

Deals

Stademos Hotels Plc

Αξιολόγηση της προτεινόμενης
αντιπαροχής για αγορά των
μετοχών της εταιρείας με βάση
τη Δημόσια Πρόταση της
εταιρείας Stademos Holdings
Limited

Αυστηρά προσωπικό
και εμπιστευτικό

15 Μαΐου 2019

pwc



Κωνσταντίνος Κωνσταντίνου

Συνέταρος

T: +357 22555000

F: +357 22555016

constantinos.constantinou@pwc.com

Σωκράτης Πασχάλης

Επιχειρησιακός Διευθυντής

T: +357 22555000

F: +357 22555016

socrates.paschalis@pwc.com

PricewaterhouseCoopers Ltd

Λεωφ. Δημοσθένη Σεφέρη 43, 1591 Λευκωσία

Τηλ : +357 22555000

Φαξ : +357 22555001

Stademos Hotels Plc

Λεωφ. Αμαθούς 60

Άγιος Τύχωνας

4533 Λεμεσός

Κύπρος

15 Μαΐου 2019

Αγαπητοί κύριοι,

Έκθεση ανεξάρτητου ειδικού εμπειρογνώμονα

Η έκθεση αυτή (η «Έκθεση») ετοιμάστηκε προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Stademos Hotels Plc (η «Εταιρεία», ή η «Υπό Εξαγορά Εταιρεία», ή η «ΣΤΑΔ»), σύμφωνα με την μεταξύ μας σύμβαση, ημερομηνίας 9 Απριλίου 2019 (η «Σύμβαση»).

Στην Έκθεση αυτή δίνεται η γνώμη μας σχετικά με:

- Τη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για τον καθορισμό της προτεινόμενης αντιπαροχής που περιέχεται στο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 16 Απριλίου 2019 από την εταιρεία Stademos Holdings Limited (ο «Προτείνοντας»), προς όλους τους μετόχους της Εταιρείας, για την απόκτηση από τον Προτείνοντα, του συνόλου του εκδομένου μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας, και
- Κατά πόσο η προτεινόμενη αντιπαροχή που περιλαμβάνεται στο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης είναι δίκαιη και εύλογη.

Η ετοιμασία της Έκθεσης βασίστηκε στα ακόλουθα:

- Σε πληροφορίες και στοιχεία που περιέχονται στην ανακοίνωση της Διατύπωσης της Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 8 Μαρτίου 2019,
- Σε πληροφορίες και στοιχεία που περιέχονται στο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 16 Απριλίου 2019,
- Στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για τα έτη που έληξαν στις 31 Δεκεμβρίου 2018 και 2017, και στις 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»), και
- Σε άλλες δημοσιευμένες πληροφορίες σχετικές με την διεκπεραίωση της εργασίας μας.



Η εργασία μας διεκπεραιώθηκε λαμβάνοντας υπόψη τις πιο πρόσφατες οικονομικές καταστάσεις για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2018. Δεν γνωρίζουμε και δεν φέρουμε ευθύνη για στοιχεία και γεγονότα τα οποία έχουν συμβεί μετά τις 31 Δεκεμβρίου 2018 και τα οποία πιθανόν να είναι σημαντικά σχετικά με την εργασία μας και με την γνώμη που έχουμε εκφέρει.

Διευκρινίζουμε ότι δεν έχουμε προβεί σε οποιοσδήποτε διαδικασίες ελέγχου οι οποίες να αποσκοπούν στην επιβεβαίωση της ακρίβειας των πληροφοριών και στοιχείων που μας έχουν παρασχεθεί από τη Διεύθυνση της Εταιρείας. Τονίζουμε επίσης 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 και έχουν χρησιμοποιηθεί στην εργασία μας, πιθανόν να διαφοροποιεί τα συμπεράσματα της Έκθεσης μας.

Στην Έκθεση περιλαμβάνονται εκτιμήσεις της Εταιρείας αναφορικά με μελλοντικά έσοδα και κερδοφορία της Εταιρείας, καθώς επίσης και εκτιμήσεις αναφορικά με το κόστος αποπεράτωσης ορισμένων σημαντικών έργων τα οποία βρίσκονταν σε εξέλιξη κατά τις 31/12/2018. Δεν έχουμε προβεί σε οποιονδήποτε έλεγχο και δεν έχουμε κάνει οποιαδήποτε εργασία αναφορικά με την διαπίστωση της ορθότητας και πληρότητας των στοιχείων αυτών. Κατ' επέκταση, δεν εκφέρουμε οποιαδήποτε γνώμη για τα στοιχεία αυτά. Η Εταιρεία φέρει αποκλειστική ευθύνη για την παροχή πληροφοριών και στοιχείων και η PricewaterhouseCoopers Limited (η "PwC"), βασιζόμενη στα στοιχεία αυτά, δεν φέρει ευθύνη για την ακρίβεια ή/και την πληρότητα τους.

Οι οποιοσδήποτε προβλέψεις αναφέρονται στην παρούσα Έκθεση είναι βασισμένες σε παραδοχές που μας δόθηκαν από τη Διεύθυνση, οι οποίες δύνανται να μην εκπληρωθούν στο μέλλον. Συνεπώς, δεν πρέπει να δοθεί ο ίδιος βαθμός βαρύτητας που δίδεται στην περίπτωση παρελθόντων ελεγμένων στοιχείων. Πρέπει να τονιστεί ότι δεν εκφέρουμε καμία γνώμη για το κατά πόσο οι προβλέψεις θα εκπληρωθούν στο μέλλον.

Η εργασία μας περιορίζεται στην έκφραση γνώμης αναφορικά με την προτεινόμενη αντιπαροχή και δεν αποτελεί καθ' οιονδήποτε 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 PwC, στα πλαίσια της εργασίας αυτής, δεν παρέχει σε κανένα μέρος επενδυτικές ή άλλες συμβουλές ως προς τα μέτρα ή/και αποφάσεις 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 οποιονδήποτε 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 οποιοδήποτε πληροφορίες ή εξηγήσεις που πιθανόν να προκύψουν σχετικά με το περιεχόμενο της Έκθεσης μας.

Με εκτίμηση,

PP 

Κωνσταντίνος Κωνσταντίνου
Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου

Περιεχόμενα

Πληροφορίες για την εταιρεία Stademos Hotels Plc	6
Σχολιασμός και αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης	14
Συμπεράσματα	28
Γλωσσάριο και συντομογραφίες	36

Πληροφορίες για την εταιρεία Stademos Hotels Plc

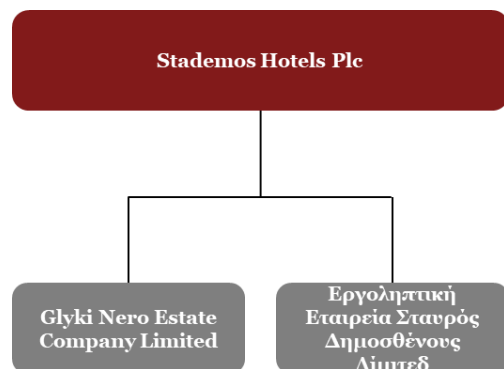
Ιστορικό της εταιρείας / Συγκροτήματος

- Η Stademos Hotels Plc συστάθηκε στην Κύπρο το Μάρτιο του 1989, ως ιδιωτική εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, με αριθμό εγγραφής HE 34966, σύμφωνα με τις πρόνοιες του περί Εταιρειών Νόμου Κεφ. 113, και με την αρχική εταιρική επωνυμία Stademos Hotels Limited. Η Stademos Hotels Limited μετατράπηκε σε δημόσια εταιρεία στις 31 Μαρτίου 2000. Οι κυριότερες δραστηριότητες της Stademos Hotels Plc και των θυγατρικών της εταιρειών (το “Συγκρότημα”) είναι η ιδιοκτησία, η λειτουργία και η διεύθυνση ξενοδοχείων.
- Πιο κάτω παρουσιάζεται μια ιστορική αναδρομή της πορείας του Συγκροτήματος:

1989	Η Stademos Hotels Plc συστάθηκε στην Κύπρο ως ιδιωτική εταιρεία με κυριότερες δραστηριότητες την ιδιοκτησία, λειτουργία και διεύθυνση ξενοδοχείων
1991	Αρχίζει η λειτουργία του ξενοδοχείου “Mediterranean Beach Hotel” στη Λεμεσό
2000	Η Stademos Hotels μετατράπηκε σε δημόσια εταιρεία. Λίγους μήνες μετά, η Stademos Holdings Limited η οποία αποτελούσε τον κύριο μέτοχο της Stademos Hotels Plc, συμφώνησε την εξαγορά του 100% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας Glyki Nero Estate Company Limited - ιδιοκτήτρια του ξενοδοχείου Elysium στην Πάφο (η οποία μεταβιβάστηκε στην Stademos Hotels Plc, μετά την εισαγωγή της στο ΧΑΚ – βλέπε πιο κάτω)
2001	Οι μετοχές της Stademos Hotels Plc εισάχθηκαν στο ΧΑΚ με κωδικό SHL (ΣΤΑΔ)
2015	Η Stademos Hotels απέκτησε την Εργοληπτική Εταιρεία “Σταύρος Δημοσθένους Λίμιτεδ” και των εξ’ ολοκλήρου εξαρτημένων της εταιρειών, Stavros Demosthenous Developers Limited, Stanto Investments Limited, Zucero Holdings Limited και Fornio Holdings Limited. Αρχίζει η ανέγερση του ξενοδοχείου “S.D. Amara Beach Hotel” στη Λεμεσό το οποίο αναμένεται να αρχίσει τη λειτουργία του εντός του 2019.
2016	Η Εργοληπτική Εταιρεία Σταύρος Δημοσθένους Λίμιτεδ συγχωνεύθηκε με τις 100% εξαρτημένες της, Stanto Investment Ltd, Fornio Holdings Ltd, Zucero Holdings Ltd, Stavros Demosthenous Developers Ltd και τη Κοινοπραξία HALCYON που ανέλαβε την ανάπτυξη της ακίνητης ιδιοκτησίας των εταιρειών αυτών
2017	Αρχίζει η ανέγερση νέου κτιρίου στη γη του ξενοδοχείου “Mediterranean Beach Hotel” στα πλαίσια μεικτής τουριστικής ανάπτυξης

Δομή και δραστηριότητες Συγκροτήματος

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



- Η Stagemos Hotels Plc δραστηριοποιείται στον τομέα του τουρισμού και συγκεκριμένα στον κλάδο ιδιοκτησίας και διαχείρισης ξενοδοχείων. Είναι ιδιοκτήτρια του ξενοδοχείου "Mediterranean Beach Hotel" στη Λεμεσό, το οποίο άρχισε τη λειτουργία του το 1991 και του ξενοδοχείου Elysium στην Πάφο το οποίο άρχισε τη λειτουργία του το 2002.
- Στις 14 Σεπτεμβρίου 2015, η Stagemos Hotels Plc απέκτησε την Εργοληπτική Εταιρεία Σταύρος Δημοσθένους Λίμιτεδ και τις εξ' ολοκλήρου εξαρτημένες εταιρείες, Stavros Demosthenous Developers Limited, Stanto Investments Limited, Zucero Holdings Limited και Fornio Holdings Limited.
- Η Εργοληπτική Εταιρεία Σταύρος Δημοσθένους Λίμιτεδ ιδρύθηκε το 1972 και ειδικεύεται στις κατασκευές οικιστικών μονάδων καθώς και εμπορικών και δημοσίων κτηρίων. Σημαντικά έργα της εταιρείας, πέραν των ξενοδοχείων Mediterranean Beach Hotel και Elysium, περιλαμβάνουν τα κεντρικά γραφεία της Columbia και το πολυκατάστημα Debenhams στη Λεμεσό. Επιπλέον, το Συγκρότημα έχει αρχίσει την ανέγερση του ξενοδοχείου S.D. Amara Beach Hotel στη Λεμεσό, το οποίο θα αρχίσει τη λειτουργία του εντός του 2019, καθώς και την ανέγερση του Amara Tower και του Mediterranean Tower.

Δομή και δραστηριότητες Συγκροτήματος

Διοικητικό Συμβούλιο

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

Όνομα	Ιδιότητα
Χρίστος Μαυρέλλης	Πρόεδρος, Μη Εκτελεστικός, Ανεξάρτητος
Σταύρος Δημοσθένους	Α' Εκτελεστικός Σύμβουλος, Μη Ανεξάρτητος
Δήμος Δημοσθένους	Διευθύνων Σύμβουλος, Μη Ανεξάρτητος
Σοφία Βασιλείου Αβραάμ	Μέλος, Μη Εκτελεστική, Ανεξάρτητη
Λώρης Λυσιώτης	Μέλος, Μη Εκτελεστικός, Ανεξάρτητος

Μετοχικό Κεφάλαιο

- Το εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο της Stademos Hotels Plc ανέρχεται σε €85.000.000 διαιρεμένο σε 125.000.000 μετοχές ονομαστικής αξίας €0,68 η κάθε μια.
- Κατά την ημερομηνία του Εγγράφου Δημόσιας Πρότασης, το εκδομένο μετοχικό κεφάλαιο της Stademos Hotels ανερχόταν σε €26.520.000 διαιρεμένο σε 39.000.000 εκδομένες και πλήρως εξοφληθείσες μετοχές ονομαστικής αξίας €0,68 η κάθε μια.
- Η Stademos Hotels Plc είναι εισηγμένη στην Εναλλακτική Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου. Κατά την ημερομηνία του Εγγράφου Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνων κατείχε άμεσα 70,24% του μετοχικού κεφαλαίου της Υπό Εξαγορά Εταιρείας.

Όνομα	Αριθμός Μετοχών	Ποσοστό Μετοχικού Κεφαλαίου (%)
Άμεσα από τον Προτείνοντα	27.392.684	70,24%
<i>Σύνολο μετοχών που κατέχονται από τον Προτείνοντα και μνημονευόμενα πρόσωπα στην παράγραφο 4 (1) (η) της Οδηγίας ΟΔ41-2007-03 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς</i>	27.392.684	70,24%
Επενδυτικό κοινό	11.607.316	29,76%
Σύνολο	39.000.000	100,00%

Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες

Ενοποιημένος Ελεγμένος Λογαριασμός Αποτελεσμάτων και συνολικών εσόδων (1/2)

- Οι ακόλουθες χρηματοοικονομικές πληροφορίες προέρχονται από τις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Υπό Εξαγορά Εταιρείας για τα έτη που έληξαν στις 31 Δεκεμβρίου 2018, 31 Δεκεμβρίου 2017 και 31 Δεκεμβρίου 2016.

Ενοποιημένος Ελεγμένος Λογαριασμός Αποτελεσμάτων και συνολικών εσόδων

	2016 (Ελεγμένα) €	2017 (Ελεγμένα) €	2018 (Ελεγμένα) €
Κύκλος εργασιών	30.700.562	32.190.516	36.724.325
Κόστος πωλήσεων	(15.894.991)	(16.629.366)	(20.493.908)
Μικτό κέρδος	14.805.571	15.561.150	16.230.417
Περιθώριο Μικτού Κέρδους	48,2%	48,3%	44,2%
Έξοδα προώθησης πωλήσεων	(1.288.533)	(1.106.819)	(1.211.999)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	(2.711.491)	(3.076.445)	(2.964.133)
Άλλα έσοδα / (έξοδα)	40.857	-	(3.627)
Απομείωση επισφαλών χρεωστών	-	(46.226)	-
Αποσβέσεις	(1.702.731)	(1.965.647)	(2.056.069)
Κέρδος εργασιών	9.143.673	9.366.013	9.994.589
Κέρδος προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων («ΚΠΤΦΑ» / «EBITDA»)	10.846.404	11.331.660	12.050.658
Περιθώριο ΚΠΤΦΑ	35,3%	35,2%	32,8%
Χρηματοδοτικά έσοδα	20.945	53.259	153.536
Χρηματοδοτικά έξοδα	(2.159.637)	(1.906.419)	(1.806.698)
Άλλα έσοδα/(έξοδα)	-	-	(96.963)
Κέρδος πριν τη φορολογία	7.004.981	7.512.853	8.244.464
Φορολογία	(954.085)	(1.114.225)	(1.246.232)
Καθαρό κέρδος για το έτος	6.050.896	6.398.628	6.998.232
Άλλα συνολικά εισοδήματα			
Αντιστροφή αναβαλλόμενης φορολογίας και αναθεώρηση αναβαλλόμενης φορολογίας στην επανεκτίμηση γης	(64)	(8.245)	523.532
Απομείωση στην επανεκτιμημένη αξία των κτιρίων	-	-	(4.000.000)
Συνολικά εισοδήματα για το έτος	6.050.832	6.390.383	3.521.764
Κέρδος που αναλογεί στους μετόχους της Εταιρείας	6.050.896	6.398.628	6.998.232
Συνολικό εισόδημα που αναλογεί στους μετόχους της Εταιρείας	6.050.832	6.390.383	3.521.764
Κέρδος ανα μετοχή	15,52 σεντ	16,41 σεντ	17,94 σεντ

Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες

Ενοποιημένος Ελεγμένος Λογαριασμός Αποτελεσμάτων και συνολικών εσόδων (2/2)

- Στον πιο κάτω πίνακα παρουσιάζεται ανάλυση του κύκλου εργασιών και του κέρδους προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων («ΚΠΤΦΑ») για τα ξενοδοχεία Elysium και Mediterranean και τις άλλες δραστηριότητες του Ομίλου

	2016		2017		2018	
	Κύκλος Εργασιών	ΚΠΤΦΑ	Κύκλος Εργασιών	ΚΠΤΦΑ	Κύκλος Εργασιών	ΚΠΤΦΑ
Elysium	€ 17.523.695	€ 6.914.954	€ 18.005.160	€ 7.602.500	€ 21.240.192	€ 9.125.289
Mediterranean	€ 11.241.998	€ 3.870.169	€ 11.175.515	€ 3.499.264	€ 10.472.939	€ 3.133.354
Άλλες εργασίες	€ 1.934.869	€ 61.281	€ 3.009.841	€ 229.896	€ 5.011.194	€ (207.985)
Σύνολο	€ 30.700.562	€ 10.846.404	€ 32.190.516	€ 11.331.660	€ 36.724.325	€ 12.050.658

- Ο κύκλος εργασιών του Συγκροτήματος είχε αυξητική τάση κατά την τριετία 2016-2018, παρουσιάζοντας αύξηση 4,9% το 2017 και 14,1% το 2018. Οι βασικοί παράγοντες που επηρέασαν θετικά τον κύκλο εργασιών ήταν:
 - αύξηση στον κύκλο εργασιών των ξενοδοχείων του συγκροτήματος (κυρίως του Elysium) το οποίο βρισκόταν σε πλήρη λειτουργία κατά το 2018 σε σύγκριση με το 2017 που λειτουργούσε μόνο για 9 μήνες λόγω ανακαινίσεων.
 - η πώληση έπαυλης το 2018, ιδιοκτησίας της εργοληπτικής εταιρείας του Ομίλου, αξίας περίπου €3,5 εκ. (η πώληση περιλαμβάνεται στις άλλες εργασίες).
- Το περιθώριο μεικτού κέρδους ήταν στο ίδιο επίπεδο κατά τα έτη 2016 και 2017. Το 2018, σημείωσε πτώση από 48,3% σε 44,2%, κυρίως λόγω του γεγονότος ότι η πώληση της έπαυλης στα €3,5 εκ. το 2018 ήταν σε χαμηλότερο περιθώριο κέρδους, σε σχέση με το συνολικό περιθώριο κέρδους του Ομίλου (η έπαυλη είχε μεταφερθεί στην Εταιρεία στα πλαίσια εξαγοράς της Εργοληπτικής Εταιρείας Σταύρος Δημοσθένους Λίμιτεδ το 2015 σε αγοραία αξία ύψους €3,2 εκ. περίπου).
- Το Κέρδος προ τόκων φόρων και αποσβέσεων («ΚΠΤΦΑ») του Συγκροτήματος σημείωσε αύξηση κατά την περίοδο 2016-2018, κυρίως λόγω της αύξησης στον κύκλο εργασιών. Το περιθώριο ΚΠΤΦΑ σημείωσε μείωση το 2018 (32,8% σε σχέση με 35,2% το 2017), κυρίως λόγω του μειωμένου περιθωρίου κέρδους της έπαυλης (όπως αναφέρεται πιο πάνω).
- Τα συνολικά καθαρά κέρδη της Εταιρείας το 2018 ανήλθε στα €7 εκ. σημειώνοντας αύξηση €600 χιλ. λόγω της αυξημένης λειτουργικής κερδοφορίας.

Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες

Ενοποιημένη Ελεγμένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης (1/2)

	31 Δεκεμβρίου 2017 (Ελεγμένα) €	31 Δεκεμβρίου 2018 (Ελεγμένα) €
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		
Μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού		
Ακίνητα, εγκαταστάσεις και εξοπλισμός	209.488.596	231.568.228
Υπεραξία λόγω ενοποίησης	802.834	802.834
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	150.000	200.620
	210.441.430	232.571.682
Κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού		
Αποθέματα	1.131.230	3.567.822
Ακίνητα προς πώληση	19.200.410	16.365.974
Οφειλή από μέλος	410.824	203.608
Οφειλή από συγγενική εταιρεία	138.595	385
Εμπορικές και λοιπές απατήσεις	2.900.868	6.546.657
Μετρητά στην τράπεζα και στο ταμείο	30.972.944	30.044.429
	54.754.871	56.728.875
Σύνολο στοιχείων ενεργητικού	265.196.301	289.300.557
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
Ίδια κεφάλαια		
Μετοχικό κεφάλαιο	26.520.000	26.520.000
Αποθεματικό έκδοσης μετοχών υπέρ το άρτιο	14.155.419	14.155.419
Συσσωρευμένα κέρδη	14.940.727	19.922.423
Άλλα αποθεματικά	52.850.683	48.987.245
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	108.466.829	109.585.087
Μη τρέχουσες υποχρεώσεις		
Μακροπρόθεσμες δόσεις δανείων και χρηματοδοτήσεων	80.865.070	101.699.069
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17.897.621	17.332.008
Οφειλή σε μέλη	1.775.000	-
	100.537.691	119.031.077
Τρέχουσες υποχρεώσεις		
Οφειλή σε μέλη	2.098.111	-
Ποσό οφειλόμενο σε συγγενική εταιρεία	107.328	-
Τρέχουσες δόσεις δανείων και χρηματοδοτήσεων	3.802.137	3.504.016
Τραπεζικά παρατραβήγματα	1.140.316	5.416.638
Εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις	42.842.471	47.832.265
Φορολογία πληρωτέα	6.201.418	3.931.474
	56.191.781	60.684.393
Σύνολο υποχρεώσεων	156.729.472	179.715.470
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	265.196.301	289.300.557

Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες

Ενοποιημένη Ελεγμένη Κατάσταση Οικονομικής Θέσης (2/2)

- Τα μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού περιλαμβάνουν κυρίως Ακίνητα (καθαρή αξία €231,6 εκ. στις 31/12/2018), από τα οποία (i) τα €141 εκ. αφορούν κυρίως τα ακίνητα των ξενοδοχείων τα οποία είναι υπό λειτουργία (Elysium και Mediterranean) και τα οποία εκφράζονται σε αγοραία αξία σύμφωνα με εκθέσεις ανεξάρτητων εκτιμητών ακινήτων και (ii) τα €90,6 εκ. αφορούν γη και κτίρια υπό ανέγερση (ξενοδοχείο Amara).
- Το 2018 τα ακίνητα προς πώληση περιλαμβάνουν κυρίως γη και κτίρια υπό ανέγερση (Amara Tower και Mediterranean Tower - €14,7 εκ.). Η μείωση κατά €3 εκ. περίπου οφείλεται στη πώληση έπαυλης, η οποία είχε λογιστική αξία ύψους €3,3 εκ.
- Οι μακροπρόθεσμες δόσεις δανείων και χρηματοδοτήσεων περιλαμβάνουν κυρίως τραπεζικά δάνεια τα οποία αναμένεται να αποπληρωθούν πλήρως την περίοδο 2034-2039. Η αύξηση που παρατηρείται το 2018 σε σχέση με το 2017 οφείλεται στον επιπρόσθετο δανεισμό για την ολοκλήρωση της κατασκευής του Amara Tower.
- Οι αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις κυμάνθηκαν στα ίδια επίπεδα το 2018 σε σύγκριση με το 2017 και περιλαμβάνουν κυρίως αναβαλλόμενη φορολογία στο πλεόνασμα από την επανεκτίμηση γης και κτιρίων (€15,0 εκ. το 2018 και €15,8 εκ. το 2017).
- Οι εμπορικές και λοιπές υποχρεώσεις, αυξήθηκαν κατά περίπου €5 εκ. το 2018 και περιλαμβάνουν κυρίως προκαταβολές πελατών για το Mediterranean Tower και Amara Tower. (€38,4 εκ. το 2018 και €30,4 εκ. το 2017).
- Τα ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της Εταιρείας ανήλθαν σε €108,5 εκ. κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2017 και €109,6 εκ. στις 31 Δεκεμβρίου 2018.

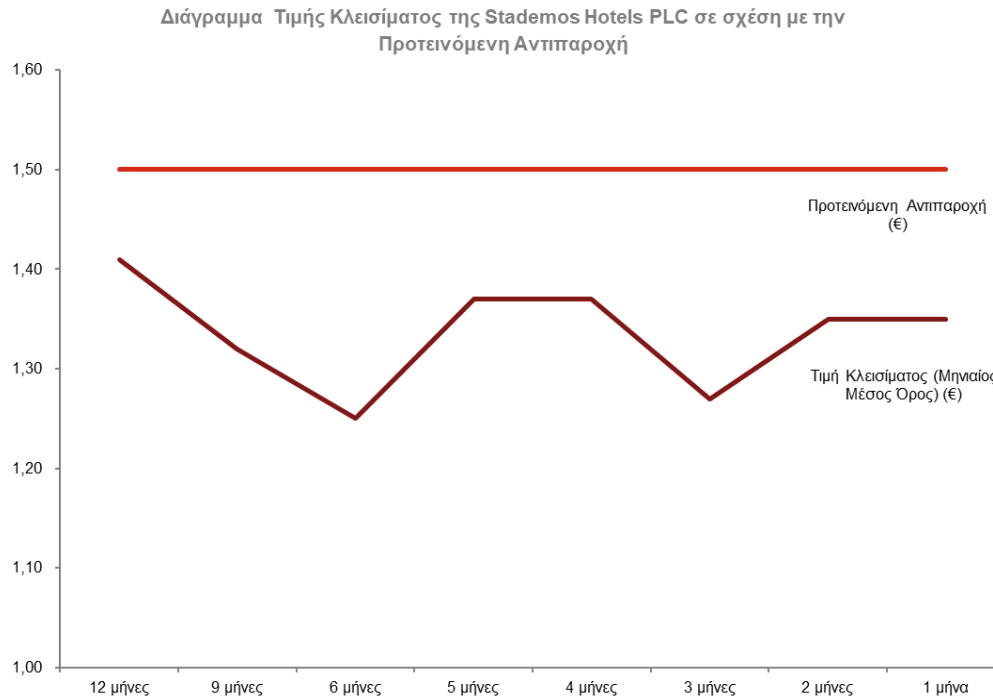
Σχολιασμός και αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης

Βάση υπολογισμού αντιπαροχής από τον Προτείνοντα

- Για τον καθορισμό της αντιπαροχής της Δημόσιας Πρότασης, το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντα έλαβε υπόψη τα ακόλουθα:
 - 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 €1,33,
 - 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 €1,12 μέχρι €1,48,
 - 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.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο της Stademos Holdings Limited, αφού έλαβε υπόψη μεταξύ άλλων και τα πιο πάνω, καθόρισε την προτεινόμενη αντιπαροχή στα €1,50 ανά μετοχή έχοντας ως βάση τον μέσο όρο τιμής κλεισίματος της Εταιρείας για τους 12 μήνες που προηγήθηκαν της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης για διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης η οποία ήταν €1,33. Επίσης, λήφθηκε υπόψη η τιμή κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας κατά την ημερομηνία που προηγήθηκε της ανακοίνωσης. Η προτεινόμενη αντιπαροχή των €1,50 ανά μετοχή είναι σε υπεραξία (premium) σε σύγκριση με την τιμή κλεισίματος της μετοχής την ημέρα που προηγήθηκε της ανακοίνωσης (€1,35) κατά 11,11%.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντα δεν έλαβε σημαντικά υπόψη στον καθορισμό της προτεινόμενης αντιπαροχής την Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή της Stademos Hotels Plc καθ' ότι είναι της άποψης ότι η Καθαρή Αξία Ενεργητικού αποτελείται από στοιχεία ενεργητικού τα οποία δεν είναι άμεσα διαθέσιμα προς τους μετόχους της Υπό Εξαγορά Εταιρείας. 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 Stademos Hotels διαμορφώθηκε στα €2,82. Με βάση τις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Stademos Hotels στις 31 Δεκεμβρίου 2017, η Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή της Stademos Hotels διαμορφώθηκε στα €2,78 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2017 και στα €2,66 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2016.
- **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 αξιολόγηση για το ύψος της προτεινόμενης αντιπαροχής.**

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Χρηματιστηριακή αξία και εμπορευσιμότητα (1/3)

- 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 γραφική παράσταση παρουσιάζεται η πορεία της μετοχής της Stademos Hotels Plc κατά τους 12 τελευταίους μήνες σε σύγκριση με την προτεινόμενη αντιπαροχή των €1,50 ανά μετοχή. Για σκοπούς ανάλυσης, η τιμή της μετοχής θεωρείται η ημερήσια τιμή κλεισίματος όπως καταγράφηκε στο ΧΑΚ.



Πηγή: Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Χρηματιστηριακή αξία και εμπορευσιμότητα (2/3)

- 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 Απόφασης Δημόσιας Πρότασης.

Περίοδος πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της οριστικής Απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης	Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Περιόδου (€)	Υψηλότερη Τιμή Κλεισίματος Περιόδου (€)	Χαμηλότερη Τιμή Κλεισίματος Περιόδου (€)
12 μήνες	1,333	1,480	1,120
9 μήνες	1,326	1,380	1,180
6 μήνες	1,329	1,370	1,230
5 μήνες	1,338	1,370	1,230
4 μήνες	1,336	1,370	1,230
3 μήνες	1,324	1,370	1,230
2 μήνες	1,350	1,350	1,350
1 μήνας	1,350	1,350	1,350

Πηγή: Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Χρηματιστηριακή αξία και εμπορευσιμότητα (3/3)

- Η τιμή κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας στο ΧΑΚ για περίοδο 12 μηνών που προηγείται της ανακοίνωσης της οριστικής Απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης κυμάνθηκε από €1,12 μέχρι €1,48. 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 (βλέπε πιο κάτω Πίνακα).

	Αξία €	% υπεραξίας προτεινόμενης αντιπαροχής από το μέσο όρο τιμής κλεισίματος
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 12 μήνες*	1,333	12,53%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 9 μήνες*	1,326	13,12%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 6 μήνες*	1,329	12,87%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 5 μήνες*	1,338	12,11%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 4 μήνες*	1,336	12,28%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 3 μήνες*	1,324	13,29%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τους τελευταίους 2 μήνες*	1,350	11,11%
Μέσος Όρος Τιμής Κλεισίματος Μετοχής τον τελευταίο 1 μήνα*	1,350	11,11%

*πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης διατύπωσης της Δημόσιας Πρότασης
Πηγή: Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης

- Επισημαίνεται ότι για την περίοδο των 12 μηνών που προηγήθηκαν της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης Διατύπωσης Δημόσιας Πρότασης, ο μέσος όρος τιμής κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας στο ΧΑΚ ανήλθε σε €1,33.

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Εμπορευσιμότητα και όγκος συναλλαγών (1/2)

- 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 πιο κάτω πίνακα παρουσιάζονται στοιχεία σε σχέση με την εμπορευσιμότητα της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας.

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)
12 μήνες	73.318	296	0,19%
9 μήνες	52.613	278	0,13%
6 μήνες	37.342	301	0,10%
5 μήνες	34.202	326	0,09%
4 μήνες	20.638	252	0,05%
3 μήνες	20.638	344	0,05%
2 μήνες	-	-	0,00%
1 μήνας	-	-	0,00%

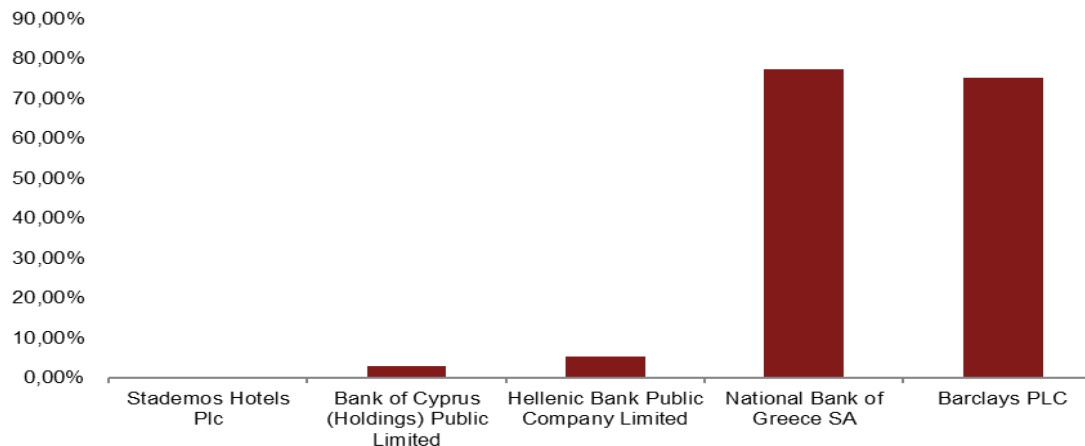
^[1] Σημείωση: Το ποσοστό εμπορευσιμότητας (velocity) υπολογίζεται ως ο αριθμός των μετοχών που τυγχάνουν αγοραπωλησίας δια του συνολικού αριθμού μετοχών της Εταιρείας.

Πηγή: Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Εμπορευσιμότητα και όγκος συναλλαγών (2/2)

- Η Εμπορευσιμότητα αντιπροσωπεύει την ευκολία με την οποία μπορεί ο μέτοχος να προβεί 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 κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα δυσκολεύοντας την ρευστοποίηση των μετοχών, 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.
- Με βάση τα πιο κάτω στοιχεία, διαπιστώνεται ότι η εμπορευσιμότητα της μετοχής της Εταιρείας είναι πολύ πιο χαμηλή από άλλους τίτλους εισηγμένους στο ΧΑΚ όπως η Τράπεζα Κύπρου και η Ελληνική Τράπεζα (σημειώνεται ότι ακόμα και τίτλοι των Κυπριακών τραπεζών χαρακτηρίζονται από χαμηλή εμπορευσιμότητα, εάν συγκριθούν με άλλες μετοχές σε χρηματιστήρια με υψηλότερη εμπορευσιμότητα για παράδειγμα Εθνικής Τράπεζας και Barclays Bank).
- **Ως εκ τούτου, παρά το γεγονός ότι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της Εταιρείας είναι ένας παράγοντας που θα πρέπει να ληφθεί υπόψη για την αξιολόγηση της προτεινόμενης αντιπαροχής, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλες παράμετροι οι οποίες αναλύονται στα επόμενα κεφάλαια.**

Ποσοστό εμπορευσιμότητας 01/03/2018-28/02/2019 (Velocity)



*Σημειώνεται ότι το ποσοστό εμπορευσιμότητας της Τράπεζας Κύπρου (3,02%) 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 15,98%.

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής **Μέθοδος Αγοράς (δεν έχει χρησιμοποιηθεί από τον Προτείνοντα)**

- Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η προτεινόμενη αντιπαροχή εξετάζεται με βάση τη σύγκριση δεικτών κερδοφορίας της Εταιρείας με εισηγμένες εταιρείες που έχουν παρόμοιες δραστηριότητες στον τομέα, τόσο στην Κύπρο όσο και στο εξωτερικό.
- Με βάση την εμπειρία μας, ο πολλαπλασιαστής “Επιχειρηματική Αξία /ΚΠΤΦΑ” (EV/EBITDA) είναι από τους πιο διαδεδομένους στην ξενοδοχειακή βιομηχανία και επομένως κατάλληλος για την εξέταση της προτεινόμενης αντιπαροχής. Επίσης, γίνεται αναφορά και στον δείκτη Μετοχικής Αξίας / Καθαρή Αξία Ενεργητικού.
- 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.
- Στην περίπτωση της Εταιρείας, κατά την ημερομηνία των πιο πρόσφατων οικονομικών καταστάσεων (31/12/2018) βρίσκονται υπό ανέγερση σημαντικά έργα, δηλαδή: το Mediterranean Tower και το ξενοδοχείο “Amara”. Ως εκ τούτου, στα πλαίσια της αξιολόγησης της προτεινόμενης αντιπαροχής, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η διαμόρφωση τόσο της ΕΑ, όσο και της μελλοντικής κερδοφορίας της Εταιρείας, δεδομένης της πολύ μεγάλης σημασίας των πιο πάνω έργων στα οικονομικά δεδομένα της Εταιρείας.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι δεν έχει γίνει έλεγχος των προβλέψεων της Διεύθυνσης για τα αναμενόμενα έσοδα και έξοδα που αναφέρονται πιο πάνω και δεν φέρουμε οποιαδήποτε ευθύνη αναφορικά με τα στοιχεία αυτά. Αφού οι προβλέψεις αναμενόμενων κεφαλαιουχικών δαπανών και πωλήσεων αφορούν το μέλλον, τα πραγματικά αποτελέσματα πιθανόν να διαφέρουν από τις προβλέψεις, γιατί γεγονότα και καταστάσεις συχνά δεν συμβαίνουν όπως αναμένεται, και οι διαφορές μπορεί να είναι ουσιώδεις.

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής **Μέθοδος Αγοράς (δεν έχει χρησιμοποιηθεί από τον Προτείνοντα)** **Υπολογισμός Αναπροσαρμοσμένης Επιχειρηματικής Αξίας**

Για να υπολογιστεί η Επιχειρηματική Αξία, λαμβάνοντας υπόψη τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για το ξενοδοχείο Amara και το Mediterranean Tower μετά τις 31.12.2018, γίνεται ο ακόλουθος υπολογισμός:

- Αύξησης της ΕΑ λόγω της ολοκλήρωσης κατασκευής του ξενοδοχείου Amara και του Mediterranean Tower
- Συμπερίληψη αναμενόμενων πωλήσεων του Mediterranean Tower , οι οποίες μαζί με τις προκαταβολές κατά τις 31.12.2018, δίνουν ένδειξη της αγοραίας αξίας των διαμερισμάτων τα οποία αποτελούν πλεονάζοντα περιουσιακά στοιχεία.

	31 Δεκεμβρίου 2018
Υπολογισμός Επιχειρηματικής Αξίας	
Προτεινόμενη αντιπαροχή (€ ανά μετοχή)	1,50
Αριθμός Μετοχών	39.000.000
Αξία Μετοχών (Equity Value) σύμφωνα με την προτεινόμενη αντιπαροχή	58.500.000
Προσαρμογή για δανεισμό (μη τρέχουσες και τρέχουσες υποχρεώσεις)	110.619.723
Προσαρμογή για μετρητά στην τράπεζα και το ταμείο	(30.044.429)
Επιχειρηματική αξία (Enterprise Value) σύμφωνα με τον ελεγμένο ισολογισμό κατά τις 31.12.2018	139.075.294
Αναμενόμενη αύξηση ΕΑ λόγω ολοκλήρωσης κατασκευής του Amara Hotel	24.921.444
Αναμενόμενη αύξηση ΕΑ λόγω ολοκλήρωσης κατασκευής του Mediterranean Tower	7.322.926
Αναμενόμενη μείωση δανεισμού και μείωση ΕΑ λόγω πωλήσεων του Mediterranean Tower	(24.000.000)
Αναπροσαρμοσμένη Επιχειρηματική αξία (Enterprise Value)	147.319.664

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Μέθοδος Αγοράς (δεν έχει χρησιμοποιηθεί από τον Προτείνοντα) Υπολογισμός Μελλοντικού ΚΠΤΦΑ

- Για τον υπολογισμό του δείκτη κερδοφορίας (ΕΑ/ΚΠΤΦΑ), θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και η αναμενόμενη κερδοφορία του ξενοδοχείου Amara. Η διεύθυνση παρουσίασε προβλέψεις για το ξενοδοχείο Amara, σύμφωνα με τις οποίες το ΚΠΤΦΑ αναμένεται να φτάσει τα €2,2 εκ., €2,6 εκ. και €3,3 εκ. ετησίως στο 3^ο, 4^ο και 5^ο έτος λειτουργίας αντίστοιχα.
- Με βάση τις πιο κάτω υποθέσεις, προκύπτει το συνολικό εύρος ΚΠΤΦΑ του Ομίλου το οποίο φαίνεται να κυμαίνεται γύρω στο €14,4-15,0 εκ. ετησίως:
 - Τον μέσο όρο ΚΠΤΦΑ για τις υφιστάμενες δραστηριότητες του Ομίλου την περίοδο 2016-2018,
 - Τις προβλέψεις της Διεύθυνσης για το ΚΠΤΦΑ του ξενοδοχείου Amara ύψους €3,3 εκ. κατά το 5^ο έτος λειτουργίας του (σημειώνεται ότι η Διεύθυνση δεν είναι σε θέση να παρουσιάσει προβλέψεις πέραν της 5ετίας), και
 - Ενσωματώνοντας μία ποσοστιαία διακύμανση ύψους 10% επί του προβλεπόμενου ΚΠΤΦΑ του ξενοδοχείου Amara

	2016	2017	2018	ΚΠΤΦΑ για σκοπούς υπολογισμού δείκτη κερδοφορίας		
				Βασικό Σενάριο	Σενάριο 1	Σενάριο 2
ΚΠΤΦΑ Ξενοδοχείου Elysium	6.914.954	7.602.500	9.125.289	7.880.914	7.880.914	7.880.914
ΚΠΤΦΑ Ξενοδοχείου Mediterranean	3.870.169	3.499.264	3.133.354	3.500.929	3.500.929	3.500.929
Άλλο ΚΠΤΦΑ	61.281	229.896	(207.985)	27.731	27.731	27.731
Σύνολο	10.846.404	11.331.660	12.050.658	11.409.574	11.409.574	11.409.574
Ξενοδοχείο Amara				3.300.000	2.970.000	3.630.000
Σύνολο				14.709.574	14.379.574	15.039.574
Αναπροσαρμοσμένη Επιχειρηματική αξία (Enterprise Value)				147.319.664	147.319.664	147.319.664
Πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΠΤΦΑ				10,02	10,25	9,80

- Λαμβάνοντας υπόψη την ΕΑ ύψους €147,3 εκ. όπως αυτή προκύπτει από την προτεινόμενη αντιπαροχή, τον μέσο όρο του ΚΠΤΦΑ του Συγκροτήματος για την περίοδο 2016-2018 (περίπου €11,4 εκ. ετησίως) και το αναμενόμενο ΚΠΤΦΑ του ξενοδοχείου Amara κατά το 5^ο έτος λειτουργίας (περίπου €3,0-3,6 εκ.), ο πολλαπλασιαστής (ΕΑ/ΚΠΤΦΑ) για την Εταιρεία με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή φαίνεται να είναι 9,80-10,25 (μέσος όρος 10,02).

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Μέθοδος Αγοράς (δεν έχει χρησιμοποιηθεί από τον Προτείνοντα) Αξιολόγηση προτεινόμενης αντιπαροχής με πολλαπλασιαστή ΕΑ/ΚΠΤΦΑ (1/2)

Όνομα Εταιρείας	Επιχειρηματική Αξία/ΚΠΤΦΑ (EV/EBITDA)	Μετοχική Αξία / ΚΑΕ (Price / Book ratio)	Χώρα διαπραγμάτευσης της μετοχής
Κυπριακές Εταιρείες			
Leptos Calypso Hotels	7.27	0.18	Κύπρος
A Tsokkos Hotels	7.69	0.17	Κύπρος
Dome Investments	7.34	0.19	Κύπρος
Κυπριακές Εταιρείες	Μέσος όρος	0.18	
	Κατώτατη τιμή	0.17	
	Ανώτατη τιμή	0.19	
Ξένες Εταιρείες			
Albena Ad	8.26	0.37	Βουλγαρία
Geke S.A.	8.10	0.87	Ελλάδα
Elegant Hotels	8.26	0.74	Ηνωμένο Βασίλειο
Hydro Hotel Eastbourne PLC	9.10	1.26	Ηνωμένο Βασίλειο
Peel Hotels Plc	13.59	0.40	Ηνωμένο Βασίλειο
Peak Resorts Inc	9.49	1.14	ΗΠΑ
Fujita Kanko Inc	12.55	1.36	Ιαπωνία
Nippon View Hotel	10.39	0.94	Ιαπωνία
Resol Holdings	9.61	1.75	Ιαπωνία
Hoteli Zlatni RA	12.10	0.41	Κροατία
Hoteli Podgora	10.86	0.37	Κροατία
HTP Korcula DD	7.94	0.91	Κροατία
HTP Orebic DD	8.04	0.67	Κροατία
Aro-Palace S.A.	15.99	0.73	Ρουμανία
Central AD VRBAS	16.26	0.61	Σερβία
Asia Standard	10.90	0.22	Χόνγκ Κόνγκ
Ξένες Εταιρείες	Μέσος όρος	0.80	
	Κατώτατη τιμή	0.22	
	Ανώτατη τιμή	1.75	
Σύνολο	Μέσος όρος	0.70	
	Κατώτατη τιμή	0.17	
	Ανώτατη τιμή	1.75	

- Συγκεντρώθηκαν συγκριτικά στοιχεία για εισηγμένες εταιρείες από τις πλατφόρμες χρηματοοικονομικών δεδομένων όπως Bloomberg και Capital IQ, χρησιμοποιώντας τα πιο κάτω κριτήρια:
 - Γεωγραφική περιοχή: Ευρώπη
 - Τομέας: Ξενοδοχεία
 - Χρηματιστηριακή Αξία / Κεφαλαιοποίηση: < €500.000.000
- Λόγω της μειωμένης εμπορευσιμότητας του ΧΑΚ, έχουν συμπεριληφθεί στη μέθοδο πολλαπλασιαστές ξενοδοχείων που είναι εισηγμένα σε χρηματιστήρια του εξωτερικού όπως του Ηνωμένου Βασιλείου, Ελλάδας, ΗΠΑ, Ιαπωνίας, Χονγκ Κονγκ και άλλων.
- **Με βάση την ανάλυση, προκύπτει ότι ένα αποδεκτό εύρος για πολλαπλασιαστές ΕΑ/ΚΠΤΦΑ για τον ξενοδοχειακό τομέα είναι 10-15x**
- **Επίσης, με βάση την ανάλυση αναφορικά με τους δείκτες Μετοχικής Αξίας / ΚΑΕ, προκύπτει ότι ο μέσος όρος του εν λόγω δείκτη για τις ξένες εταιρείες είναι 0,80x (και 0,70x όταν συμπεριληφθούν και οι 3 Κυπριακές εταιρείες).**
- **Αυτό δεκνύει ότι σε αρκετές περιπτώσεις η Μετοχική Αξία σύμφωνα με την αξία της μετοχής του Χρηματιστηρίου, μπορεί να είναι σημαντικά χαμηλότερη από την ΚΑΕ στις οικονομικές καταστάσεις.**

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής **Μέθοδος Αγοράς (δεν έχει χρησιμοποιηθεί από τον Προτείνοντα)** **Αξιολόγηση προτεινόμενης αντιπαροχής με πολλαπλασιαστή ΕΑ/ΚΠΤΦΑ (2/2)**

- Με βάση τα στοιχεία από το δείγμα εταιρειών, φαίνεται ότι ο μέσος όρος πολλαπλασιαστή ύψους 10,02x που αντιστοιχεί με την προτεινόμενη αντιπαροχή είναι χαμηλός, αλλά εντός ενός θεωρητικά αποδεκτού εύρους (10-15x για πολλαπλασιαστές κερδοφορίας εταιρειών στον ξενοδοχειακό τομέα).
- Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2018 η Διεύθυνση, για καθορισμό της αγοραίας αξίας των ξενοδοχείων στον ισολογισμό, έχει χρησιμοποιήσει πολλαπλασιαστή ΕΑ/ΚΠΤΦΑ 12,5-14x (με συντελεστή ευαισθησίας +/- 10%) για το ξενοδοχείο Mediterranean για ΚΠΤΦΑ ύψους €3,4 εκ. και 13-15x (με συντελεστή ευαισθησίας +/- 10%) για το ξενοδοχείο Elysium για ΚΠΤΦΑ ύψους €7,3 εκ.. Σύμφωνα με την αξία των εν λόγω ξενοδοχείων στις οικονομικές καταστάσεις, ο τελικός πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΠΤΦΑ ήταν 15,5x για το Mediterranean και 11,8x για το Elysium. Σημειώνεται ότι ο σταθμισμένος μέσος όρος ΕΑ/ΚΠΤΦΑ ήταν 13x (στο μέσο του αποδεκτού εύρους 10-15x).
- Τονίζεται ωστόσο ότι η χρήση των πιο πάνω πολλαπλασιαστών από τη Διεύθυνση, έγινε με σκοπό τον υπολογισμό της αγοραίας αξίας των ξενοδοχειακών μονάδων με γνώμονα το γεγονός ότι η αξία αυτή αντικατοπτρίζει τη συνολική αξία της επιχείρησης. **Στην περίπτωση της προτεινόμενης αντιπαροχής της Δημόσιας Πρότασης, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η πρόταση αφορά την αξία ενός μειοψηφικού ποσοστού μετοχών και ως εκ τούτου πιθανόν να συνεπάγεται και έκπτωση μειοψηφίας (minority discount), η οποία σχετίζεται με το γεγονός ότι οι μέτοχοι μειοψηφίας έχουν πολύ περιορισμένο ρόλο στη διαχείριση/διοίκηση μιας εταιρείας, ιδιαίτερα εάν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η οικογένεια η οποία ελέγχει το 100% των μετοχών του Προτείνοντα κατέχει το 70,24% της Εταιρείας.**
- Σε σχέση με την πιο πάνω διαπίστωση ότι οι μέτοχοι μειοψηφίας έχουν πολύ περιορισμένο ρόλο στη διαχείριση/διοίκηση μιας εταιρείας και ως εκ τούτου αυτοί οι μέτοχοι μπορεί να προσβλέπουν σε μερίσματα ως μια μορφή εισοδήματος από την επένδυσή τους, αναφέρεται επίσης ότι η χρήση της μεθόδου απόδοσης μερισμάτων (dividend yield), δεν λαμβάνεται υπόψη στον ίδιο βαθμό με άλλες μεθόδους αφού η μερισματική πολιτική είναι εξ' ολοκλήρου στην διακριτική ευχέρεια του Προτείνοντα ο οποίος κατέχει το 70,24% των μετοχών και δεν μπορεί να υπάρξει διασφάλιση συνέχειας της οποιαδήποτε μερισματικής πολιτικής (σημειώνεται ότι η εν λόγω απόδοση μερισμάτων για την Εταιρεία ήταν 2% το 2017 και 2,6% το 2018 με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή του €1,50 ανά μετοχή).

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Καθαρή αξία ενεργητικού ανά μετοχή (1/2)

- Η μέθοδος της Καθαρής Αξίας Ενεργητικού («ΚΑΕ») θεωρείται γενικώς μία εκ των αποδεκτών βάσεων αξιολόγησης.
- 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 να 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 2016 μέχρι 31 Δεκεμβρίου 2018 και στις μη ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για την εξαμηνία 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 ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2018, η ΚΑΕ ανά μετοχή της Εταιρείας ανερχόταν στα €2,81. 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 €2,82 (ο λόγος που αναφέρονται τα οικονομικά στοιχεία για την εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018 είναι ότι κατά την ημερομηνία διατύπωσης της Δημόσιας Πρότασης δεν ήταν διαθέσιμα τα οικονομικά στοιχεία για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2018). Με βάση τις ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2017, η ΚΑΕ ανά μετοχή της Εταιρείας ανερχόταν στα €2,78. Σημειώνεται ότι η 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.

	31 Δεκεμβρίου 2017 (Ελεγμένα) €	30 Ιουνίου 2018 (Μη Ελεγμένα) €	31 Δεκεμβρίου 2018 (Ελεγμένα) €
Καθαρό Ενεργητικό ανά μετοχή			
Συνολικός Αριθμός Μετοχών	39.000.000	39.000.000	39.000.000
Καθαρή Αξία Ενεργητικού	108.466.829	110.003.098	109.585.087
Καθαρό Ενεργητικό ανά μετοχή	2,78	2,82	2,81
Διαφορά ΚΑΕ από την προτεινόμενη αντιπαροχή (έκπτωση)	-1,28	-1,32	-1,31

Αξιολόγηση της βάσης υπολογισμού της προτεινόμενης αντιπαροχής Καθαρή αξία ενεργητικού ανά μετοχή (2/2)

- Η ΚΑΕ φαίνεται να είναι μεγαλύτερη από την προτεινόμενη αντιπαροχή κατά €1,32 (46,82% έκπτωση) κατά τις 30 Ιουνίου 2018 (όπως αναφέρεται και στο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης) και €1,31 (46,62% έκπτωση) κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2018.
- Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η αξία της γης και κτιρίων των δύο ξενοδοχείων υπό λειτουργία (Elysium και Mediterranean) η οποία περιλαμβάνεται στον ισολογισμό και στην ΚΑΕ στις 31.12.2018, έχει βασιστεί σε αγοραία αξία. Η αγοραία αξία των δύο ξενοδοχείων έχει υπολογιστεί, σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις, με πολλαπλασιαστές κερδοφορίας 15,5x για το Mediterranean, και 11,8x για το Elysium.
- Ως εκ τούτου, για καθορισμό της αξίας σημαντικού μέρους των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας (€139,0εκ. κατά τις 31.12.2018), έχουν χρησιμοποιηθεί πολλαπλασιαστές κερδοφορίας οι οποίοι είναι στο υψηλό σκέλος του εύρους πολλαπλασιαστών κερδοφορίας του ξενοδοχειακού τομέα για το Mediterranean και το μέσο του εύρους για το Elysium αντίστοιχα.
- Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι εάν χρησιμοποιούνταν πολλαπλασιαστές κερδοφορίας 10x για τον καθορισμό αξίας των ξενοδοχείων Elysium και Mediterranean, θα μείωνε την αξία στον ισολογισμό στις 31.12.2018 κατά €32 εκ. (συγκεκριμένα η λογιστική αξία των ξενοδοχείων θα μειωνόταν από €139 εκ. σε €107 εκ.). Με βάση τη λογιστική αξία των εν λόγω ξενοδοχείων στα €107 εκ., η αξία ανά μετοχή μειώνεται σε €1,99 με βάση την αναπροσαρμοσμένη ΚΑΕ αυτή και η έκπτωση της αξίας της προτεινόμενης αντιπαροχής των €1,50 ανά μετοχή ως προς την ΚΑΕ θα μεταβαλλόταν από 46,62% σε 25%.
- Επίσης, το γεγονός ότι το κόστος του ξενοδοχείου Amara, όπως αυτό συμπεριλαμβάνεται στον ισολογισμό στις 31.12.2018, είναι €90,6 εκ. σε σχέση με την αξία του ξενοδοχείου με αναμενόμενο ΚΠΤΦΑ €3,3 εκ. και πολλαπλασιαστή ΕΑ/ΚΠΤΦΑ 10x, δημιουργεί επίσης μια διαφορά μεταξύ της μετοχικής αξίας με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή και της ΚΑΕ.
- Θα πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι με βάση τον δείκτη μετοχικής αξίας / ΚΑΕ για αριθμό εισηγμένων εταιρειών (όπως αυτό προκύπτει από το δείγμα εταιρειών του ξενοδοχειακού τομέα που έχει χρησιμοποιηθεί), προκύπτει ότι σε αρκετές περιπτώσεις η μετοχική αξία σύμφωνα με την αξία της μετοχής του Χρηματιστηρίου, μπορεί να είναι σημαντικά μικρότερη από την ΚΑΕ όπως αυτή δίνεται στις οικονομικές καταστάσεις (ενδεικτικά αναφέρεται ότι στο δείγμα εταιρειών που χρησιμοποιήθηκε η Αξία της μετοχής του Χρηματιστηρίου ήταν 20% μικρότερη από την ΚΑΕ).

Συμπεράσματα

Καθορισμός της αντιπαροχής από τον Προτείνοντα

- Για τον καθορισμό της αντιπαροχής της Δημόσιας Πρότασης, το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντα έλαβε υπόψη τα ακόλουθα:
 - 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 €1,33,
 - 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 €1,12 μέχρι €1,48,
 - 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.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο της Stademos Holdings Limited, αφού έλαβε υπόψη μεταξύ άλλων και τα πιο πάνω, καθόρισε την προτεινόμενη αντιπαροχή στα €1,50 ανά μετοχή έχοντας ως βάση τον μέσο όρο τιμής κλεισίματος της Εταιρείας για τους 12 μήνες που προηγήθηκαν της ανακοίνωσης της οριστικής απόφασης για διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης η οποία ήταν €1,33. Επίσης, λήφθηκε υπόψη η τιμή κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας κατά την ημερομηνία που προηγήθηκε της ανακοίνωσης. Η προτεινόμενη αντιπαροχή των €1,50 ανά μετοχή είναι σε υπεραξία (premium) σε σύγκριση με την τιμή κλεισίματος της μετοχής την ημέρα που προηγήθηκε της ανακοίνωσης (€1,35) κατά 11,11%.
- Το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντα δεν έλαβε σημαντικά υπόψη στον καθορισμό της προτεινόμενης αντιπαροχής την Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή της Stademos Hotels Plc καθ' ότι είναι της άποψης ότι η Καθαρή Αξία Ενεργητικού αποτελείται από στοιχεία ενεργητικού τα οποία δεν είναι άμεσα διαθέσιμα προς τους μετόχους της Υπό Εξαγορά Εταιρείας. 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 Stademos Hotels διαμορφώθηκε στα €2,82. Με βάση τις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της Stademos Hotels στις 31 Δεκεμβρίου 2017, η Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή της Stademos Hotels διαμορφώθηκε στα €2,78 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2017 και στα €2,66 κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2016.

Σχολιασμός και αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης Χρηματιστηριακή Αξία

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

Χρηματιστηριακή Αξία

- Η μέθοδος αυτή είναι μία εκ των αποδεκτών μεθόδων υπολογισμού της αξίας της προτεινόμενης αντιπαροχής.
- Σύμφωνα με τη Χρηματιστηριακή Αξία της μετοχής, η προτεινόμενη αντιπαροχή είναι υψηλότερη κατά 12,53% σε σχέση με τον μέσο όρο κλεισίματος της τιμής της μετοχής της Εταιρείας τους τελευταίους 12 μήνες πριν τη διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης.
- Παρ' όλο που η προτεινόμενη αντιπαροχή είναι υψηλότερη από τη μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής της Υπό Εξαγορά Εταιρείας για τους τελευταίους 12 μήνες πριν τη διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης, θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη η πολύ χαμηλή εμπορευσιμότητα/ρευστότητα της μετοχής της Υπό Εξαγοράς Εταιρείας στο ΧΑΚ. Λόγω της χαμηλής εμπορευσιμότητας/ρευστότητας της μετοχής, η τιμή της μετοχής πιθανόν να μην είναι αντιπροσωπευτική της αξίας της Εταιρείας (μικρές πράξεις ενδέχεται να επιφέρουν σημαντική διαφοροποίηση στην χρηματιστηριακή αξία της επηρεαζόμενης μετοχής, χωρίς να υπάρχει ανάλογη διαφοροποίηση στην αξία των περιουσιακών στοιχείων ή/και ταμειακής ροής ή/και προοπτικών της εταιρείας).
- Η προτεινόμενη Δημόσια Πρόταση αποτελεί όμως και μια διέξοδο άμεσης ρευστοποίησης της επένδυσης έχοντας υπόψη την χαμηλή εμπορευσιμότητα. Ως εκ τούτου, μεταξύ των άλλων στοιχείων που θα πρέπει να εξεταστούν στην αξιολόγηση της προτεινόμενης αντιπαροχής, θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη ότι η Δημόσια Πρόταση δίνει την δυνατότητα στον μέτοχο άμεσα να ρευστοποιήσει την επένδυσή του σε τιμή υψηλότερη από την μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής στους 12 προηγούμενους μήνες.

Σχολιασμός και αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης

Μέθοδος αγοράς

Μέθοδος αγοράς (δεν έχει χρησιμοποιηθεί από τον Προτεινόντα)

- Η μέθοδος αγοράς με βάση τον πολλαπλασιαστή κερδοφορίας, θεωρείται επίσης αποδεκτή μέθοδος αξιολόγησης της προτεινόμενης αντιπαροχής.
- Το μειονέκτημα της μεθόδου αυτής για την συγκεκριμένη περίπτωση είναι ότι η Εταιρεία έχει επενδύσει σε στοιχεία ενεργητικού (ξενοδοχείο Amara και συγκροτήματα διαμερισμάτων) τα οποία είτε ακόμη δεν έχουν συνεισφέρει στην κερδοφορία λόγω του ότι είναι ημιτελή είτε τα έσοδα δεν είναι επαναλαμβανόμενα (πώληση διαμερισμάτων).
- Για να περιοριστεί το πιο πάνω μειονέκτημα της μεθόδου, γίνονται κάποιες υποθέσεις/απλοποιήσεις οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά το τελικό αποτέλεσμα. Συγκεκριμένα γίνονται οι εξής υποθέσεις/απλοποιήσεις:
 - Αναφορικά με την Επιχειρηματική Αξία («ΕΑ»), γίνεται η υπόθεση ότι η ΕΑ, όπως αυτή προκύπτει με βάση την προτεινόμενη τιμή της μετοχής των €1,50/μετοχή, θα αυξηθεί με την ολοκλήρωση του ξενοδοχείου και των διαμερισμάτων με το ποσό των προβλεπόμενων κεφαλαιουχικών δαπανών που εκτιμώνται από τη Διεύθυνση της Εταιρείας ότι χρειάζονται να γίνουν για την ολοκλήρωση των έργων. Θα πρέπει να τονιστεί ότι:
 - Η πιο πάνω υπόθεση/απλοποίηση είναι βασισμένη στις εκτιμήσεις της Διεύθυνσης αναφορικά με τις μελλοντικές κεφαλαιουχικές δαπάνες και αναμενόμενες πωλήσεις των διαμερισμάτων. Οι πιο πάνω εκτιμήσεις της διεύθυνσης δεν έχουν εξεταστεί/ελεγχθεί από εμάς και ως εκ τούτου δεν μπορούμε να εκφέρουμε οποιαδήποτε γνώμη για την λογικότητα ή/και πληρότητά τους.
 - Μετά την ολοκλήρωση των έργων, ενδεχομένως η ΕΑ να αυξηθεί με διαφορετικό ποσό αναλόγως της μελλοντικής κερδοφορίας των έργων που θα ολοκληρωθούν. Τονίζεται ότι τέτοιες διαφορές στην ΕΑ μπορεί να είναι σημαντικές και να επηρεάζουν το τελικό συμπέρασμα.
 - Αναφορικά με την κερδοφορία, γίνεται η υπόθεση ότι αυτή θα αυξηθεί με την ολοκλήρωση του ξενοδοχείου Amara με βάση τις προβλέψεις της Διεύθυνσης της εταιρείας για την κερδοφορία του νέου ξενοδοχείου. Οι προβλέψεις αυτές στηρίζονται σε συγκεκριμένες υποθέσεις για την απόδοση του ξενοδοχείου. Θα πρέπει να τονιστεί ότι δεν έχει γίνει οποιαδήποτε εργασία για την διαπίστωση της λογικότητας ή/και πληρότητας των υποθέσεων αυτών και ως εκ τούτου δεν εκφέρουμε γνώμη για αυτές τις υποθέσεις/προβλέψεις.
- Η αναπροσαρμοσμένη Επιχειρηματική Αξία της Εταιρείας στις 31 Δεκεμβρίου 2018, όπως προκύπτει από την προτεινόμενη αντιπαροχή των €1,50 ανά μετοχή, φαίνεται να ανέρχεται σε €147,3εκ. (λαμβάνοντας υπόψη την αύξηση στην ΕΑ λόγω της ολοκλήρωσης κατασκευής του ξενοδοχείου Amara και του Mediterranean Tower και της μείωσης δανεισμού λόγω των αναμενόμενων πωλήσεων του Mediterranean Tower) – παρακαλώ βλέπε σελίδα 22.

Σχολιασμός και αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης

Μέθοδος αγοράς

- Ο πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΠΤΦΑ της Υπό Εξαγορά Εταιρείας κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2018 με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή των €1,50 ανά μετοχή λαμβάνοντας υπόψη τις προβλέψεις της Διεύθυνσης για το ΚΠΤΦΑ του ξενοδοχείου Amara ύψους €3,3εκ. κατά το 5ο έτος λειτουργίας του είναι μεταξύ 9,8-10,3x (μέσος όρος 10,02x) – παρακαλώ βλέπε σελίδα 23.
- Με βάση το δείγμα εταιρειών που έχει χρησιμοποιηθεί από εταιρείες στον ξενοδοχειακό τομέα και τα στοιχεία των εταιρειών αυτών αναφορικά με τους πολλαπλασιαστές ΕΑ/ΚΠΤΦΑ φαίνεται ότι ο πολλαπλασιαστής 10,02x (μέσος όρος) είναι χαμηλός αλλά εντός ενός θεωρητικά αποδεκτού εύρους (10-15x) – παρακαλώ βλέπε σελίδα 24.
- Στις ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2018 η Διεύθυνση, για καθορισμό της αγοραίας αξίας των ξενοδοχείων στον ισολογισμό, έχει χρησιμοποιήσει μέσο σταθμισμένο όρο για τον πολλαπλασιαστή 13x (στο μέσο του αποδεκτού εύρους 10-15x). Τονίζεται ωστόσο ότι η χρήση των εν λόγω πολλαπλασιαστών, έγινε με σκοπό τον υπολογισμό της αγοραίας αξίας των ξενοδοχειακών μονάδων με γνώμονα το γεγονός ότι η αξία αυτή αντικατοπτρίζει τη συνολική αξία ολόκληρης της επιχείρησης. Στην περίπτωση της Δημόσιας Πρότασης, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η πρόταση αφορά την αξία ενός μειοψηφικού ποσοστού μετοχών. Ως εκ τούτου, ενδέχεται να υπάρχει έκπτωση μειοψηφίας (minority discount), η οποία σχετίζεται με το γεγονός ότι οι μέτοχοι μειοψηφίας έχουν πολύ περιορισμένο ρόλο στη διαχείριση/διοίκηση μιας επιχείρησης, ιδιαίτερα εάν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η οικογένεια η οποία ελέγχει το 100% των μετοχών του Προτείνοντα κατέχει το 70,24% της Εταιρείας.

Σχολιασμός και αξιολόγηση Δημόσιας Πρότασης Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή

Καθαρή Αξία Ενεργητικού ανά μετοχή

- Η μέθοδος αυτή είναι μία εκ των αποδεκτών μεθόδων για τον υπολογισμό της αξίας της προτεινόμενης αντιπαροχής.
- Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η ΚΑΕ είναι μεγαλύτερη από την προτεινόμενη αντιπαροχή κατά 46,82% κατά τις 30 Ιουνίου 2018 (όπως αναφέρεται και στο Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης) και 46,62% κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2018.
- Η διαφορά μεταξύ της ΚΑΕ και της προτεινόμενης αντιπαροχής προκύπτει σε μεγάλο βαθμό στο ότι (i) ο τελικός πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΠΤΦΑ ήταν 15,5x για το Mediterranean και 11,8x για το Elysium - ο σταθμισμένος μέσος όρος ΕΑ/ΚΠΤΦΑ ήταν 13x και (ii) το κόστος γης και κτιρίων του ξενοδοχείου Amara είναι €90,6 εκ. σε σχέση με την αξία με βάση το αναμενόμενο ΚΠΤΦΑ €3,3 εκ. και πολλαπλασιαστή ΕΑ/ΚΠΤΦΑ 10x.
- Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι εάν χρησιμοποιούνταν πολλαπλασιαστές κερδοφορίας 10x για τον καθορισμό αξίας των ξενοδοχείων Elysium και Mediterranean, θα μείωνε την αξία στον ισολογισμό στις 31.12.2018 κατά €32 εκ. (συγκεκριμένα η λογιστική αξία των ξενοδοχείων θα μειωνόταν από €139 εκ. σε €107 εκ.). Με βάση τη λογιστική αξία των εν λόγω ξενοδοχείων στα €107 εκ., η αξία ανά μετοχή μειώνεται σε €1,99 με βάση την αναπροσαρμοσμένη ΚΑΕ και η έκπτωση της αξίας της προτεινόμενης αντιπαροχής των €1,50 ανά μετοχή ως προς την ΚΑΕ θα μεταβαλλόταν από 46,62% σε 25%.
- Επίσης, με βάση τον δείκτη μετοχικής αξίας / ΚΑΕ για αριθμό εισηγμένων εταιρειών, προκύπτει ότι σε αρκετές περιπτώσεις η μετοχική αξία σύμφωνα με την αξία της μετοχής του Χρηματιστηρίου, μπορεί να είναι σημαντικά χαμηλότερη από την ΚΑΕ όπως αυτή δίνεται στις οικονομικές καταστάσεις (ενδεικτικά αναφέρεται ότι στο δείγμα εταιρειών που χρησιμοποιήθηκε, η Αξία της μετοχής του Χρηματιστηρίου ήταν 20% μικρότερη από την ΚΑΕ).

Συμπέρασμα (1/2)

1. Ο Προτείνοντας χρησιμοποιεί τη μέθοδο χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής, η οποία είναι ευρέως αποδεκτή σαν μέθοδος αξιολόγησης της αντιπαροχής. Ωστόσο, λόγω της χαμηλής εμπορευσιμότητας του ΧΑΚ δεν μπορεί η μέθοδος αυτή να αποτελεί την μόνη μεθοδολογία για την αξιολόγηση της πρότασης.
2. Λαμβάνοντας υπόψη όλες τις μεθόδους, στοιχεία και δεδομένα η προτεινόμενη αντιπαροχή των €1,50 ανά μετοχή φαίνεται να είναι **δίκαιη και εύλογη** κατά την ημερομηνία διατύπωσης της Δημόσιας Πρότασης. Το πιο πάνω συμπέρασμα φαίνεται να υποστηρίζεται από τα πιο κάτω:
 - Η προτεινόμενη αντιπαροχή έχει υπεραξία 12,53% σε σχέση με το μέσο όρο κλεισίματος της τιμής της μετοχής της Εταιρείας τους τελευταίους 12 μήνες πριν τη διατύπωση της Δημόσιας Πρότασης. Επίσης, δίνεται η δυνατότητα στον μέτοχο άμεσα να ρευστοποιήσει την επένδυσή του σε τιμή ψηλότερη από την μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής στους 12 προηγούμενους μήνες δεδομένης της πολύ χαμηλής εμπορευσιμότητας της μετοχής στο ΧΑΚ.
 - Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο αγοράς, ο πολλαπλασιαστής ΕΑ/ΚΠΤΦΑ της Υπό Εξαγορά Εταιρείας κατά τις 31 Δεκεμβρίου 2018 (με μέσο όρο 10,02x) με βάση την προτεινόμενη αντιπαροχή και λαμβάνοντας υπόψη υποθέσεις/απλοποιήσεις όπως αυτές περιγράφονται στην Έκθεσή μας στις σελίδες 22 - 24, είναι χαμηλός αλλά εντός του αποδεκτού εύρους πολλαπλασιαστών εταιρειών του ξενοδοχειακού τομέα (10x-15x με βάση το δείγμα εταιρειών που έχει χρησιμοποιηθεί).
 - Στην περίπτωση της προτεινόμενης αντιπαροχής της Δημόσιας Πρότασης θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η αγορά αφορά την αξία ενός μειωθητικού ποσοστού μετοχών. Ως εκ τούτου, στην τιμή ενδεχομένως να πρέπει να συμπεριληφθεί έκπτωση μειωτηφίας (minority discount), η οποία σχετίζεται με το γεγονός ότι οι μέτοχοι μειωτηφίας έχουν πολύ περιορισμένο ρόλο στη διαχείριση/διοίκηση μιας Εταιρείας και κατ'επέκταση η αναλογική αξία των μετοχών τους να είναι μικρότερη από την αναλογική αξία ολόκληρης της επιχείρησης/Εταιρείας.
 - Αναφορικά με την ΚΑΕ, φαίνεται ότι η προτεινόμενη αντιπαροχή των €1,50 ανά μετοχή είναι σημαντικά μικρότερη από την ΚΑΕ της Εταιρείας ύψους €2,81 κατά τις 31.12.2018. Παρ' όλα αυτά, στη σύγκριση θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι (i) η Διεύθυνση για τον καθορισμό της αγοραίας αξίας των ξενοδοχείων στον ισολογισμό έχει χρησιμοποιήσει ψηλότερο πολλαπλασιαστή ΕΑ/ΚΠΤΦΑ (15,5x για το Mediterranean και 11,8x για το Elysium - ο σταθμισμένος μέσος όρος ΕΑ/ΚΠΤΦΑ ήταν 13x) και (ii) το κόστος γης και κτιρίων του ξενοδοχείου Amara στον ισολογισμό είναι €90,6 εκ. σε σχέση με την αξία, λαμβάνοντας υπόψη το αναμενόμενο ΚΠΤΦΑ €3,3 εκ. και πολλαπλασιαστή ΕΑ/ΚΠΤΦΑ 10x.
 - Με βάση τον δείκτη μετοχικής αξίας / ΚΑΕ για αριθμό εισηγμένων εταιρειών, προκύπτει ότι σε αρκετές περιπτώσεις η μετοχική αξία σύμφωνα με την αξία της μετοχής του Χρηματιστηρίου, μπορεί να είναι σημαντικά χαμηλότερη από την ΚΑΕ όπως αυτή δίνεται στις οικονομικές καταστάσεις (ενδεικτικά αναφέρεται ότι στο δείγμα εταιρειών που χρησιμοποιήθηκε η Αξία της μετοχής του Χρηματιστηρίου ήταν κατά 20% χαμηλότερη από την ΚΑΕ).

Συμπέρασμα (2/2)

3. 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 2016 μέχρι 31 Δεκεμβρίου 2018 και στις μη ελεγμένες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις για την εξαμηνία που έληξε στις 30 Ιουνίου 2018, αντικατοπτρίζει τη δίκαιη και εύλογη αξία όλων των στοιχείων ενεργητικού κατά την ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης.
4. Το πιο πάνω συμπέρασμα αναφορικά με την προτεινόμενη αντιπαροχή των €1,50 ανά μετοχή έχει στηριχθεί ωστόσο σε σημαντικές υποθέσεις και απλοποιήσεις λόγω των δεδομένων της Εταιρείας που επηρεάζουν σημαντικά την πιο πάνω ανάλυση. Συγκεκριμένα, η Εταιρεία έχει επενδύσει σε στοιχεία ενεργητικού (ξενοδοχείο Amara και συγκροτήματα διαμερισμάτων) τα οποία είτε ακόμη δεν έχουν συνεισφέρει στην κερδοφορία λόγω του ότι είναι ημιτελή είτε τα έσοδα δεν είναι επαναλαμβανόμενα (πώληση διαμερισμάτων). Για να μπορούν να γίνουν συγκρίσιμοι υπολογισμοί, γίνονται κάποιες υποθέσεις/απλοποιήσεις οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά το τελικό αποτέλεσμα, όπως για παράδειγμα η αύξηση της ΕΑ με το ποσό των προβλεπόμενων κεφαλαιουχικών δαπανών ή/και η πρόβλεψη του ΚΠΤΦΑ της νέας ξενοδοχειακής μονάδας Amara μετά τη λειτουργία της. Τονίζεται ότι οι υποθέσεις αυτές έχουν γίνει από τη Διεύθυνση της Εταιρείας και δεν έχουμε κάνει οποιαδήποτε εργασία για τον έλεγχο της λογικότητας ή/και πληρότητάς τους. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να τονιστεί ότι δεν εκφέρουμε καμία γνώμη για το κατά πόσο οι προβλέψεις θα εκπληρωθούν στο μέλλον.

Γλωσσάριο και συντομογραφίες

Όρος	Ερμηνεία
«Stademos Hotels Plc», «Υπό Εξαγορά Εταιρεία», «η Εταιρεία»	Η εταιρεία Stademos Hotels Plc με αριθμό εγγραφής HE 34966.
«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 Stademos Hotels Plc ημερομηνίας 8 Μαρτίου 2019.
«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 Stademos Holdings Ltd για να αποκτήσει μέχρι και το 100% του εκδομένου μετοχικού κεφαλαίου της Stademos Hotels Plc.
«Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης»	Το Έγγραφο Δημόσιας Πρότασης ημερομηνίας 16 Απριλίου 2019 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 Stademos Hotels Plc ονομαστικής αξίας €0,68 η κάθε μία.
«Νόμος»	Σημαίνει τον περί Δημοσίων Προτάσεων Εξαγοράς Νόμο του 2007 ως τροποποιήθηκε.
«Προτείνοντας», «Προτείνων», «Stademos Holdings Ltd»	Η εταιρεία Stademos Holdings Ltd με αριθμό εγγραφής HE 109421 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.



© 2019 PricewaterhouseCoopers Limited. Με επιφύλαξη όλων των νομίμων δικαιωμάτων. Η επωνυμία “PricewaterhouseCoopers” αναφέρεται στην PricewaterhouseCoopers Limited, ή, εφόσον προκύπτει από το κείμενο, σε άλλες εταιρείες μέλη της PricewaterhouseCoopers International Limited, η κάθε μία από τις οποίες αποτελεί ξεχωριστή νομική οντότητα. Κάθε εταιρεία μέλος αποτελεί ξεχωριστή νομική οντότητα και η PricewaterhouseCoopers Limited δεν λειτουργεί ως αντιπρόσωπος της PricewaterhouseCoopers International Limited ή κάποιας άλλης εταιρείας μέλους ούτε μπορεί να ελέγξει την επαγγελματική κρίση οποιασδήποτε άλλης εταιρείας μέλους ή να δεσμεύσει με οποιονδήποτε τρόπο άλλη εταιρεία μέλος ή την PricewaterhouseCoopers International Limited.