοιο κρίθηκε αναγκαίο ώστε ο τελικός συντελεστής αναπροσαρμογής της Πραγματικής Καθαρής Θέσεως της Εταιρείας να περιλαμβάνει και την ωφέλεια που εκτιμάται ότι θα αποκομίσουν οι μέτοχοι



των συγχωνευομένων εταιρειών. Οι μεν μέτοχοι της απορροφώσας εταιρείας εκτιμάται ότι θα επωφεληθούν από το γεγονός ότι η Εταιρεία που θα προκύψει από τη συγχώνευση θα έχει σημαντική επιχειρηματική δραστηριότητα με σημαντικές προοπτικές περαιτέρω αναπτύξεως στο μέλλον (την εκμετάλλευση μιας άρτιας οργανωμένης ξενοδοχειακής μονάδας εντός της οποίας λειτουργεί ήδη ένα άρτια οργανωμένο Καζίνο), δραστηριότητα η οποία λείπει έντονα από τον υφιστάμενο τρόπο λειτουργίας της Εταιρείας, οι δε μέτοχοι της απορροφώμενης εταιρείας εκτιμάται ότι θα επωφεληθούν από το γεγονός ότι οι μετοχές της εταιρείας τους, μέσω της απορροφώσας εταιρείας, θα εισαχθούν στο Χ.Α.Α. έχοντας έτσι σημαντικές πιθανότητες να αποκομίσουν σημαντικές υπεραξίες στο μέλλον.

Οι Εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στον κλάδο "ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ" του Χ.Α.Α. κατά την 31/12/2002 ήταν οι ακόλουθες:

ΔΕΙΓΜΑ ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ
HYATT REGENCY A.E.
Ο.Π.Α.Π. Α.Ε.

Για κάθε μία από τις παραπάνω εταιρείες, βασιζόμενοι στις Οικονομικές Καταστάσεις αυτών για τη χρήση 1/1-31/12/2002 και στην τρέχουσα αξία των μετοχών τους κατά την 31/12/2002, υπολογίσαμε το δείκτη [Χρηματιστηριακή αξία / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων] και σε συνδυασμό με τη διάμεση τιμή του εν λόγω δείκτη που προέκυψε κατά το προηγούμενο στάδιο προέκυψε ο τελικός συντελεστής αναπροσαρμογής της Πραγματικής Καθαρής Θέσεως της Εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα:

ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31/12/2002 (000 ευρώ)	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31/12/2002 (000 ευρώ)	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ / ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ 31/12/2002
HYATT REGENCY Α.Ε	81.131,55	574.560,00	7,08
Ο.Π.Α.Π. Α.Ε.	137.240,43	3.221.900,00	23,48
ΔΙΑΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΔΕΙΚΤΗ (Στάδιο Β')			0,62
<b>ΤΕΛΙΚΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ (ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ)</b>			<b>10,39</b>

Με την παραπάνω μέση τιμή του δείκτη [Χρηματιστηριακή αξία / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων], 10,39, αναπροσαρμόσθηκε η Πραγματική Καθαρή Θέση της Εταιρείας ως ακολούθως:

ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ (000 ευρώ)	ΤΕΛΙΚΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (000 ευρώ)
462,84	10,39	4.810,31

**ΤΕΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ****10. Τελική αποτίμηση-Συμπέρασμα**

Στα προηγούμενα κεφάλαια αναπτύχθηκε αναλυτικά η μέθοδος αποτιμήςεως που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση της αξίας **"ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ."**.

Επισημαίνεται ότι η τρέχουσα αξία του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας, όπως αυτή προσδιορίσθηκε στις προηγούμενες παραγράφους, είναι άμεσα συναρτούμενη με την επιτυχή ολοκλήρωση της επικείμενης συγχωνεύσεως με την εταιρεία **"ΣΙΘΩΝΙΑ ΜΠΗΤΣ ΠΟΡΤΟ ΚΑΡΡΑΣ Α.Ε."** και για το λόγο αυτό η παρούσα μελέτη αποτιμήςεως περιορίζεται αποκλειστικά για χρήση από τις Διοικήσεις των συγχωνευομένων εταιρειών στα πλαίσια της προαναφερθείσας συγχωνεύσεως.

Με βάση τα ανωτέρω, αλλά και όσα αναφέρονται στις προηγούμενες σελίδες της εκθέσεως, η τελικώς εκτιμώμενη αξία του συνόλου των μετοχών της **"ΕΝΕΡΓΟΣ HOLDING Α.Ε.Μ.Ε.Ε.Τ."** κατά την 20/7/2003 ανέρχεται σε **€ 4.810,31 χιλ.** περίπου, με περιθώριο αποκλίσεως **± 10 %** (δηλαδή από **€ 4.329,28 χιλ.** έως **€ 5.291,34 χιλ.**).