



ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.

Εκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ

αναφορικά με τη συμμετοχή της ΕΛΠΕ στη διεθνή
διαγωνιστική διαδικασία που θα διεξάγει το ΤΑΙΠΕΔ, για την
πώληση των μετοχών της ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε., βάσει των
διατάξεων του άρθρου 101 του Ν. 4548/2018.

KPMG Ελεγκτική Α.Ε.

20 Ιανουαρίου 2020

Η παρούσα έκθεση περιλαμβάνει 18 σελίδες

atd/EAP (1094363)

Περιεχόμενα

1	Σκοπός του Έργου	1
2	Περιορισμοί του Έργου	2
3	Πηγές Πληροφόρησης	5
4	Νομικό πλαίσιο – Άρθρο 101 του Ν. 4548/2018	6
5	Παρουσίαση Μνημονίου Συνεργασίας αναφορικά με την αξιοποίηση της συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας	7
5.1	Σύντομο ιστορικό - ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε.	7
5.2	Κύρια σημεία του Μνημονίου Επιχειρηματικής Συνεργασίας αναφορικά με την αξιοποίηση της συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας	8
6	Πιθανά Σενάρια Συμμετοχής στην Διαγωνιστική Διαδικασία Πώλησης της ΔΕΠΑ Εμπορίας	11
6.1	Σενάριο Α: Ανακήρυξη της ΕΛΠΕ σε προτιμητέο επενδυτή:	11
6.2	Σενάριο Β: Η ΕΛΠΕ υποβάλει προσφορά και δεν ανακηρύσσεται προτιμητέος επενδυτής ή/και η ΕΛΠΕ δεν υποβάλει προσφορά	11
7	Αξιολόγηση Μνημονίου Συνεργασίας	13
7.1	Αξιολόγηση δικαιωμάτων προαίρεσης	13
7.2	Αξιολόγηση της έκπτωσης λόγω έλλειψης ελέγχου	14
7.3	Η γνώμη μας	16
	Παράρτημα - Μελέτη Πριμ Ελέγχου του Mergerstat - 2 ^ο Τρίμηνο 2018	17

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

1 Σκοπός του Έργου

Στο πλαίσιο εντολής που μας δόθηκε με την από 13 Ιανουαρίου 2020 επιστολή ανάθεσης που υπεγράφη αφενός από την ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (εφεξής «Πελάτης» ή «ΕΛΠΕ») και αφετέρου από την ΚΡΜΓ Ελεγκτική Α.Ε. (εφεξής «ΚΡΜΓ» ή «Σύμβουλος»), σας παραθέτουμε την έκθεση αξιολόγησής μας (εφεξής «Fairness Opinion» ή «Αξιολόγηση» ή «Έκθεση») βάσει των διατάξεων του άρθρου 101 παρ. 1 του Ν. 4548/2018, εκφράζοντας την άποψή μας εάν οι όροι του μνημονίου επιχειρηματικής συνεργασίας (εφεξής «Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας» ή «ΜοU») που πρόκειται να υπογραφεί μεταξύ της ΕΛΠΕ και του Ταμείου Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας του Ελληνικού Δημοσίου (εφεξής «ΤΑΙΠΕΔ»), όπως ορίζονται λεπτομερώς στην Ενότητα υπ' αριθμόν 5 αυτής της Έκθεσης, είναι δίκαιοι και εύλογοι για την εταιρεία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. και τους μετόχους της που δεν είναι συνδεδεμένα μέρη, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας.

Η εν λόγω Έκθεση παρουσιάζει τις πληροφορίες και τα στοιχεία στα οποία βασιστήκαμε για την υλοποίηση της εργασίας μας, τους περιορισμούς αυτής, τις υποθέσεις εργασίας που ελήφθησαν υπόψη καθώς και την αξιολόγησή μας επί του εύλογου και δίκαιου των όρων του Μνημονίου Συνεργασίας, βάσει των διατάξεων του άρθρου 101 παρ. 1 του Ν. 4548/2018.

Επισημαίνεται ότι το Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ της ΕΛΠΕ και του ΤΑΙΠΕΔ αφορά στη συμμετοχή της ΕΛΠΕ στη διεθνή διαγωνιστική διαδικασία που θα διεξάγει το ΤΑΙΠΕΔ, για την πώληση των μετοχών του (65%) στη ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε (εφεξής «ΔΕΠΑ Εμπορίας») (α) ως ενδιαφερόμενος επενδυτής, κατά τους όρους του διαγωνισμού και (β) ως πωλητής των δικών της μετοχών (35%) σε περίπτωση που η ΕΛΠΕ δεν ανακηρυχθεί ως Προτιμητέος Επενδυτής, μέσω δικαιώματος προαίρεσεως αγοράς (Call Option) ή πωλήσεως (Put Option) των μετοχών, διασφαλίζοντας έτσι την έξοδό της από τη μειοψηφική συμμετοχή της στην ανωτέρω εταιρεία.

Δεδομένου ότι η ΕΛΠΕ και το ΤΑΙΠΕΔ είναι συνδεδεμένα μέρη κατά το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 24, η μεταξύ τους σύναψη του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας εμπίπτει στους περιορισμούς των άρθρων 99, 100 και 101 του Ν. 4548/2018. Ως εκ τούτου η ΕΛΠΕ ζήτησε την Αξιολόγηση της ΚΡΜΓ αναφορικά με το εάν οι όροι του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας κρίνονται εύλογοι και δίκαιοι για τον Πελάτη και τους μετόχους του (που δεν αποτελούν συνδεδεμένα μέρη), συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας.

Η Αξιολόγησή μας έχει συνταχθεί μόνο για το σκοπό που περιγράφεται στην παρούσα Έκθεση και ως εκ τούτου δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανέναν άλλο σκοπό.

Τέλος, επισημαίνεται ότι η εργασία μας και η εν λόγω Αξιολόγηση βασίστηκε σε πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση της ΕΛΠΕ, για τις οποίες έχουμε λάβει υπογεγραμμένη Επιβεβαιωτική Επιστολή («Representation Letter»).

2 Περιορισμοί του Έργου

Η έκταση της εργασίας της KPMG βασίζεται μόνο στην εξέταση των όρων του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ της ΕΛΠΕ και του ΤΑΙΠΕΔ και την έκφραση γνώμης για το δίκαιο και εύλογο αυτών για την ΕΛΠΕ και τους μετόχους της που δεν είναι συνδεδεμένα μέρη, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας.

Η παρούσα Έκθεση δεν αποτελεί εργασία αποτίμησης του ποσοστού συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας, ούτε αποτελεί έκθεση αξιολόγησης για το εύλογο της αξίας πώλησης του ποσοστού συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας και δεν ενδέχεται να έχει κάποιο άμεσο αντίκτυπο στις οικονομικές καταστάσεις της ΕΛΠΕ.

Η Έκθεση προετοιμάστηκε για την ΕΛΠΕ μόνο σε σχέση με το υπό εξέταση Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας και για τους σκοπούς του Ν.4548/2018, άρθρο 99, παράγραφος 2, και άρθρο 101, παράγραφος 1. Η παρούσα Έκθεση συνετάχθη αποκλειστικά για την ΕΛΠΕ, συμπεριλαμβανομένου του Διοικητικού Συμβουλίου της και των εξουσιοδοτημένων αντιπροσώπων της, όπως διευθυντές, ανώτερα στελέχη, νομικοί σύμβουλοι, ειδικοί και οικονομικοί σύμβουλοι ή άλλοι σύμβουλοι (εφεξής οι «Εκπρόσωποι»), συνεπώς δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται για οποιοδήποτε άλλο σκοπό από οποιοδήποτε άλλο τρίτο μέρος, ως βάση έγερσης αξιώσεων. Ωστόσο, η Έκθεση δύναται να δημοσιευτεί, ή να αναφερθεί σε δημοσιευμένα έγγραφα, ή να κοινοποιηθεί σε τρίτα μέρη, σύμφωνα με τις απαιτήσεις του Ν.4548/2018 ή άλλης εφαρμοστέας σχετικής νομοθεσίας.

Η KPMG δεν θα αποδεχθεί καμία ευθύνη προς κανένα τρίτο πρόσωπο στο οποίο η παρούσα Έκθεση μπορεί να παρουσιαστεί ή το οποίο μπορεί να αποκτήσει αντίγραφο της Έκθεσης αυτής -πέρα από τα οριζόμενα ανωτέρω - και το οποίο δεν έχει αποδεχθεί τους όρους της σύμβασης συνεργασίας με ημερομηνία 13 Ιανουαρίου 2020, την οποία έχει αποδεχθεί και υπογράψει η ΕΛΠΕ.

Η παρούσα Έκθεση δίδεται με βάση τα δεδομένα και τις πληροφορίες που τέθηκαν υπόψη μας μέχρι σήμερα. Η KPMG δεν δεσμεύεται και δεν αναλαμβάνει υποχρέωση να συμβουλευεί οποιοδήποτε πρόσωπο για οποιαδήποτε αλλαγή σε οποιοδήποτε γεγονός ή ζήτημα που επηρεάζει το συμπέρασμα της παρούσας Έκθεσης. Χωρίς περιορισμό των παραπάνω, σε περίπτωση που υπάρξει ουσιώδης μεταβολή σε οποιοδήποτε γεγονός ή ζήτημα που επηρεάζει το συμπέρασμα μετά την ημερομηνία αυτή, η KPMG διατηρεί το δικαίωμα να αλλάξει, να τροποποιήσει ή να ανακαλέσει την Έκθεσή της. Επιπλέον, η KPMG διατηρεί το δικαίωμα, αλλά δεν έχει καμία υποχρέωση, να συμπληρώσει τυχόν πρόσθετες αναλύσεις που ενδέχεται να απαιτηθούν στη συνέχεια, μετά την παραλαβή πρόσθετων πληροφοριών.

Η KPMG επισημαίνει ότι είναι σκόπιμο η Έκθεσή της να χρησιμοποιείται στο σύνολο της, καθώς η επιλογή αποσπασματικού μέρους της ανάλυσης ή των επιμέρους παραγόντων που εξετάζει, χωρίς να ληφθούν υπόψη όλοι οι παράγοντες και η ανάλυση ως ενιαίο σύνολο, θα μπορούσε να δημιουργήσει μια παραπλανητική εικόνα της διαδικασίας που οδηγεί στο συμπέρασμα της Έκθεσης. Η προετοιμασία μιας έκθεσης είναι μια σύνθετη διαδικασία και δεν είναι κατ' ανάγκη επιδεκτική σε μερική ανάλυση ή συνοπτική περιγραφή. Οποιαδήποτε προσπάθεια θα μπορούσε να οδηγήσει σε αδικαιολόγητη έμφαση σε οποιοδήποτε συγκεκριμένο παράγοντα ή ανάλυση.

Υποθέτουμε ότι όλες οι πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν από τη Διοίκηση της ΕΛΠΕ (όπως αυτές παρουσιάζονται στην ενότητα «Πηγές Πληροφόρησης» της παρούσας Έκθεσης) είναι ακριβείς και πλήρεις. Καμία εκ των πληροφοριών δεν έχει -και ούτε θα ήταν δυνατόν να -ελεγχθεί, εξακριβωθεί ή επιβεβαιωθεί από μέρους μας.

Η KPMG δεν εκφέρει γνώμη ή οποιαδήποτε άλλη μορφή διαβεβαίωσης για την ορθότητα ή ακρίβεια ή πληρότητα ή το εύλογο ή λογικό των πληροφοριών που μας χορηγήθηκαν και οι οποίες αποτέλεσαν τη βάση για τη σύνταξη της Έκθεσης Αξιολόγησης μας καθώς και για τις συνέπειες που μπορεί να προκύψουν σε περίπτωση αλλαγής αυτών των πληροφοριών. Η KPMG δεν έχει ελέγξει την ορθότητα των πληροφοριών που έλαβε από τον Πελάτη και έχει βασιστεί σε γραπτή δήλωση του Πελάτη ότι οι πληροφορίες που εμπεριέχονται στην παρούσα Έκθεση είναι ακριβείς, πλήρεις και αποτελούν αξιόπιστη βάση για την εργασία μας.

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

Σημειώνεται ότι η KPMG δεν εκφράζει γνώμη σχετικά με τη νομική βασιμότητα και εγκυρότητα των όρων του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας και το εύλογο αυτών από νομικής απόψεως και δεν προέβη σε έλεγχο των οικείων νομοθετικών διατάξεων. Επίσης η KPMG δεν προέβη σε νομικό έλεγχο του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας ή οποιουδήποτε άλλου εγγράφου ή πληροφορίας αναφέρεται στην παρούσα έκθεση και δεν εκφράζει γνώμη σχετικά με τη δυνατότητα ή/και τη νομιμότητα υλοποίησης του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας. Κατά τη σύνταξη της παρούσας Έκθεσης η KPMG έλαβε ως δεδομένο και βασίστηκε στη διαβεβαίωση της ΕΛΠΕ ότι έχει ελέγξει την εγκυρότητα των όρων του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας και τη δυνατότητα της έγκυρης υλοποίησης αυτού. Η αναφορά στην παρούσα σε νομοθετικές διατάξεις βασίζεται στην πληροφόρηση που λάβαμε από την ΕΛΠΕ και τη Γενική Διεύθυνση Νομικών Υπηρεσιών αυτής, καθώς και στα αναφερόμενα στο Εισηγητικό Σημείωμα. και δεν ελέγχθηκε από εμάς η ορθότητα και βασιμότητα της πληροφόρησης αυτής.

Επίσης, αντιλαμβανόμαστε ότι για τη διαγωνιστική διαδικασία που θα τηρηθεί για την πώληση των μετοχών της ΔΕΠΑ Εμπορίας κατά τα κατωτέρω αναφερόμενα, θα πρέπει να τηρηθούν οι διατάξεις του ν. 3986/2011 που διέπουν την λειτουργία του ΤΑΙΠΕΔ, ενδεικτικά γνωμοδότηση του Συμβουλίου Εμπειρογνομόνων, προληπτικός έλεγχος νομιμότητας της σύμβασης μεταβίβασης των μετοχών από το Ελεγκτικό Συνέδριο.

Η KPMG δεν είχε άμεση πρόσβαση στα λογιστικά βιβλία και αρχεία της ΕΛΠΕ ή/και της ΔΕΠΑ Εμπορίας καθώς αυτό δεν προβλέπεται στο σκοπό του έργου που περιγράφεται στη σχετική ανάθεση από τον Πελάτη. Ως αποτέλεσμα αυτού, η KPMG δεν επιβεβαίωσε ή ανέλυσε πληροφορίες που εμπεριέχονται στις οικονομικές καταστάσεις της ΕΛΠΕ ή/και της ΔΕΠΑ Εμπορίας.

Όλες οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση δόθηκαν στην KPMG από την ΕΛΠΕ. Δεν αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη ως προς οποιοδήποτε τρίτο στον οποίο ενδέχεται να δημοσιευτεί η παρούσα Έκθεση ή μπορεί να περιέλθει αντίγραφο της παρούσας Έκθεσης, ο οποίος δεν έχει αποδεχτεί τους όρους και τις συνθήκες που αναφέρονται στην δεσμευτική επιστολή.

Σημειώνεται ότι η Αξιολόγησή μας βασίζεται στις τρέχουσες πληροφορίες που έχουμε στη διάθεσή μας μέχρι την ημερομηνία έκδοσης αυτής της Έκθεσης, συμπεριλαμβανομένων οικονομικών, νομικών, ρυθμιστικών, αγοραίων και άλλων όρων και συνθηκών που μας γνωστοποιήθηκαν κατά την ημερομηνία αυτή.

Η αναμόρφωση ή η επικαιροποίηση της Έκθεσής μας με βάση νέα στοιχεία ή γεγονότα που πιθανόν να συμβούν μετά την παράδοση σε τελική μορφή, δεν αποτελούν μέρος του παρόντος έργου. Είναι πιθανό, μεταγενέστερα γεγονότα να καταστήσουν αναγκαία την επικαιροποίηση της Αξιολόγησης.

Απαγορεύεται ρητά η κοινοποίηση, αντιγραφή, αποστολή, μετάφραση, δημοσίευση ή διανομή της παρούσας Έκθεσης στο σύνολό της ή τμηματικά με οποιονδήποτε τρόπο, γραπτό, προφορικό ή ηλεκτρονικό, σε οποιονδήποτε τρίτο χωρίς την προηγούμενη γραπτή ρητή συναίνεση της KPMG, με την επιφύλαξη των ανωτέρω αναφερομένων σχετικά με την δημοσίευση της παρούσας Έκθεσης, σύμφωνα με τις απαιτήσεις του Ν.4548/2018 ή άλλης εφαρμοστέας σχετικής νομοθεσίας.

Απαγορεύεται η προβολή, παρουσίαση ή αναφορά του περιεχομένου της παρούσας, με ή χωρίς τη ρητή αναφορά και του λογοτύπου της KPMG Ελεγκτική Α.Ε.

Οποιαδήποτε απόφαση του Πελάτη ή/και της Διοίκησης του Πελάτη σε σχέση με το εάν θα προχωρήσει ή όχι σε οποιαδήποτε συναλλαγή/συμφωνία, αποτελεί εξ' ολοκλήρου ευθύνη του Πελάτη.

Επισημαίνεται ότι εάν οι Υπηρεσίες μας περιλαμβάνουν συμβουλές για τις οποίες απορρέει υποχρέωση από την Οδηγία (ΕΕ) 2018/822 του Συμβουλίου να γνωστοποιηθούν στις φορολογικές αρχές, ενδέχεται να χρειαστεί να αποκαλύψουμε προς αυτές πληροφορίες που περιλαμβάνονται στις συμβουλές μας, οι οποίες ενδέχεται να είναι κατά ένα μέρος εμπιστευτικές. Οι πληροφορίες αυτές ενδέχεται περαιτέρω να ανταλλαχθούν μεταξύ των φορολογικών αρχών άλλων Κρατών Μελών της ΕΕ. Ο καθορισμός και το εύρος των

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

πληροφοριών που θα αποκαλυφθούν θα αποφασιστεί μεν από μέρους μας στο πλαίσιο που επιβάλλει ο νόμος, αλλά θα καταβληθεί κάθε δυνατή προσπάθεια να ενημερώσουμε τη Διοίκηση της ΕΛΠΕ εκ των προτέρων για οποιαδήποτε γνωστοποίηση χρειαστεί να κάνουμε σε σχέση με τις υπηρεσίες μας και, σε κάθε περίπτωση, θα σας χορηγήσουμε αντίγραφο της υποβληθείσας γνωστοποίησης. Στο βαθμό που επιτρέπεται από το νόμο, δεν φέρουμε ευθύνη απέναντι στη Διοίκηση της ΕΛΠΕ για οποιοσδήποτε συνέπειες μπορεί να προκύψουν από ή εξαιτίας της γνωστοποίησης. Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, μια τέτοια γνωστοποίηση μπορεί να επιβάλλει επιπρόσθετες υποχρεώσεις στην ΕΛΠΕ (όπως η γνωστοποίηση σχετικών πληροφοριών στη φορολογική δήλωση της ΕΛΠΕ) και η μη συμμόρφωση στις υποχρεώσεις αυτές μπορεί να επιφέρει κυρώσεις.

Η παρούσα Έκθεση θα πρέπει να ληφθεί υπόψη υπό το πρίσμα των ανωτέρω περιορισμών, και υπό την προειδοποίηση ότι εφόσον στα πλαίσια αναθεώρησης προκύψει οποιαδήποτε αλλαγή ως προς τα συμπεράσματα μας, η αλλαγή αυτή θα μπορούσε να είναι σημαντική.

3 Πηγές Πληροφόρησης

Για την υλοποίηση της εργασίας μας, έγινε επισκόπηση και χρήση των πληροφοριών και στοιχείων που μας χορήγησε η ΕΛΠΕ, συμπεριλαμβανομένων των παρακάτω:

- Το τελικό Σχέδιο Μνημονίου Επιχειρηματικής Συνεργασίας αναφορικά με την πώληση των μετοχών που κατέχει η ΕΛΠΕ στο μετοχικό κεφάλαιο της ΔΕΠΑ Εμπορίας, με ημερομηνία αναφοράς 6 Δεκεμβρίου 2019 όπως αυτό μας εστάλη με το από 20 Δεκεμβρίου 2019 ηλεκτρονικό μήνυμα από τη Γενική Διεύθυνση Νομικών Υπηρεσιών της ΕΛΠΕ.
- Το εισηγητικό σημείωμα του Γενικού Διευθυντή Στρατηγικού Σχεδιασμού & Νέων Δραστηριοτήτων και του Γενικού Διευθυντή Νομικών Υπηρεσιών Ομίλου της ΕΛΠΕ προς τον Διευθύνοντα Σύμβουλο της ΕΛΠΕ με θέμα: «Έγκριση Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΕΛΠΕ και ΤΑΙΠΕΔ αναφορικά με την πώληση των μετοχών της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας», με ημερομηνία αναφοράς 5 Δεκεμβρίου 2019 (στο εξής «το Εισηγητικό Σημείωμα»).
- Την με αριθμό 1358/1/6.12.2019 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΛΠΕ με την οποία εγκρίθηκε η στρατηγική αξιοποίηση της συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Α.Ε. και την προταθείσα με το ανωτέρω εισηγητικό σημείωμα δομή των συναλλαγών καθώς και τη σκοπιμότητα του πλαισίου συνεργασίας της εταιρείας με το ΤΑΙΠΕΔ όπως αποτυπώνεται στο Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας.
- Το με ημερομηνία 28 Σεπτεμβρίου 2018 ακριβές αντίγραφο του καταστατικού της ΔΕΠΑ Α.Ε. υπογεγραμμένο από τον Πρόεδρο του Διοικητικού της Συμβουλίου.
- Γενικά μακροοικονομικά μεγέθη από ιστοσελίδες και βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιούνται ευρέως για σκοπούς αποτίμησης εταιρειών.
- Ιστοσελίδα του Aswath Damodaran, Stern School of Business / New York University (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/)
- Economist Intelligence Unit, Greek Economic Outlook, Δεκέμβριος 2019
- Βάση δεδομένων Standard & Poors Capital IQ
- Canadian M&A Insights, 2019, Duff & Phelps
- Control Premium Study, 2cd Quarter 2018, MergerStat
- The Value of Control, Aswarth Damodaran

Επισημαίνεται ότι η εργασία μας, βασίστηκε στα προαναφερθέντα στοιχεία καθώς και σε στοιχεία και πληροφορίες που προέκυψαν από συζητήσεις και γραπτές επικοινωνίες με στελέχη της Διοίκησης της ΕΛΠΕ, η οποία και μας διαβεβαίωσε ότι οι πληροφορίες και τα στοιχεία που μας παρασχέθηκαν είναι ακριβή και πλήρη.

4 Νομικό πλαίσιο – Άρθρο 101 του Ν. 4548/2018

Σύμφωνα με το άρθρο 101 του Ν. 4548, παράγραφο 1 «*Επί εταιρείας με μετοχές εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου ή της γενικής συνέλευσης του προηγούμενου άρθρου λαμβάνεται με βάση έκθεση ορκωτού ελεγκτή λογιστή ή ελεγκτικής εταιρείας ή άλλου ανεξάρτητου προς την εταιρεία τρίτου μέρους, η οποία αξιολογεί κατά πόσον η συναλλαγή είναι δίκαιη και εύλογη για την εταιρεία και τους μετόχους που δεν αποτελούν συνδεδεμένο μέρος, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας της εταιρείας, και εξηγεί τις παραδοχές στις οποίες βασίζεται αυτή, μαζί με τις μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν*».

5 Παρουσίαση Μνημονίου Συνεργασίας αναφορικά με την αξιοποίηση της συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας

5.1 Σύντομο ιστορικό - ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε.

Με βάση το Εισηγητικό Σημείωμα παραθέτουμε ακολούθως το σύντομο ιστορικό και τα δεδομένα στα οποία βασίστηκε το Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας.

Ειδικότερα, δυνάμει της υπ' αριθ. 206/25.04.2012 Απόφασης της Διυπουργικής Επιτροπής Αναδιарθρώσεων και Αποκρατικοποιήσεων (ΦΕΚ Β' 1363/2012), μεταβιβάστηκαν στο ΤΑΙΠΕΔ μετοχές που αντιστοιχούν στο 65% του μετοχικού κεφαλαίου της Δημόσια Επιχείρηση Αερίου Ανώνυμη Εταιρεία (εφεξής «ΔΕΠΑ»). Με την από 15.02.2019 απόφαση του ΚΥΣΟΙΠ (ΦΕΚ Β' 461/2019), η οποία ενέκρινε το από 30.09.2019 Επιχειρησιακό Πλάνο του ΤΑΙΠΕΔ, εγκρίθηκε η πώληση και μεταβίβαση από το ΤΑΙΠΕΔ μετοχών που αντιστοιχούν στο 65% του μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΑ.

Επισημαίνεται ότι το ΤΑΙΠΕΔ και η ΕΛΠΕ είναι οι μοναδικοί μέτοχοι της ΔΕΠΑ και συγκεκριμένα το ΤΑΙΠΕΔ κατέχει μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 65% του μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΑ ενώ η ΕΛΠΕ κατέχει μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 35% του μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΑ.

Σύμφωνα με το άρθρο 80Ι του Ν. 4001/2011, ως τροποποιήθηκε δυνάμει του άρθρου 16 του Ν. 4643/2019 (ΦΕΚ Α' 193), η ΔΕΠΑ Α.Ε. θα προβεί σε μερική διάσπαση του κλάδου υποδομών και σε απόσχιση του κλάδου διεθνών έργων. Στο πλαίσιο της μερικής διάσπασης η ΔΕΠΑ Α.Ε. ως διασπώμενη εταιρεία θα μεταβιβάσει τον κλάδο υποδομών σε νέα εταιρεία με την επωνυμία ΔΕΠΑ ΥΠΟΔΟΜΩΝ Α.Ε. Παράλληλα, στο πλαίσιο της απόσχισης η ΔΕΠΑ Α.Ε. θα μεταβιβάσει τον κλάδο διεθνών έργων σε νέα εταιρεία με την επωνυμία ΔΕΠΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΡΓΩΝ Α.Ε. Μετά την ολοκλήρωση των ανωτέρω, η ΔΕΠΑ Α.Ε. θα μετονομαστεί σε ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε. και διατηρεί είτε απευθείας είτε μέσω των θυγατρικών της τον κλάδο εμπορίας, ο οποίος νοείται ως το σύνολο των δραστηριοτήτων προμήθειας και εμπορίας της υφιστάμενης ΔΕΠΑ Α.Ε., οι οποίες ορίζονται στην παρ. 6 του άρθρου 80 Ι του Ν. 4001/2011 όπως ισχύει σήμερα ως εξής:

1. Η συμμετοχή της ΔΕΠΑ Α.Ε. στην ΕΠΑ Αττικής Α.Ε.
2. Η εισαγωγή φυσικού αερίου στην Ελλάδα (είτε μέσω αγωγών είτε σε μορφή Υγροποιημένου Φυσικού Αερίου - ΥΦΑ) μέσω των μακροπρόθεσμων συμβάσεων προμήθειας της ΔΕΠΑ είτε από οποιαδήποτε άλλη πηγή
3. Η προμήθεια φυσικού μέσω ή εκτός Συστημάτων Μεταφοράς Φυσικού Αερίου ή Δικτύων Διανομής Φυσικού Αερίου
4. Η εισαγωγή, προμήθεια και εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας
5. Ο ανεφοδιασμός οχημάτων με συμπιεσμένο φυσικό αέριο μέσω ιδιόκτητων πρατηρίων ή μέσω συνεργαζόμενων δικτύων πρατηρίων, συμπεριλαμβανομένων όλων των σχετικών συμβάσεων, και την χρήση εμπορικού σήματος «FISIKON»
6. Η προμήθεια τελικών πελατών, μη συνδεδεμένων στο Δίκτυο Διανομής Φυσικού Αερίου ή στο Εθνικό Σύστημα Φυσικού Αερίου (ΕΣΦΑ) ή σε Ανεξάρτητο Σύστημα Φυσικού Αερίου (ΑΣΦΑ), με συμπιεσμένο φυσικό αέριο ή ΥΦΑ, μεταξύ άλλων για χρήση του φυσικού αερίου ως καυσίμου σε κινητήρες μέσων θαλάσσιας και χερσαίας μεταφοράς
7. Η προμήθεια απομακρυσμένων Δικτύων Διανομής Φυσικού Αερίου καθώς και των συνδεδεμένων σε αυτά πελατών
8. Οποιαδήποτε άλλη δραστηριότητα σχετίζεται με την προμήθεια φυσικού αερίου, συμπεριλαμβανομένων των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων της ΔΕΠΑ στην εταιρία ή στις εταιρίες που έχουν ως σκοπό την κατασκευή, την ανάπτυξη και την διαχείριση του νέου πλωτού τερματικού αεριοποίησης υγροποιημένου φυσικού αερίου (Floating Storage Regasification Unit - FSRU) στην Αλεξανδρούπολη

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

Η αρμοδιότητα υλοποίησης συγχρηματοδοτούμενων έργων στο πλαίσιο των διαρθρωτικών ταμείων της Ευρωπαϊκής Ένωσης της ΔΕΠΑ που αφορούν τη δραστηριότητα προμήθειας και εμπορίας παραμένει στην ΔΕΠΑ Εμπορίας.

Σε συνέχεια των ανωτέρω, το ΤΑΙΠΕΔ θα διενεργήσει διεθνή διαγωνιστική διαδικασία για την πώληση και μεταβίβαση του ποσοστού συμμετοχής του στην ΔΕΠΑ Εμπορίας (ήτοι 65%). Ειδικότερα, σύμφωνα με την παράγραφο 12 του άρθρου 80Ι του Ν. 4001/2011 (όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 16 του Ν. 4643/2019), το ΤΑΙΠΕΔ θα πωλήσει και θα μεταβιβάσει σε τρίτο ενδιαφερόμενο αγοραστή κατά τις διατάξεις του Ν. 3986/2011 τις μετοχές του που αντιστοιχούν σε ποσοστό 65% του συνόλου των μετοχών εκδόσεως ΔΕΠΑ Εμπορίας.

Σύμφωνα με την παρ. 13 της ίδιας ως άνω διάταξης, η διαδικασία διάθεσης των ανωτέρω μετοχών μπορεί να ξεκινήσει πριν από την ολοκλήρωση της μερικής διάσπασης της υφιστάμενης ΔΕΠΑ Α.Ε. Σε κάθε περίπτωση, η ολοκλήρωση της διαδικασίας μεταβίβασης τελεί υπό τον όρο της προηγούμενης ολοκλήρωσης της μερικής διάσπασης.

Η ΕΛΠΕ ενδιαφέρεται να διατηρεί δικαίωμα συμμετοχής στην ως άνω διαγωνιστική διαδικασία που θα διενεργήσει το ΤΑΙΠΕΔ για την πώληση των μετοχών του και να υποβάλει προσφορά ως ενδιαφερόμενος αγοραστής. Παράλληλα όμως η ΕΛΠΕ ενδιαφέρεται να διασφαλίσει την δυνατότητα της εξόδου από την ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε. σε περίπτωση που δεν αναδειχθεί προτιμητέος αγοραστής ή που αποφασίσει να μην υποβάλει δεσμευτική προσφορά ως ενδιαφερόμενος αγοραστής. Προς το σκοπό αυτό, τα μέρη μετά από διαπραγματεύσεις συμφώνησαν στο Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας οι βασικοί όροι του οποίου παρατίθενται κατωτέρω.

Τονίζεται ότι η υπογραφή του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας από την πλευρά της ΕΛΠΕ τελεί υπό την έγκριση και παροχή της ειδικής αδειάς της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της, σύμφωνα με τις διατάξεις άρθρων 99 και 100 του Ν. 4548/2018.

5.2 Κύρια σημεία του Μνημονίου Επιχειρηματικής Συνεργασίας αναφορικά με την αξιοποίηση της συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας

Ακολούθως παραθέτουμε τους βασικότερους όρους του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ της ΕΛΠΕ και του ΤΑΙΠΕΔ, αναφορικά με την αξιοποίηση της συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ, όπως αυτοί αναφέρονται στο «Μνημόνιο Συνεργασίας μεταξύ ΕΛΠΕ και ΤΑΙΠΕΔ αναφορικά με την αξιοποίηση της συμμετοχής της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας», το οποίο μας παραδόθηκε από τη Διοίκηση της ΕΛΠΕ κατά τα αναφερόμενα ανωτέρω υπό 3.

Οι κυριότεροι όροι του εν λόγω ΜοU είναι οι εξής:

1. Το ΤΑΙΠΕΔ θα προκηρύξει διεθνή διαγωνισμό (εφεξής «Διαγωνισμός»), το αντικείμενο του οποίου θα είναι η πώληση του ποσοστού 65% κυριότητάς του επί του μετοχικού κεφαλαίου της ΔΕΠΑ Εμπορίας. Το ΤΑΙΠΕΔ είναι αποκλειστικά αρμόδιο για τη διενέργεια, την οργάνωση και τον έλεγχο του Διαγωνισμού. Το ΤΑΙΠΕΔ με τη δημοσίευση της Πρόσκλησης του Διαγωνισμού (εφεξής «Πρόσκληση») θα απευθύνει πρόσκληση στους ενδιαφερόμενους όπως καταθέσουν πρόταση ενδιαφέροντος για τη συμμετοχή τους στο Διαγωνισμό, ορίζοντας ταυτόχρονα και τις προϋποθέσεις. Στη συνέχεια, οι επιλέξιμοι υποψήφιοι θα οφείλουν να καταθέσουν μέσα στο χρονικό πλαίσιο που έχει ορίσει η Πρόσκληση, δεσμευτικές προσφορές.
2. Η επιλογή του προτιμητέου επενδυτή του Διαγωνισμού γίνεται από το ΤΑΙΠΕΔ, το οποίο αποφασίζει κατά την απόλυτη διακριτική του ευχέρεια. Με την επιλογή του προτιμητέου επενδυτή, το ΤΑΙΠΕΔ θα πρέπει να υποβάλει το τελικό σχέδιο της Συμφωνίας Μεταβίβασης Μετοχών του ΤΑΙΠΕΔ (εφεξής «SPA») στο Ελεγκτικό Συνέδριο προκειμένου να λάβει την έγκρισή του, ενώ στη συνέχεια θα υπογραφεί το SPA μεταξύ του ΤΑΙΠΕΔ και του προτιμητέου επενδυτή. Με την πλήρωση των όρων του SPA, το ΤΑΙΠΕΔ οφείλει να μεταβιβάσει τις μετοχές στον προτιμητέο επενδυτή. Το SPA θα περιέχει όρο κατά τον οποίο η ΕΛΠΕ δε φέρει καμία ευθύνη για αξιώσεις, οι οποίες προέρχονται από το SPA.

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

3. Η ΕΛΠΕ αναλαμβάνει δέσμευση συμμετοχής στο Διαγωνισμό ως ενδιαφερόμενο μέρος και συμμόρφωσης με όλα τα προαπαιτούμενα που ορίζονται στην Πρόσκληση και στο Αίτημα για κατάθεση Δεσμευτικών Προσφορών. Αν η ΕΛΠΕ επιλεγεί ως προτιμητέος επενδυτής, οι ανωτέρω όροι εφαρμόζονται κανονικά, με αποτέλεσμα η ΕΛΠΕ να αποκτά τον πλήρη έλεγχο της ΔΕΠΑ Εμπορίας.
4. Αν όμως η ΕΛΠΕ είτε δεν καταθέσει δεσμευτική προσφορά είτε, αν και θα έχει καταθέσει δεσμευτική προσφορά, δεν θα είναι η ίδια ο προτιμητέος επενδυτής του Διαγωνισμού, τότε η ΕΛΠΕ θα χορηγήσει στον Προτιμητέο Επενδυτή δικαίωμα προαίρεσης αγοράς των μετοχών της ΕΛΠΕ (εφεξής «call option»), ήτοι του ποσοστού 35 % στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε. Το call option πρέπει να ασκηθεί μέσα σε δέκα (10) εργάσιμες μέρες από τη μέρα υπογραφής του SPA. Σε αντίθετη περίπτωση, το δικαίωμα αποσβένεται. Αν δεν ασκηθεί το call option εντός της ταχθείσας προθεσμίας, η ΕΛΠΕ θα λάβει το δικαίωμα προαίρεσεως πώλησης από τον προτιμητέο επενδυτή του 35% των δικών της μετοχών (εφεξής «put option»), ήτοι το ποσοστό 35% στο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ΔΕΠΑ Εμπορίας. Το put option πρέπει να ασκηθεί μέσα σε δέκα (10) εργάσιμες μέρες από τη ημέρα παρέλευσης της περιόδου άσκησης του call option.
5. Η τιμή άσκησης των δικαιωμάτων call/put option (εφεξής «Τιμή Άσκησης» ή «option exercise price»), δηλαδή η τιμή που θα λάβει η ΕΛΠΕ για το ποσοστό συμμετοχής της θα υπόκειται σε έκπτωση 10% μόνον επί του τιμήματος για την Αξία της Επιχείρησης όπως αυτή προσδιορίζεται στο άρθρο 2.1.5 του ΜοU, αφού πρώτα αφαιρεθούν οι Προσαρμογές που πιθανόν να προκύψουν κατά τη διαδικασία των ειδικών νομικών, οικονομικών και φορολογικών ελέγχων (due diligence) ενώ η όποια έκπτωση δε θα εφαρμοστεί στην καθαρή ταμειακή θέση (Net cash).
6. Για την άσκηση των δικαιωμάτων call/put option, η ΕΛΠΕ θα υπογράψει πληρεξούσιο, με το οποίο θα εξουσιοδοτεί ανέκκλητα το ΤΑΙΠΕΔ, όπως το τελευταίο προβεί στη σύναψη των συμβάσεων call και put option (εφεξής «Διμερείς Συμβάσεις») με τον προτιμητέο επενδυτή στο όνομα και για λογαριασμό της ΕΛΠΕ. Σε κάθε περίπτωση, η αποτυχία συνάψεως των Διμερών Συμβάσεων δεν επηρεάζει το αποτέλεσμα του Διαγωνισμού και τη μεταβίβαση των μετοχών του ΤΑΙΠΕΔ στον προτιμητέο επενδυτή. Μάλιστα, οι υποψήφιοι θα οφείλουν να προσκομίσουν εγγυητική επιστολή που θα εξασφαλίζει την υλοποίηση των call/put option, καθώς και τα δικαιολογητικά αποδείξεως της χρηματοοικονομικής τους ικανότητας (proof of funds) για την καταβολή του αντίστοιχου ποσού με την υποβολή των δεσμευτικών προσφορών τους.
7. Η ΕΛΠΕ αναλαμβάνει να προβεί σε παρακατάθεση (εφεξής «escrow») των μετοχών που κατέχει στη ΔΕΠΑ Εμπορίας αμέσως μετά την υλοποίηση της διασπάσεως της ΔΕΠΑ Α.Ε. για χρονικό διάστημα μέχρι τη λύση του ΜοU.
8. Μέσα σε ένα μήνα από τη δημοσίευση της Πρόσκλησης του Διαγωνισμού, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (εφεξής «Δ.Σ.») της ΔΕΠΑ Εμπορίας που έχουν διοριστεί από την ΕΛΠΕ θα πρέπει να παραιτηθούν από τις θέσεις τους, ενώ καθ' όλη τη διάρκεια ισχύος του ΜοU, θα πρέπει να αντικατασταθούν από ανεξάρτητα μέλη (από λίστα που θα συνταχθεί), τα οποία θα πρέπει να πληρούν τα κριτήρια ανεξαρτησίας (σύμφωνα με το άρθρο 4 του Ν. 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης) και να κατέχουν εμπειρία σε σχέση με τις εταιρικές υποθέσεις γενικά και τους σκοπούς της ΔΕΠΑ Α.Ε.. Το ίδιο ισχύει και για τα μέλη που ορίζονται από την ΕΛΠΕ σε θυγατρικές ή εταιρείες διαδόχους της ΔΕΠΑ. Οι όροι αυτοί δεν αφορούν τη συμμετοχή της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ ΥΠΟΔΟΜΩΝ.
9. Καθ' όλη τη διάρκεια του ΜοU η Γενική Συνέλευση της ΔΕΠΑ Εμπορίας θα συγκαλείται μόνο προκειμένου να αποφασίζει για θέματα, για τα οποία έχει αποκλειστική αρμοδιότητα να αποφασίζει. Σε αντίθετη περίπτωση (ήτοι που η Γενική Συνέλευση συγκαλείται προκειμένου να αποφασίζει για ζητήματα τα οποία δεν έχει αποκλειστική αρμοδιότητα) οι μέτοχοι (το ΤΑΙΠΕΔ και η ΕΛΠΕ) συμφωνούν από κοινού να απέχουν προκειμένου να μην σχηματίζεται η απαραίτητη απαρτία.
10. Κατά τη διάρκεια του ΜοU, η ΕΛΠΕ αναλαμβάνει όπως α) δεν προβαίνει σε διαχειριστικό έλεγχο της ΔΕΠΑ Εμπορίας χωρίς τη συγκατάθεση του ΤΑΙΠΕΔ, το οποίο δεν πρέπει να αρνείται αυτή αδικαιολόγητα και β) η ΕΛΠΕ θα έχει ως μέτοχος πρόσβαση σε πληροφορίες για τις επερχόμενες γενικές συνελεύσεις, όμως για τις ευαίσθητες εμπορικές πληροφορίες

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

θα απαιτείται η συγκατάθεση του ΤΑΙΠΕΔ. Σε κάθε περίπτωση, οι επιλέξιμοι υποψήφιοι που επρόκειτο να καταθέσουν δεσμευτική προσφορά μπορούν να έχουν πρόσβαση σε αυτές τις πληροφορίες οι οποίες κοινοποιούνται στην ΕΛΠΕ, υπό την ιδιότητά της ως μετόχου, καθώς και στα πρακτικά των Γ.Σ. μέσω του Virtual Data Room.

11. Για την πώληση του μεριδίου της 35% σε περίπτωση εξάσκησης των δικαιωμάτων call/put, η ΕΛΠΕ θα χορηγήσει τις ίδιες εγγυοδοτικές δηλώσεις που θα χορηγήσει το ΤΑΙΠΕΔ.
12. Η λύση του ΜοU επέρχεται αυτοδικαίως: α) με την ολοκλήρωση της μεταβίβασης των μετοχών του ΤΑΙΠΕΔ στον προτιμητέο επενδυτή, β) κατόπιν γραπτής προσφοράς του ΤΑΙΠΕΔ ότι ο Διαγωνισμός αποδείχτηκε άγονος, γ) εφόσον η Πρόσκληση για το Διαγωνισμό δε δημοσιεύτηκε μέσα σε έξι μήνες από την ημερομηνία της σύναψης του ΜοU και δ) αν η εκτέλεση του SPA και όλων των εγγράφων που σχετίζονται με το Διαγωνισμό δεν ολοκληρωθεί μέσα σε 12 μήνες από την ημερομηνία δημοσίευσης της Πρόσκλησης του Διαγωνισμού. Η περίοδος των 12 μηνών που αναφέρεται ανωτέρω και η διάρκεια του ΜοU μπορεί να παραταθεί από κάθε μέρος για επιπλέον 3 μήνες κατόπιν γραπτής ειδοποίησης του άλλου μέρους ή κατόπιν κοινής έγγραφης συμφωνίας των μερών.
13. Το Μνημόνιο Συνεργασίας διέπεται από το Ελληνικό Δίκαιο, συμφωνείται δε δωσιδικία των Δικαστηρίων της Αθήνας.

6 Πιθανά Σενάρια Συμμετοχής στην Διαγωνιστική Διαδικασία Πώλησης της ΔΕΠΑ Εμπορίας

Η ΕΛΠΕ δια του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας εκφράζει το μη δεσμευτικό ενδιαφέρον της για συμμετοχή στη διαγωνιστική διαδικασία επιτυγχάνοντας ταυτόχρονα πλήρη ευελιξία προκειμένου να:

- Αξιολογήσει τις στρατηγικές επιλογές ανάπτυξης στον κλάδο ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου, μετά και από ενδελεχή έλεγχο της κατάστασης και των προοπτικών της ΔΕΠΑ Εμπορίας.
- Αξιολογήσει τα δεδομένα του διαγωνισμού που θα διενεργήσει το ΤΑΙΠΕΔ και να ενεργήσει κατάλληλα προκειμένου να προστατεύσει την αξία της συμμετοχής της στη ΔΕΠΑ Εμπορίας.

Κατόπιν αξιολόγησης της στρατηγικής της και των εναλλακτικών της, η ΕΛΠΕ θα κληθεί να αποφασίσει την υποβολή ή όχι προσφοράς και το ύψος αυτής.

Ειδικότερα, σύμφωνα με την πληροφόρηση που λάβαμε από τον Πελάτη γίνεται αντιληπτό ότι η Διοίκηση της ΕΛΠΕ κρίνει ότι είναι προς όφελος όλων των μετόχων της ΕΛΠΕ, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών μειοψηφίας τόσο η α) δυνατότητα υποβολής προσφοράς από την ΕΛΠΕ στη διαγωνιστική διαδικασία και η πιθανή ανακήρυξή της σε προτιμητέο επενδυτή όσο και η β) από κοινού πώληση σε συνεργασία με το ΤΑΙΠΕΔ του ποσοστού συμμετοχής της ΕΛΠΕ στο μετοχικό κεφάλαιο της ΔΕΠΑ Εμπορίας (ήτοι 35%) σε περίπτωση μη ανάδειξης της ΕΛΠΕ σε προτιμητέο επενδυτή ή σε περίπτωση που η ΕΛΠΕ δεν υποβάλει δεσμευτική προσφορά.

6.1 Σενάριο Α: Ανακήρυξη της ΕΛΠΕ σε προτιμητέο επενδυτή:

Συγκεκριμένα, με δεδομένη την πληροφόρηση που λάβαμε από τον Πελάτη σχετικά με το μελλοντικό στρατηγικό σχεδιασμό της ΕΛΠΕ, η απόφαση της Διοίκησης της ΕΛΠΕ να διατηρεί δικαίωμα συμμετοχής στον διαγωνισμό για την αγορά του ποσοστού του ΤΑΙΠΕΔ στην ΔΕΠΑ Εμπορίας (65%), στηρίζεται στα κάτωθι επιχειρήματα:

1. Η ΕΛΠΕ θα αποκτήσει πλειοψηφικό ποσοστό στην ΔΕΠΑ Εμπορίας, θα καταστεί κυρία του συνόλου των μετοχών της εν λόγω εταιρείας και θα την συμπεριλάβει στις ενοποιημένες οικονομικές της καταστάσεις, ενισχύοντας την κεφαλαιακή της διάρθρωση και τα οικονομικά της αποτελέσματα.
2. Η ΕΛΠΕ θα μπορέσει να ενισχύσει τη θέση της στην εμπορία φυσικού αερίου (μέσω του οχήματος ΔΕΠΑ Εμπορίας), σύμφωνα με το στρατηγικό σχεδιασμό της ΕΛΠΕ και με σημαντικές συνέργειες για την ΕΛΠΕ.

6.2 Σενάριο Β: Η ΕΛΠΕ υποβάλει προσφορά και δεν ανακηρύσσεται προτιμητέος επενδυτής ή/και η ΕΛΠΕ δεν υποβάλει προσφορά

Σε περίπτωση που η ΕΛΠΕ α) δεν ανακηρυχθεί προτιμητέος επενδυτής ή β) αποφασίσει να μην υποβάλει δεσμευτική προσφορά (κατόπιν αξιολόγησης των δεδομένων και των επιλογών της όπως αναφέρεται ανωτέρω υπό 6) θα ισχύουν όσα αναφέρθηκαν ανωτέρω στο Κεφ. 5.2. παρ. δ της παρούσας σχετικά με το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς ή πώλησης των μετοχών της στη ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε. Οι όροι άσκησης των δικαιωμάτων αυτών θα αποτελέσουν περιεχόμενο των όρων του διαγωνισμού που θα προκηρύξει το ΤΑΙΠΕΔ και επομένως θα δεσμεύουν τον Προτιμητέο Επενδυτή, ο οποίος στην περίπτωση αυτή θα έχει δικαίωμα και αντίστοιχα υποχρέωση να αγοράσει και τις μετοχές της ΕΛΠΕ αποκτώντας έτσι πλήρη έλεγχο της ΔΕΠΑ Εμπορίας. Σύμφωνα με τη Διοίκηση της ΕΛΠΕ, τα επιχειρηματικά οφέλη από τη συμφωνία με το ΤΑΙΠΕΔ για πρόβλεψη των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς/πώλησης των μετοχών της ΕΛΠΕ στους όρους του διαγωνισμού παρατίθενται ακολούθως:

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

1. Μεγιστοποίηση του τιμήματος πώλησης. Η ΕΛΠΕ θα επωφεληθεί από τη διαγωνιστική διαδικασία που θα διεξάγει το ΤΑΙΠΕΔ, λαμβάνοντας υπόψη ότι το τίμημα για την απόκτηση του μειοψηφικού ποσοστού της θα είναι κοντά στο τίμημα πλήρους ελέγχου που θα λάβει το ΤΑΙΠΕΔ δεδομένου ότι η έκπτωση για την έλλειψη ελέγχου που θα προβλεφθεί στους όρους του διαγωνισμού έχει προσδιοριστεί και συμφωνηθεί από τα εμπλεκόμενα μέρη σε 10%, όπως κατωτέρω αναφέρουμε.
2. Διασφάλιση εξόδου από τη μειοψηφική συμμετοχή, καθώς εφόσον ο προτιμητέος επενδυτής δεν ασκήσει το δικαίωμα αγοράς (Call Option), η ΕΛΠΕ έχει δικαίωμα πώλησης του μεριδίου της (Put Option).
3. Σε αντίθετη περίπτωση, η παραμονή της ΕΛΠΕ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας με ένα ποσοστό σημαντικής μεν μειοψηφίας, χωρίς όμως δυνατότητα άσκησης ελέγχου αυτής και με μέτοχο πλειοψηφίας εταιρεία που θα ασκεί όμοια ενδεχομένως, ανταγωνιστική δραστηριότητα με την ΕΛΠΕ, δύναται να οδηγήσει σε πιθανές δυσχέρειες στη λειτουργία καθώς και στην επίτευξη των στόχων της ΔΕΠΑ Εμπορίας αποβαίνοντας έτσι ασύμφορη για την ΕΛΠΕ.
4. Τα προσδοκόμενα έσοδα από την πώληση των μετοχών της μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την υλοποίηση του στρατηγικού σχεδιασμού της ΕΛΠΕ στο φυσικό αέριο με εναλλακτικούς τρόπους.

7 Αξιολόγηση Μνημονίου Συνεργασίας

Λαμβάνοντας υπόψη την πληροφόρηση που λάβαμε από τη Διοίκηση της ΕΛΠΕ, όσα αναφέρονται ανωτέρω στην ενότητα 6 της παρούσας και τους όρους του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας, όπως αναφέρονται στην ενότητα 5 της παρούσας: (α) θεωρείται εύλογη η επιλογή της ΕΛΠΕ να διατηρήσει ευελιξία ως προς τη συμμετοχή της στην διαγωνιστική διαδικασία που θα εκκινήσει το ΤΑΙΠΕΔ με διπλό ρόλο αγοραστή ή πωλητή, (β) θεωρείται εύλογη η συμφωνία για παραίτηση των 2 μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της ΔΕΠΑ που έχουν διοριστεί από την ΕΛΠΕ και η αντικατάστασή τους από ανεξάρτητα μέλη, καθ' όλη τη διάρκεια της διαγωνιστικής διαδικασίας, καθώς έτσι διασφαλίζεται διαφάνεια και ίση μεταχείριση μεταξύ όλων όσων θα συμμετάσχουν στον διαγωνισμό, συμπεριλαμβανομένης της ΕΛΠΕ και (γ) τα 2 δικαιώματα προαίρεσης (call/put options) είναι ισοδύναμα και θεωρείται εύλογη και δίκαιη η τιμή άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης, όπως καθορίζεται με το Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας για τους λόγους που αναφέρουμε κατωτέρω.

7.1 Αξιολόγηση δικαιωμάτων προαίρεσης

Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 5.2 της παρούσας, όπου παρουσιάζονται αναλυτικά οι κυριότεροι όροι του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας, σε περίπτωση που η ΕΛΠΕ αποφασίσει να ι) να υποβάλει δεσμευτική προσφορά αλλά δεν ανακηρυχθεί προτιμητέος επενδυτής ή ii) να μην υποβάλει δεσμευτική προσφορά, στους όρους του διαγωνισμού που θα προκηρύξει το ΤΑΙΠΕΔ θα προβλέπεται ότι η ΕΛΠΕ παρέχει στον προτιμητέο επενδυτή το δικαίωμα να αγοράσει το μετοχικό ποσοστό της ΕΛΠΕ (ήτοι 35%) στην ΔΕΠΑ Εμπορίας («Call Option»). Σε περίπτωση μη άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης αγοράς από τον προτιμητέο επενδυτή εντός του προβλεπόμενου χρονικού διαστήματος (ήτοι σε διάστημα 10 εργάσιμων ημερών από την υπογραφή του συμφωνητικού μεταβιβάσεως των μετοχών του ΤΑΙΠΕΔ στη ΔΕΠΑ Εμπορίας), τότε η ΕΛΠΕ διατηρεί το δικαίωμα να πουλήσει στον προτιμητέο επενδυτή το μετοχικό ποσοστό της στη ΔΕΠΑ Εμπορίας («Put Option»). Σύμφωνα με το Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας, τα παραπάνω δικαιώματα προαίρεσης θα εξασκηθούν διαδοχικά εντός διαστήματος (10) εργάσιμων ημερών από την υπογραφή του συμφωνητικού μεταβιβάσεως των μετοχών της ΔΕΠΑ Εμπορίας.

Τονίζεται ότι τα παραπάνω δικαιώματα προαίρεσης δεν αποτελούν προϊόντα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Παραγώγων ή οποιασδήποτε άλλης αγοράς διαπραγμάτευσης τίτλων και, όπως προβλέπεται στο Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας, θα προβλεφθούν στους όρους του διαγωνισμού, με αποκλειστικό σκοπό την εξασφάλιση ευελιξίας για την ΕΛΠΕ κατά τη διαδικασία πώλησης της ΔΕΠΑ Εμπορίας από το ΤΑΙΠΕΔ, ώστε να είναι σε θέση να ενεργήσει είτε ως πωλητής των μετοχών της (35%) από κοινού με το ΤΑΙΠΕΔ, είτε ως αγοραστής του μεριδίου που θα διαθέσει το ΤΑΙΠΕΔ προς πώληση (ήτοι 65%), έτσι ώστε σε κάθε περίπτωση η ΕΛΠΕ να μην παραμείνει μέτοχος μειοψηφίας στο μετοχικό κεφαλαίο της ΔΕΠΑ Εμπορίας.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι i) τα δικαιώματα προαίρεσης δεν διαπραγματεύονται σε κάποια οργανωμένη αγορά, ii) ότι σύμφωνα με το Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας η τιμή άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης αναμένεται να καθοριστεί βάσει της δεσμευτικής προσφοράς του προτιμητέου επενδυτή και iii) η περίοδος εξάσκησης κάθε δικαιώματος (δηλαδή Call Option ή Put Option) δεν διαφέρει ουσιαστικά, εκτιμάται ότι η αξία των συγκεκριμένων δικαιωμάτων προαίρεσης (Call και Put Options) είναι ισότιμη, βασιζόμενοι στο θεωρητικό υπόβαθρο αποτίμησης των προαναφερθέντων δικαιωμάτων, όπως παρουσιάζεται ακολούθως.

Συγκεκριμένα, η σχέση ισοδυναμίας δικαιωμάτων προαίρεσης («put-call parity») συνδέει την τιμή ενός δικαιώματος πώλησης με την τιμή του αντίστοιχου δικαιώματος αγοράς, με την ίδια τιμή άσκησης και ημερομηνία λήξης. Η ισοδυναμία αυτή δείχνει ότι η ταυτόχρονη κατοχή ενός δικαιώματος πώλησης και ενός δικαιώματος αγοράς - ευρωπαϊκού τύπου - θα έχει την ίδια απόδοση με ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (forward contract), για τον ίδιο υποκείμενο τίτλο, με την ίδια χρονική λήξη και με τιμή προθεσμιακού συμβολαίου ίση με την τιμή άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης (X).

$$Ct + Xe^{-rT} = Pt + S$$

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

- Τιμή του δικαιώματος αγοράς (C_t)
- Παρούσα αξία της τιμής άσκησης (Xe^{-rT})
- Τιμή του δικαιώματος πώλησης (P_t)
- Τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου (S)

Η παραπάνω συνθήκη μπορεί να διατυπωθεί και ως εξής:

$$C_t = P_t + S - Xe^{-rT}$$

Έτσι, ο προτιμητέος αγοραστής που διατηρεί το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς (Call Option) βρίσκεται σε ισότιμη θέση με την ΕΛΠΕ που διατηρεί το δικαίωμα προαίρεσης πώλησης (Put Option) διότι η τιμή εξάσκησης (X) ισούται με την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου (S) (δείτε 7.2 κατωτέρω) και ο όρος e^{-rT} προσεγγίζει την τιμή 1 λόγω του πολύ μικρού χρόνου κατά τον οποίο υφίστανται τα δικαιώματα.

7.2 Αξιολόγηση της έκπτωσης λόγω έλλειψης ελέγχου

Λαμβάνοντας υπόψη ότι (α) η ΕΛΠΕ κατέχει μειωπηφικό ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιο της ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε. (35%) και (β) μειωμένη εκπροσώπηση στο Διοικητικό Συμβούλιο αυτής (2 μέλη σε σύνολο 11 μελών) και κατ' επέκταση περιορισμένη συμμετοχή στη λήψη στρατηγικών αποφάσεων, στο Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας στην Τιμή Άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης έχει συνυπολογιστεί έκπτωση 10% επί της Αξίας της Επιχείρησης («Enterprise Value»), όπως αυτή προκύπτει μετά από τυχόν προσαρμογές που ενδέχεται να προκύψουν κατόπιν των ειδικών νομικών, οικονομικών και φορολογικών ελέγχων («due diligence») της ΔΕΠΑ Εμπορίας, σύμφωνα με το άρθρο 1.1 του Σχεδίου Μνημονίου Συνεργασίας όπως παρουσιάζεται ακολούθως:

$$\text{Τιμή άσκησης} = (\text{Αξία Επιχείρησης} - \text{Προσαρμογές}) * (1-10\%) - \text{Καθαρός Δανεισμός} / (\text{Καθαρά Ταμειακά Διαθέσιμα})$$

Επισημαίνεται ότι με βάση τη συνήθη πρακτική, ένα μειωπηφικό ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας αποτιμάται σε χαμηλότερη αξία συγκριτικά με ένα πλειοψηφικό μετοχικό ποσοστό, λόγω της έλλειψης ελέγχου στην εταιρεία. Η έκπτωση για την έλλειψη ελέγχου («Discount for Lack of Control» ή «DLOC») αντικατοπτρίζει την αδυναμία του μετόχου μειοψηφίας να εξασκήσει διάφορα δικαιώματα που σχετίζονται με το διοικητικό και οικονομικό έλεγχο της εταιρείας. Η έκπτωση για την έλλειψη ελέγχου εκτιμάται λαμβάνοντας υπόψη την επιπρόσθετη αξία την οποία θα ήταν διατεθειμένος να πληρώσει ένας επενδυτής, πλέον της αγοραίας αξίας ενός μειωπηφικού μετοχικού κεφαλαίου, ώστε να αποκτήσει πλήρη έλεγχο των μετοχών μιας εταιρείας.

Συγκεκριμένα, το DLOC υπολογίζεται με το κάτωθι μαθηματικό τύπο:

$$DLOC = 1 - \left(\frac{1}{1 + \text{πριμ ελέγχου}} \right)$$

Βάσει των ερευνών που παρατίθενται στο παράρτημα 1 και λαμβάνοντας υπόψη τα εξαγόμενα πριμ ελέγχου από ολοκληρωμένες συναλλαγές με εισηγμένες εταιρείες, τόσο σε Ευρωπαϊκό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο, το εύρος της έκπτωσης λόγω έλλειψης ελέγχου κυμαίνεται μεταξύ 17.5% - 20.0%.

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

Έκπτωση έλλειψης ελέγχου (DLOC) - Σύνοψη ερευνών		
Έρευνα	Ελάχιστο	Μέγιστο
Mergerstat 2nd Quarter 2018	19.4%	22.4%
Duff & Phelps winter 2019	20.0%	20.6%
Damodaran 2005	13.0%	17.0%
Εύρος μέσων	17.5%	20.0%
Μέσος όρος εύρους	18.7%	

Πηγή: Ανάλυση KPMG

Σύμφωνα με το Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας και την πληροφόρηση που λάβαμε από τη Διοίκηση της ΕΛΠΕ, η έκπτωση λόγω έλλειψης ελέγχου επί της Αξίας Επιχείρησης στην εκτίμηση της Τιμής Άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης καθορίστηκε σε χαμηλότερο επίπεδο από το ανωτέρω εύρος ήτοι 10%, ως αποτέλεσμα διαπραγματεύσεων μεταξύ της Διοίκησης της ΕΛΠΕ και του ΤΑΙΠΕΔ, λαμβάνοντας υπόψη τα κάτωθι:

- Το μειωηφικό ποσοστό συμμετοχής της ΕΛΠΕ στην ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε. (35%) το οποίο της παρέχει τα δικαιώματα μειωηφίας που προβλέπει ο νόμος.
- Το δικαίωμά της ΕΛΠΕ σύμφωνα με το άρθρο 11 του καταστατικού της ΔΕΠΑ Α.Ε. να διορίζει 2 από τα 11 μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου αυτής. Σύμφωνα με το άρθρο 12 παρ. 4 του καταστατικού της ΔΕΠΑ Α.Ε., το Διοικητικό Συμβούλιο βρίσκεται σε απαρτία όταν παρίστανται το ήμισυ πλέον ενός συμβούλου ενώ οι αποφάσεις λαμβάνονται με την απόλυτη πλειοψηφία των παρόντων μελών. Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 12 παρ. 2 του καταστατικού της ΔΕΠΑ Α.Ε., ο Πρόεδρος είναι υποχρεωμένος να συγκαλέσει το Διοικητικό Συμβούλιο αν το ζητήσουν 2 μέλη αυτού. Σημειώνεται ότι οι διατάξεις του ν. 4001/2011 όπως ισχύουν σήμερα σχετικά με τον εταιρικό μετασχηματισμό της ΔΕΠΑ ΑΕ δεν προβλέπουν την τροποποίηση του καταστατικού της μετά την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού και την μετονομασία της σε ΔΕΠΑ Εμπορίας Α.Ε.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, με βάση την βιβλιογραφική μας έρευνα το εύρος έκπτωσης έλλειψης ελέγχου (DLOC) κυμαίνεται μεταξύ 17.5% και 20.0% - όπως εξάγεται από μελέτες που βασίζονται σε συναλλαγές που έλαβαν χώρα σε ποικίλους κλάδους δραστηριοποίησης, εισηγμένων εταιρειών διαφόρων οικονομικών μεγεθών και συνεργειών μεταξύ των μετόχων και σύμφωνα με την επαγγελματική μας κρίση, θεωρούμε ότι το ποσοστό έκπτωσης για την έλλειψη ελέγχου που υιοθετήθηκε στο Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας (ήτοι 10%) κρίνεται εύλογο και δίκαιο στη συγκεκριμένη αποεπένδυση μειωηφικού ποσοστού συμμετοχής. Άρα η τιμή εξάσκησης των δικαιωμάτων call/put είναι ίση με την αξία του υποκειμένου.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι παρά τη συνήθη πρακτική η έκπτωση για την έλλειψη ελέγχου να εφαρμόζεται στην αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας και όχι στην αξία επιχείρησης και λαμβάνοντας υπόψη τα υψηλά ταμειακά διαθέσιμα της ΔΕΠΑ (ΕΥΡΩ 417 εκατ. με βάση τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις με ημερομηνία αναφοράς 30.06.2019) και την υγιή κεφαλαιακή της διάρθρωση (ήτοι μηδενικός δανεισμός), στο Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας συμφωνήθηκε η εφαρμογή της έκπτωσης για την έλλειψη ελέγχου στην Αξία Επιχείρησης, ως αποτέλεσμα διαπραγματεύσεων μεταξύ της Διοίκησης της ΕΛΠΕ και του ΤΑΙΠΕΔ με σκοπό την διασφάλιση και προστασία των συμφερόντων των μικρομετόχων της ΕΛΠΕ.

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

7.3 Η γνώμη μας

Λαμβάνοντας υπόψη α) την ως άνω ανάλυσή μας όπως παρουσιάστηκε στις προηγούμενες ενότητες, β) τις διευκρινήσεις που λάβαμε από τη Διοίκηση της ΕΛΠΕ και γ) τους περιορισμούς της εργασίας μας, όπως αυτοί παρατίθενται αναλυτικά στην Ενότητα 2 της παρούσας Έκθεσης και σύμφωνα με την επαγγελματική μας κρίση, θεωρούμε ότι το Σχέδιο Μνημονίου Συνεργασίας αναφορικά με την αξιοποίηση της συμμετοχής της ΕΛΠΕ στο μετοχικό κεφάλαιο της ΔΕΠΑ Εμπορίας (ήτοι 35%) είναι δίκαιο και εύλογο για την ΕΛΠΕ και τους μετόχους της που δεν είναι συνδεδεμένα μέρη, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας, βάσει των διατάξεων του άρθρου 101 παρ. 1 του Ν. 4548/2018.

Σημειώνεται ότι η Αξιολόγησή μας βασίζεται στις τρέχουσες πληροφορίες που έχουμε στη διάθεσή μας μέχρι την ημερομηνία έκδοσης της παρούσας Έκθεσης, συμπεριλαμβανομένων οικονομικών, νομικών, ρυθμιστικών, αγοραίων και άλλων όρων και συνθηκών που μας γνωστοποιήθηκαν μέχρι τη συγκεκριμένη ημερομηνία.

Με εκτίμηση,



Μαρίνα Καπετανάκη
Ορκωτός Ελεγκτής Λογιστής
ΑΜ ΣΟΕΛ 15911

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

Παράρτημα - Μελέτη Πριμ Ελέγχου του Mergerstat - 2^ο Τρίμηνο 2018

Με βάση τη μελέτη «Control Premium Study, 2nd Quarter 2018, MergerStat» εξετάστηκαν συναλλαγές στις οποίες έγινε εξαγορά ποσοστού άνω του 50.01% μιας εταιρείας. Θεωρείται ότι ένα ποσοστό ελέγχου έχει μεγαλύτερη αξία από ένα μειοψηφικό ποσοστό λόγω της δυνατότητας του αγοραστή να επιφέρει αλλαγές στη συνολική διάρθρωση της επιχείρησης και να επηρεάσει τις επιχειρηματικές πολιτικές. Τα πριμ ελέγχου ενδέχεται να αποκλίνουν σημαντικά. Οι παράγοντες που επηρεάζουν το μέγεθος ενός πριμ ελέγχου είναι μεταξύ άλλων:

- Η φύση και το μέγεθος των μη λειτουργικών παγίων.
- Η φύση και το μέγεθος των προαιρετικών δαπανών.
- Οι διοικητικές ικανότητες της υφιστάμενης διοίκησης.
- Η φύση και το μέγεθος των επιχειρηματικών ευκαιριών, οι οποίες δεν έχουν αξιοποιηθεί επί του παρόντος.
- Η ικανότητα του αγοραστή να ενσωματώσει τον εξαγοραζόμενο στην επιχείρηση ή τα κανάλια διανομής του.

Το εύρος της μελέτης έχει περιοριστεί λαμβάνοντας υπόψιν μόνο τις ολοκληρωμένες συναλλαγές στις οποίες η εταιρεία-στόχος είναι εισηγμένη σε χρηματιστήριο, έτσι ώστε οι πληροφορίες να είναι αμερόληπτες και ορθά τιμολογημένες. Για τις εγχώριες συναλλαγές, τα Πριμ κυμαίνονται από -96.8% για τη Fairmount Santrol Holdings, Inc. έως και 662.5% για την Excel Corp. (New York). Όσον αφορά τις διεθνείς συναλλαγές, τα Πριμ κυμαίνονται από -92.5% για την Itaúsa-Investimentos Itaú SA (Elekeiroz SA) έως και 515.9% για την Haeduk Powerway Co., Ltd. Το Mergerstat δεν έχει συμπεριλάβει τα αρνητικά πριμ στον υπολογισμό του μέσου όρου και του μέσου των στατιστικών στοιχείων. Σε περίπτωση που τα αρνητικά πριμ είχαν συμπεριληφθεί στους υπολογισμούς για το 2ο Τρίμηνο του 2018, τα αποτελέσματα θα ήταν ως εξής:

Mergerstat Μελέτη Πριμ Ελέγχου 2ο Τρίμηνο 2018 Σύνοψη αποτελεσμάτων				
	Συμπεριλαμβανομένων των αρνητικών πριμ		Μη συμπεριλαμβανομένων των αρνητικών πριμ	
	Αριθμός συναλλαγών	Πριμ	Αριθμός συναλλαγών	Πριμ
Εγχώριος Μέσος Όρος	65	52.1%	57	63.3%
Εγχώρια Διάμεσος	65	25.9%	57	28.5%
Διεθνής Μέσος Όρος	62	36.6%	43	63.2%
Διεθνής Διάμεσος	62	16.4%	43	29.1%
Συνολικός Μέσος Όρος	127	44.5%	100	63.3%
Συνολική Διάμεσος	127	24.0%	100	28.8%

Mergerstat Μελέτη Πριμ Ελέγχου 2ο Τρίμηνο 2018 Ηλεκτρική ενέργεια & Φυσικό αέριο			
Κωδικός SIC	Ημερομηνία Κλεισίματος	Επωνυμία στόχου	Πριμ ελέγχου Mergerstat
4,911	19/06/2018	8point3 Energy Partners LP	(12.7)%
4,911	09/04/2018	Dynegy, Inc.	83.3%
4,911	08/03/2018	Calpine Corp.	51.4%
4,911	07/03/2018	Electro Power Systems SA	(16.7)%
4,911	06/02/2018	Alterra Power Corp.	54.3%
4,911	28/12/2017	SunEdison, Inc. (TerraForm Global, Inc.)	36.0%
4,911	25/10/2017	Elverket Vallentina AB	24.0%
4,922	26/04/2018	Archrock Partners LP	25.8%
4,923	01/06/2018	Gas Natural SDG SA (Gas Natural SA ESP)	(43.2)%
4,923	02/10/2017	Varesen, Inc.	23.0%
4,923	20/09/2017	Delta Natural Gas Co., Inc	16.6%
4,924	04/08/2017	Gas Natural, Inc.	70.6%
4,931	24/04/2018	U.S. Geothermal, Inc.	28.5%
4,959	30/11/2017	Korea Environment Technology Co., Ltd	23.7%
Διάμεσος (εξαιρουμένων των αρνητικών)			28.5%
Μέσος όρος (εξαιρουμένων των αρνητικών)			39.7%
Εύρος ημών			16.6% to 83.3%

Πηγή: Control Premium Study, 2cd Quarter 2018, MergerStat

Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε.

Έκθεση Αξιολόγησης επί του Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ ΤΑΙΠΕΔ και ΕΛΠΕ
20 Ιανουαρίου 2020

Duff & Phelps | Εικόνα Καναδικών Σ&Ε Χειμώνας 2019

Σύμφωνα με την έρευνα, ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών που πωλήθηκαν στον Καναδά αυξήθηκε από 144 το 2017 σε 168 το 2018. Ο μέσος των πριμ εξαγορών εισηγμένων εταιρειών του Καναδά και των Η.Π.Α. μειώθηκε για τρίτη συνεχόμενη χρονιά και βυθίστηκε κάτω από το 10ετές μέσο όρο, με τα Καναδικά πριμ να εξισορροπούνται με αυτά των Η.Π.Α. (Καναδάς – 25%, Η.Π.Α. – 26%), παρεκκλίνοντας από τα τελευταία δύο έτη στα οποία τα πριμ ήταν υψηλότερα κατά περίπου 10%.

Duff & Phelps Εικόνα Σ&Ε Χειμώνας 2019 Εισηγμένες Εταιρείες που εξαγοράστηκαν στη Β. Αμερική	
10-Ετές Μέσος Πριμ στις Η.Π.Α.	26%
10-Ετές Μέσος Πριμ στο Καναδά	25%

Πηγή: Canadian M&A Insights, 2019, Duff & Phelps

Μελέτη The Value of Control, Aswarth Damodaran (2005)

Έκπτωση μειοψηφίας: Στοιχεία για την επίδραση άσκησης ελέγχου

Η έκπτωση μειοψηφίας θα πρέπει να είναι αντιστρόφως ανάλογη με την ποιότητα της διοίκησης: Εφόσον η έκπτωση μειοψηφίας αντανάκλα τη αξία του ελέγχου μιας εταιρείας (ή την απουσία αυτού), τότε η έκπτωση θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη για τις εταιρείες με ανεπαρκή διοίκηση και μικρότερη για εταιρείες με αποτελεσματική διοίκηση.

Ο έλεγχος μιας εταιρείας δεν απαιτεί πάντοτε το 51%: Ενώ είναι αληθές ότι χρειάζεται το 51% του μετοχικού κεφαλαίου ώστε να ασκηθεί έλεγχος σε μια ιδιωτική εταιρεία (μη εισηγμένη) σε περίπτωση που υπάρχουν μόνο δυο συνιδιοκτήτες, είναι πιθανό ουσιαστικά να ασκηθεί έλεγχος σε μια εταιρεία με ένα μικρότερο αριθμό υφιστάμενων μετοχών όταν το μετοχικό κεφάλαιο έχει διασκορπιστεί σε πολλούς επενδυτές.

Η αξία ενός μεριδίου μετοχών θα εξαρτηθεί από το εάν αυτό επιτρέπει στο κάτοχο του να έχει λόγο ως προς τη διοίκηση μιας εταιρείας: Πολλοί επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων έχουν ενεργό ρόλο στη διοίκηση των εταιρειών στις οποίες επενδύουν και αυτή η δυνατότητα θα πρέπει να αντανάκλαται μέσω της αξίας του μετοχικού μεριδίου. Ουσιαστικά, η προσδοκώμενη αξία του ελέγχου έχει ενσωματωθεί στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου. Αντίθετα, μια εταιρεία επενδύσεων ιδιωτικών μετοχικών κεφαλαίων (Private Equity Fund), η οποία αγοράζει και διατηρεί μερίδια σε ιδιωτικές εταιρείες δίχως να εμπλέκεται στην διαδικασία διοίκησης της εταιρείας, θα πρέπει να αποτιμήσει τα μετοχικά της μερίδια σε χαμηλότερη αξία.

Υπάρχουν ξεκάθαρες ενδείξεις ότι σε συναλλαγές ιδιωτικών εταιρειών οι ειδικοί εφαρμόζουν πριμ ελέγχου, που κυμαίνονται μεταξύ **15%** και **20%**, όσον αφορά το πλειοψηφικό μερίδιο; αντίστροφα, αυτό μεταφράζεται σε μια ισοδύναμη έκπτωση για ένα μειοψηφικό μερίδιο με βάση τον ακόλουθο τύπο:

$$DLLOC = 1 - \left(\frac{1}{1 + \text{πριμ ελέγχου}} \right)$$

Πηγή: The Value of Control, Aswarth Damodaran



© 2020 KPMG Ελεγκτική Α.Ε., Ελληνική Ανώνυμη Εταιρεία και μέλος του δικτύου ανεξάρτητων εταιρειών-μελών της KPMG συνδεδεμένων με την KPMG International Cooperative ("KPMG International"), ενός Ελβετικού νομικού προσώπου. Με την επιφύλαξη κάθε δικαιώματος. Τυπώθηκε στην Ελλάδα.

Οι πληροφορίες που περιέχονται στο παρόν είναι γενικού χαρακτήρα και δεν προορίζονται για την αντιμετώπιση περιστάσεων που αφορούν συγκεκριμένα φυσικά πρόσωπα ή οντότητες. Αν και προσπαθούμε να παρέχουμε ακριβείς και έγκαιρες πληροφορίες, δεν μπορεί να υπάρξει καμία εγγύηση ότι οι πληροφορίες αυτές είναι ακριβείς την ημερομηνία παραλαβής τους ή ότι θα παραμείνουν να είναι ακριβείς στο μέλλον. Δεν θα πρέπει να λαμβάνονται αποφάσεις βάσει των πληροφοριών αυτών χωρίς την κατάλληλη επαγγελματική συμβουλή μετά από ενδελεχή εξέταση της συγκεκριμένης κατάστασης.

Το όνομα και το λογότυπο KPMG αποτελούν καταχωρημένα εμπορικά σήματα ή σήματα της KPMG International..