

Έκθεση

της Παντελάκης Χρηματιστηριακής Α.Ε.Π.Ε.Υ. (εφεξής ο «Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος» ή «Σύμβουλος»)



PANTELAKIS
SECURITIES S.A.

Προς το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας “ORKLA FOOD INGREDIENTS AS”

Αναφορικά με την αποτίμηση των μετοχών της εταιρείας με την επωνυμία «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ – ΑΡΤΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΠΑΓΩΤΟΥ» (εφεξής η «Εταιρεία»), βάσει των διατάξεων των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006 (εφεξής η «Έκθεση Αποτίμησης» ή η «Αποτίμηση» ή η «Έκθεση»), στο πλαίσιο της υποβολής Προαιρετικής Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών (εφεξής η «Δημόσια Πρόταση») από την εταιρεία με την επωνυμία ORKLA FOOD INGREDIENTS AS (εφεξής ο «Προτείνων»).



Ένα βήμα μπροστά!

28 Μαρτίου 2019

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	2
2. Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής.....	4
2.1 Ιστορικό	4
2.2 Γενικές Πληροφορίες για την Εταιρεία.....	4
3. Μεθοδολογία	4
3.1 Μέθοδος Α: Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow).....	5
3.2 Μέθοδος Β: Συγκριτικές Αποτιμήσεις Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)	7
3.3 Μέθοδος Γ: Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Comparable/Precedent Transactions)	9
3.4 Μέθοδος Δ: Αποτίμηση με βάση το Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value).....	10
4. Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης	12
5. Ρήτρα Μη Ευθύνης.....	12

1. Εισαγωγή

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος ανέθεσε στην Παντελάκης Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ., ως ανεξάρτητο αποτιμητή (εφεξής ο «Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος» ή «Σύμβουλος» ή «εμείς») αποκλειστικά και μόνο, να συντάξει την αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας (εφεξής η «Έκθεση Αποτίμησης» ή «Αποτίμηση» ή «Έκθεση») στο πλαίσιο της επικείμενης Προαιρετικής Δημόσιας Πρότασης, που προβλέπεται να υποβληθεί από τον Προτείνοντα.

Στα πλαίσια της εργασίας αποτίμησης, επισημαίνουμε τα ακόλουθα:

- I. Προκειμένου να καταλήξουμε στις απόψεις μας, οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση Αποτίμησης, μελετήσαμε τις δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία. Επιπλέον, μελετήσαμε πρόσθετες πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας της Εταιρείας και το επενδυτικό της σχέδιο και πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη αυτής για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της Εταιρείας.
- II. Συγκρίναμε την Εταιρεία με Ελληνικές και διεθνείς εισηγμένες εταιρείες με παρόμοιες δραστηριότητες και λάβαμε υπόψη μας τους οικονομικούς όρους ορισμένων παρόμοιων συναλλαγών. Λάβαμε, επίσης, υπόψη μας χρηματοοικονομικές μελέτες, οικονομικά κριτήρια και κριτήρια αγοράς, καθώς και άλλες πληροφορίες που κρίναμε σχετικές. Για την αποτίμηση των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης, χρησιμοποιήσαμε διάφορες επιστημονικές μεθόδους και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη, αφού ελήφθη υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθοδολογίας. Ενδέχεται, όμως, με τη χρήση άλλων μεθόδων, έναντι αυτών που χρησιμοποιήσαμε, το αποτέλεσμα να είναι διαφορετικό.
- III. Η εργασία αποτίμησης εταιρειών/δραστηριοτήτων δε μπορεί να θεωρηθεί ακριβής επιστήμη και τα συμπεράσματα στα οποία η εργασία αυτή καταλήγει είναι, σε πολλές περιπτώσεις, υποκειμενικά και εξαρτώνται από την κρίση εκείνου που διενεργεί την αποτίμηση. Οι γνωματεύσεις μπορεί να διαφέρουν λόγω των διαφόρων ιδιαίτερων εκτιμήσεων που πρέπει να γίνουν, ακόμα και αν χρησιμοποιηθούν τα ίδια δεδομένα και οι ίδιες παραδοχές. Συνεπώς, δεν υπάρχει μία μοναδική μέθοδος για τον προσδιορισμό μίας αδιαμφισβήτητης αξίας, αν και οι κοινώς αποδεκτές μέθοδοι είναι απαραίτητες για τον καθορισμό του εύλογου των συμπερασμάτων.
- IV. Θεωρήσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσης Αποτίμησης, ότι οι οικονομικές και άλλες πληροφορίες, τα δημοσιευμένα στοιχεία, οι πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν ή κατ' άλλο τρόπο μελετήσαμε είναι σωστές και πλήρεις και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επαλήθευση, έλεγχο ή επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών, ούτε εκδώσαμε οποιοδήποτε σχετικό πιστοποιητικό. Ο Σύμβουλος δεν αναλαμβάνει καμία υποχρέωση και επομένως δεν φέρει καμία ευθύνη για την επαλήθευση των ανωτέρω πληροφοριών που του παρασχέθηκαν.
- V. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές, και οικονομικές πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν, θεωρήσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, θεωρήσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρείας.

- VI. Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτικών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας. Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιαδήποτε περιουσιακού στοιχείου της Εταιρείας και δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο. Δεν προχωρήσαμε σε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων της Εταιρείας στο πλαίσιο της προετοιμασίας της παρούσας. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με συνεργάτες ή συνεργαζόμενες με την Εταιρεία εταιρείες. Δεν έχουμε διενεργήσει οποιαδήποτε οικονομικό ή νομικό έλεγχο της Εταιρείας ή των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της και δεν έχουμε εκτιμήσει τις επιπτώσεις τυχόν εκκρεμοδικιών στην περιουσιακή της κατάσταση. Δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιασδήποτε απαίτηση κατά των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας. Αν και έχουμε, κατά περίπτωση, χρησιμοποιήσει διάφορες υποθέσεις, κρίσεις, και εκτιμήσεις, τις οποίες θεωρούμε εύλογες και δέουσες ενόψει των καταστάσεων, δεν είναι δυνατό να βεβαιωθεί η ακρίβεια ή η δυνατότητα επίτευξης των υποθέσεων, κρίσεων και εκτιμήσεων αυτών. Οι υποθέσεις, εκτιμήσεις και κρίσεις αυτές έχουν συζητηθεί με τη διοίκηση της Εταιρείας πριν τη σύνταξη της παρούσας Έκθεσης.
- VII. Η Έκθεσή μας βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και δεν εκφράζουμε γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας δραστηριότητας της Εταιρείας και εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο.
- VIII. Δεν παρέχουμε γνώμη σχετικά με την πιθανότητα επίτευξης των παρουσιαζόμενων προβλέψεων, ούτε των βασικών παραδοχών. Ως εκ τούτου, δεν αναλαμβάνουμε καμία ευθύνη σχετικά με την επίτευξη των παρουσιαζόμενων προβλέψεων. Σημειώνεται, ότι η πραγματική αγοραία τιμή μίας εταιρείας είναι πιθανό να διαφέρει από την εκτιμώμενη αγοραία αποτίμησή της. Η απόκλιση μπορεί να προκύψει από διάφορους παράγοντες, όπως οι συνθήκες αγοράς και οι προσδοκίες των συναλλασσόμενων μερών.
- IX. Η παρούσα Έκθεση Αποτίμησης παρέχεται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο του Προτείνοντος, προκειμένου να υποβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με το άρθρο 16 του Ν. 3461/2006. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, πέρα από αυτές που προκύπτουν από την ιδιότητά του ως Χρηματοοικονομικού Συμβούλου.
- X. Σημειώνουμε ότι για τη διενέργεια της παρούσας Αποτίμησης μας παρασχέθηκαν από την Εταιρεία όλα τα αναγκαία οικονομικά στοιχεία που ζητήσαμε. Σημειώνουμε, επίσης, ότι δεν έχουμε ούτε είχαμε ποτέ κατά τα τελευταία πέντε (5) έτη καμία επαγγελματική σχέση ή συνεργασία με τον Προτείνοντα ή με τα πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με αυτόν ή/και με την Εταιρεία και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.

2. Σύντομη Περιγραφή της Συναλλαγής

2.1 Ιστορικό

- Ο Προτείνων μας ζήτησε να διενεργήσουμε αποτίμηση της εταιρείας με την επωνυμία «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ – ΑΡΤΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΠΑΓΩΤΟΥ», με το διακριτικό τίτλο «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.», που εδρεύει στον δήμο Αχαρνών Αττικής, οδός Ανεμώνης 4, Τ.Κ. 136 78 και έχει αριθμό στο Γενικό Εμπορικό Μητρώο 1422601000 (πρώην ΑΡ.Μ.Α.Ε. 29709/06/Β/93/1) για τους σκοπούς της προαιρετικής δημόσιας πρότασης που προτίθεται να υποβάλει σε δίκαιο και εύλογο αντάλλαγμα, όπως αυτό ορίζεται στις διατάξεις των παρ. 4, 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006 όπως έχει τροποποιηθεί και ισχύει.
- Εν προκειμένω συντρέχει μία από τις προϋποθέσεις εφαρμογής της περίπτωσης β της παρ. 6 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006, δεδομένου ότι, κατά τους έξι μήνες που προηγήθηκαν της ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης, ήτοι της 28/3/2019, οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγές επί των μετοχών της άνω εταιρείας δεν υπερβαίνουν το 10% του συνόλου των μετοχών, συγκεκριμένα ανήλθαν σε 1% του συνόλου αυτών.

2.2 Γενικές Πληροφορίες για την Εταιρεία

Η Εταιρεία ιδρύθηκε το 1993 με την επωνυμία ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ - ΑΡΤΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΠΑΓΩΤΟΥ και τον διακριτικό τίτλο ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

Έδρα της Εταιρείας έχει ορισθεί ο Δήμος Αχαρνών, Ανεμώνης 4, ΤΚ 136 78, τηλ: 210 2419700.

Η διάρκεια της Εταιρείας άρχισε από την καταχώρηση στο Μητρώο Α.Ε. από την αρμόδια εποπτεύουσα αρχή της με αριθμό ΕΜ-12340/30.9.1993 Διοικητικής απόφασης και λήγει την 31/12/2043, αλλά δύναται να παραταθεί.

Κύριο αντικείμενο της Εταιρείας είναι η εισαγωγή και εμπορία προϊόντων που χρησιμοποιούνται στην παραγωγή γλυκών, παρασκευασμάτων ζύμης και παγωτών.

Σήμερα, η Εταιρεία αντιπροσωπεύει αποκλειστικά 31 από τους πιο φημισμένους διεθνείς οίκους παραγωγής πρώτων υλών ζαχαροπλαστικής, αρτοποιίας και παγωτού στην Ελλάδα, την Κύπρο και σε Βαλκανικές χώρες. Απόλυτη προτεραιότητά της αποτελεί η υψηλή ποιότητα των προϊόντων που εισάγει και διακινεί, ερευνώντας συνεχώς την αγορά προκειμένου να ανταποκρίνεται στις διαρκώς εξελισσόμενες προτιμήσεις των καταναλωτών.

Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) από την 18^η Ιουλίου 2002 και διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.

3. Μεθοδολογία

Η Αποτίμηση διενεργήθηκε σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές αρχές και μεθόδους που ακολουθούνται διεθνώς και το τελικό αποτέλεσμα εξήχθη αφού ελήφθη υπόψη ο βαθμός καταλληλότητας της κάθε μεθόδου. Τόσο η καταλληλότητα των μεθόδων που υιοθετήθηκαν στη συγκεκριμένη περίπτωση όσο και η στάθμιση που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές θεωρούμε ότι είναι λογικές για την προκειμένη περίπτωση.

Για τη διαμόρφωση του τελικού μας συμπεράσματος χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαφόρων κοινών αποδεκτών μεθοδολογιών αποτίμησης, ήτοι:

- Μέθοδος Α: Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)
- Μέθοδος Β: Συγκριτικές Αποτιμήσεις Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)
- Μέθοδος Γ: Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Comparable/Precedent Transactions)
- Μέθοδος Δ: Αποτίμηση με βάση το ΜέσοΟικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)

Οι συγκεκριμένες μεθοδολογίες χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της αξίας της Εταιρείας («Enterprise Value» ή «EV»). Έπειτα, προκειμένου να καταλήξουμε στον υπολογισμό της συνολικής αξίας των μετοχών, προσθέσαμε στο EV α) τα καθαρά ταμειακά διαθέσιμα (μετά την αφαίρεση του τραπεζικού δανεισμού, αν υπάρχει), και β) τα λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία, ενώ αφαιρέσαμε τις Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού.

3.1 Μέθοδος Α: Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)

Γενικές Πληροφορίες

Η συγκεκριμένη μέθοδος DCF χρησιμοποιείται ευρέως σε εργασίες αποτίμησης εταιρειών, καθώς τα αποτελέσματα αυτής αντικατοπτρίζουν την προοπτική μιας επιχείρησης βάσει των επιχειρηματικών προβλέψεων.

Η αποτίμηση της εταιρείας πραγματοποιείται «ως έχει» (on an as is basis) και με βάση την αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας αυτής (going concern), χωρίς να λαμβάνει υπόψη οποιεσδήποτε επιπτώσεις που ενδέχεται να προκύψουν από την εφαρμογή των μελλοντικών επιχειρηματικών σχεδίων του υποψήφιου αγοραστή.

Η μέθοδος βασίζεται στην προεξόφληση των καθαρών (ελεύθερων) μελλοντικών λειτουργικών χρηματικών ροών (Free Cash Flows, FCF) της εταιρείας με σκοπό να υπολογισθεί η αξία που έχει για τους μετόχους της, θεωρώντας την εταιρεία ως μια δυναμική λειτουργική οντότητα. Οι χρηματικές ροές που προέρχονται από τη λειτουργία της επιχείρησης, υπολογίζονται ως η διαφορά μεταξύ των ταμειακών εισροών αφαιρουμένων των ταμειακών εκροών, έχοντας λάβει υπόψη τις εκροές που αφορούν στην καταβολή φόρου, στη χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης, καθώς και στις επενδυτικές ανάγκες της εταιρείας.

Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται:

- Εκτίμηση των ελεύθερων ταμειακών ροών της εταιρείας για συγκεκριμένη περίοδο προβλέψεων (συνήθως 3 έως 10 χρόνια),
- Εκτίμηση της υπολειμματικής αξίας (terminal value) της εταιρείας, η οποία υπολογίζεται με βάση την παραδοχή ότι μετά το πέρας της περιόδου προβλέψεων των ταμειακών ροών, η Εταιρεία θα έχει ομαλά αυξανόμενες ταμειακές ροές και θα συνεχίσει τη δραστηριότητά της στο διηνεκές.
- Εκτίμηση του επιτοκίου προεξόφλησης των ταμειακών ροών της εταιρείας στο παρόν και πιο συγκεκριμένα στην ημερομηνία αποτίμησης. Ως προεξοφλητικό επιτόκιο χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) της Εταιρείας, το οποίο αντικατοπτρίζει τους επιχειρηματικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους της.

Το άθροισμα των προεξοφληθεισών ταμειακών ροών και της προεξοφληθείσας υπολειμματικής αξίας ισούται με την Καθαρή Παρούσα Αξία της Εταιρείας.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Προκειμένου να εφαρμόσουμε τη συγκεκριμένη μεθοδολογία, μελετήσαμε επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία. Μελετήσαμε επίσης και χρησιμοποιήσαμε πληροφορίες και προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν από τον Προτείνοντα μέσω ηλεκτρονικής αλληλογραφίας και συναντηθήκαμε με τα ανώτατα στελέχη της για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της Εταιρείας.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, υποθέσαμε ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι πλήρεις και ακριβείς και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με τις ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, υποθέσαμε ότι οι πληροφορίες αυτές απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας, κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με τις πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, υποθέσαμε ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της διοίκησης της Εταιρείας ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρείας.

Πρέπει να σημειωθεί πως στην ανάλυση του μοντέλου, έχουν ληφθεί παραδοχές με βάση το τρέχον επιχειρησιακό μοντέλο που εφαρμόζει η Εταιρεία.

Οποιαδήποτε πιθανά μελλοντικά σχέδια της διοίκησης της Εταιρείας για αλλαγή του επιχειρησιακού μοντέλου λειτουργίας της δεν είναι δυνατόν να συμπεριληφθούν στην παρούσα ανάλυση.

Λαμβάνοντας μια σειρά από παραδοχές εκτιμήσαμε τις ετήσιες ταμειακές ροές της Εταιρείας α) για 3 χρόνια (2019-21) μέσω άμεσων προβλεψεων (explicit forecasts), και β) για άλλα 5 χρόνια (2022-26) υποθέτοντας μια σταδιακή σύγκλιση βασικών μεταβλητών (όπως ρυθμός αύξησης πωλήσεων, περιθώριο κέρδους, ανάγκες κεφαλαίου κίνησης, επενδύσεις, φορολογικός συντελεστής) προς κάποιες μακροπρόθεσμες μέσες τιμές. Τέλος, η ταμειακή ροή του έτους 2026 χρησιμοποιήθηκε ως βάση για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας.

Ως ημερομηνία βάσης αποτίμησης επιλέχθηκε η 22 Μαρτίου 2019, ενώ ως αρχική τιμή καθαρών ταμειακών διαθεσίμων χρησιμοποιήθηκε η τιμή της τελευταίας ετήσιας οικονομικής κατάστασης (31.12.2018).

Για την καλύτερη δυνατή προσέγγιση της αξίας της Εταιρείας εξετάζουμε το βασικό σενάριο εξέλιξης των μεγεθών της Εταιρείας, πραγματοποιώντας ταυτόχρονα ανάλυση ευαισθησίας ως προς το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (8,5% στο σενάριο βάσης) και το ρυθμό ανάπτυξης της Εταιρείας στο διηνεκές (1,5% στο σενάριο βάσης), για τη δημιουργία δύο επιπλέον σεναρίων, ενός αισιόδοξου και ενός απαισιόδοξου.

Στη συνέχεια παρατίθενται τα αποτελέσματα της μεθόδου με βάση την παραπάνω περιγραφή:

Μέθοδος Α: Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)

Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	Βασικές Παραδοχές	Αξία (Ευρώ /Μετοχή)
«Αισιόδοξο» Σενάριο	WACC = 8,0%, Αύξηση Ταμειακών Ροών στο διηνεκές = 2,5%	4,88
«Βασικό» Σενάριο	WACC = 8,5%, Αύξηση Ταμειακών Ροών στο διηνεκές = 1,5%	4,33
«Απαισιόδοξο» Σενάριο	WACC = 9,0%, Αύξηση Ταμειακών Ροών στο διηνεκές = 0,5%	3,96

Πηγή: Σύμβουλος

Συμπεράσματα

Η αποτίμηση της Εταιρείας με βάση τις μελλοντικές ταμειακές της ροές στηρίζεται σε εκτιμήσεις και προβλέψεις, συνεπώς μια σειρά από παράγοντες θα μπορούσαν να επηρεάσουν τη χρηματοοικονομική θέση ή τα αποτελέσματα λειτουργίας της είτε ευμενώς είτε δυσμενώς και ανάλογα να επηρεαστεί η αποτίμηση της.

Σε ένα ιδιαίτερα ρευστό οικονομικό περιβάλλον όπως αυτό το οποίο διανύουμε, είναι τουλάχιστον δύσκολο να πραγματοποιηθούν ασφαλείς χρηματοοικονομικές προβλέψεις, ωστόσο ο Σύμβουλος κατέβαλε τη δέουσα επιμέλεια ώστε να καταλήξει σε μία αποτίμηση, στο βασικό σενάριο, για την Εταιρεία, που ανέρχεται σε **Ευρώ 4,33 ανά μετοχή**. Σε κάθε περίπτωση, ο Σύμβουλος διατηρεί κάθε επιφύλαξη για οποιαδήποτε μελλοντική αρνητική συγκυρία.

Περιορισμοί της μεθόδου:

Η αποτίμηση της Εταιρείας με βάση τη μέθοδο DCF βασίζεται σε ένα σύνολο παραγόντων που θα μπορούσαν να την επηρεάσουν σημαντικά, όπως:

- Αβεβαιότητα αναφορικά με την κατάσταση της αγοράς στο μέλλον
- Αβεβαιότητα αναφορικά με τις μακροοικονομικές συνθήκες των χωρών στις οποίες δραστηριοποιείται η Εταιρεία
- Αβεβαιότητα σχετικά με την επίτευξη των προβλέψεων
- Αβεβαιότητα σχετικά με την υλοποίηση των νέων επενδύσεων
- Ευαισθησία των αποτελεσμάτων στις παραδοχές που έχουν χρησιμοποιηθεί
- Η παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο τμήμα της αποτίμησης DCF, γεγονός που μειώνει τη βαρύτητα των προβλεπόμενων FCF κατά την περίοδο προβλέψεων στην αποτίμηση

3.2 Μέθοδος B: Συγκριτικές Αποτιμήσεις Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)

Γενικές Πληροφορίες

Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτίμησης στηρίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας είναι εφικτό να προκύψει μέσω της χρήσης συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών δεικτών που προκύπτουν από την αξία που αποδίδουν καλά πληροφορημένοι και ορθολογικοί επενδυτές σε μετοχές άλλων ομοειδών και άμεσα συγκρίσιμων εταιρειών. Με τον υπολογισμό των δεικτών αυτών και την εφαρμογή τους στα οικονομικά μεγέθη της αποτιμώμενης εταιρείας δύναται να εκτιμηθεί η αξία της.

Η μέθοδος αυτή θεωρείται σημαντική εφόσον εξευρεθεί ένα δείγμα ομοειδών και άμεσα συγκρίσιμων εταιρειών.

Ο χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν από τα οικονομικά μεγέθη και τις χρηματιστηριακές αξίες των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών, πολλαπλασιαζόμενοι με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας δίνουν μια εκτίμηση για την αποτίμησή της.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Συγκεντρώσαμε στοιχεία 18 ομοειδών/παρεμφερών εταιρειών από την Ελλάδα και το εξωτερικό, αξιολογώντας για κάθε μία τον δείκτη EV/EBITDA (σχέση αξίας επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων) για την 22.03.2019 (ημερομηνία βάσης αποτίμησης).

Επιλέξαμε το EBITDA καθότι λογίζεται το πλησιέστερο στις ελεύθερες ταμειακές ροές λογιστικό μέγεθος καθώς και διότι δεν λαμβάνει υπόψιν τυχόν διαφορές στους λογιστικούς χειρισμούς μεταξύ των εταιριών αλλά και των κεφαλαιακών δομών τους (δανεισμός προς ίδια κεφάλαια).

Για κάθε μία εταιρεία του δείγματος, υπολογίσθηκε ο εν λόγω δείκτης για την οικονομική χρήση 2019, δηλ με τις συγκλίνουσες προβλέψεις αναλυτών (πηγή: Thomson Reuters I/B/E/S) για την 1^η μη δημοσιευμένη οικονομική χρήση.

Επιπλέον, υπολογίσαμε το μέσο όρο του εν λόγω δείκτη του δείγματος και, τέλος, εφαρμόσαμε ένα συντελεστή απομείωσης 25% για να αποτυπώσουμε τη σημαντικά μικρότερη κεφαλαιοποίηση της Εταιρείας σε σχέση με τις εταιρείες του δείγματος (μέσος όρος Ευρώ 4.341 εκατ., διάμεσος Ευρώ 2.296 εκατ.).

Έτσι καταλήξαμε σε μια αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας, ως εξής:

Μέθοδος Β: Συγκριτικές Αποτιμήσεις Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)

Εταιρεία	Χώρα προέλευσης	Κεφαλαιοποίηση (Εκάτ. Ευρώ)	EV/EBITDA 2019π
Sysco	ΗΠΑ	29.785	12,0x
Barry Callebaut	Ελβετία	8.682	14,1x
US Foods Holding	ΗΠΑ	6.557	9,4x
Bid Corporation	Νότια Αφρική	6.143	13,4x
Glanbia	Ιρλανδία	5.067	14,9x
Tate & Lyle	Μεγ. Βρετανία	3.904	8,3x
Leroy Seafood Group	Νορβηγία	3.854	7,8x
Performance Food Group	ΗΠΑ	3.519	11,3x
AAK	Σουηδία	3.197	13,3x
Stigro Food Group	Ολλανδία	1.395	9,0x
Marr	Ιταλία	1.365	12,9x
Aryzta	Ελβετία	1.236	7,7x
Synlait Milk	Νέα Ζηλανδία	1.148	13,5x
Hilton Food Group	Μεγ. Βρετανία	881	10,7x
Chefs' Warehouse	ΗΠΑ	804	13,3x
Scandi Standard	Σουηδία	387	8,2x
Kri Kri	Ελλάδα	151	8,4x
Tirpiak	Γαλλία	70	7,9x
Μέσος Όρος δείγματος			10,9x
<i>Συντελεστής Απομείωσης λόγω διαφοράς μεγέθους</i>			<i>25%</i>
Προκύπτουσα Αποτίμηση (Ευρώ/Μετοχή)			4,84

Πηγή: Thomson Reuters I/B/E/S

Επεξεργασία στοιχείων: Σύμβουλος

Συμπεράσματα

Όπως προκύπτει με βάση τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα, το δείγμα έχει σταθμισμένο μέσο δείκτη EV/EBITDA 10,9x. Μετατρέποντας τη σχέση του αριθμοδείκτη σε αποτίμηση ανά μετοχή, καταλήγουμε τιμή Ευρώ 4,84 ανά μετοχή.

Περιορισμοί της μεθόδου:

- Η αγορά πρέπει να είναι αποτελεσματική ώστε να αντικατοπτρίζει σωστά τις χρηματιστηριακές αξίες του δείγματος
- Το μακροοικονομικό περιβάλλον των χωρών στις οποίες δραστηριοποιούνται οι συγκρίσιμες εταιρίες επηρεάζει την αποτίμησή τους
- Δεν είναι δυνατή η εύρεση πανομοιότυπων εταιριών για την εφαρμογή της μεθόδου
- Ενδέχεται να μη ληφθούν υπόψη στην αποτίμηση συγκεκριμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Εταιρείας υπό εξέταση, καθώς στηρίζεται στην αποτίμηση άλλων εταιριών
- Ενδέχεται η αποτίμηση να απέχει από τα αποτελέσματα μεθόδων που βασίζονται στις μελλοντικές ταμειακές ροές της Εταιρείας (π.χ. αποτίμηση DCF), καθώς βασίζεται στις υπάρχουσες συνθήκες/προσδοκίες της αγοράς
- Η εμπορευσιμότητα των μετοχών των συγκρίσιμων εταιριών στα χρηματιστήρια στα οποία είναι εισηγμένες ενδέχεται να επηρεάζει την τιμή τους

3.3 Μέθοδος Γ: Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Comparable/Precedent Transactions)

Γενικές Πληροφορίες

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών στηρίζεται στην παραδοχή ότι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει χρηματοοικονομικών δεικτών αποτίμησης σε εξαγορές/συγχωνεύσεις ομοειδών εταιρειών.

Η επιλογή του δείγματος γίνεται με βάση τον κλάδο της Εταιρείας που εξαγοράστηκε αλλά και την περίοδο που πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή. Για κάθε Εταιρεία υπολογίζονται διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες, και πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της Εταιρείας ώστε να υπολογιστεί η αξία της.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Καταλήξαμε σε ένα δείγμα 10 συγκρίσιμων συναλλαγών ομοειδών εταιριών.

Συναλλαγές για τις οποίες δεν υπήρξε δημοσίευση όλων των σχετικών πληροφοριών δεν συμπεριλήφθησαν στο δείγμα.

Οι συναλλαγές του δείγματος καλύπτουν την περίοδο 2013-2018.

Οι δείκτες που υπολογίστηκαν για κάθε Εταιρεία-στόχο είναι οι EV/EBITDA (σχέση αξίας επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων) και EV/Sales (σχέση αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις) κατά την ανακοίνωση της συναλλαγής. Δόθηκε ίση βαρύτητα (50%) στην αποτίμηση με βάση κάθε ένα από αυτούς τους δείκτες.

Για να καταλήξουμε στους δείκτες της αποτίμησης, υπολογίσαμε το μέσο όρο των ανωτέρω δεικτών για τις συναλλαγές του δείγματος.

Τέλος, εφαρμόζουμε συντελεστή απομείωσης 25% για να αποτυπώσουμε τη σημαντικά μικρότερη κεφαλαιοποίηση της Εταιρείας σε σχέση με τις εξαγορές του δείγματος (μέσος όρος Ευρώ 790 εκατ., διάμεσος Ευρώ 310 εκατ.).

Η αποτίμηση με βάση τις συγκρίσιμες συναλλαγές αποτυπώνεται στον πίνακα που ακολουθεί:

Μέθοδος Γ: Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Comparable/Precedent Transactions)						
Απορροφώμενη Εταιρεία	Χώρα προέλευσης	Απορροφώσα Εταιρεία	Αξία Συναλλαγής (Εκάτ. Ευρώ)	- Πολλαπλασιαστής -		
				EV/Sales	EV/EBITDA	
AdvancePierre Foods	ΗΠΑ	Tyson	3.664	2,6x	15,6x	
Canada Bread	Καναδάς	Grupo Bimbo	1.208	1,2x	9,3x	
CSM bakery supplies	Ολλανδία	Rhône Capital	1.050	0,4x	7,0x	
Osem	Ισραήλ	Nestlé	812	2,4x	15,3x	
Tegel Group	Νέα Ζηλανδία	Bounty Fresh Foods	320	1,0x	7,9x	
Bioderij	Ολλανδία	Cérélia	300	ΔΥ	9,0x	
Patties Foods	Αυστραλία	Pacific Equity Partners	169	1,1x	17,2x	
Organic Alliance	Γαλλία	Cérea Partenaire	150	0,5x	9,6x	
Enrico Giotti	Ιταλία	McCormick	129	2,6x	19,0x	
Candyking	Σουηδία	Cloetta	101	0,8x	10,8x	
Μέσος Όρος δείγματος				1,4x	12,1x	
<i>Συντελεστής Απομείωσης λόγω διαφοράς μεγέθους</i>				<i>25%</i>	<i>25%</i>	
Προκύπτουσα Αποτίμηση (Ευρώ/Μετοχή)				3,87	4,81	
<i>Συντελεστής Στάθμισης Χρηματοοικονομικού Δείκτη</i>				<i>50%</i>	<i>50%</i>	
Σταθμισμένη Αποτίμηση (Ευρώ/Μετοχή)					4,34	

Πηγή: Bloomberg

Επεξεργασία στοιχείων: Σύμβουλος

Συμπεράσματα

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, η αποτίμηση των μετοχών της Εταιρείας βάσει των συναλλαγών που αφορούν σε εταιρείες συναφούς δραστηριότητας κατά την περίοδο 2013 - 2018, υπολογίζεται σταθμισμένη σε **Ευρώ 4,34 ανά μετοχή**.

Περιορισμοί της μεθόδου:

- Δεν είναι δυνατή η εύρεση συναλλαγών πανομοιότυπων εταιριών για την εφαρμογή της μεθόδου και για το λόγο αυτό το δείγμα κατασκευάστηκε με συναλλαγές από εταιρίες που θεωρούμε ότι είναι οι πιο παρεμφερείς με την Εταιρεία ανάλογα και με τα κριτήρια που προαναφέραμε
- Η αξία της συναλλαγής επηρεάζεται ορισμένες φορές από αρκετούς εξωγενείς παράγοντες (π.χ. χρονισμός, μέγεθος, οικονομικοί δείκτες, στρατηγικός χαρακτήρας συναλλαγών κ.α.) και επομένως ενδέχεται να μην αντικατοπτρίζεται ακριβώς η αξία της Εταιρείας

3.4 Μέθοδος Δ: Αποτίμηση με βάση το Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)

Γενικές Πληροφορίες

Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας Εταιρείας επηρεάζεται σημαντικά σε σχέση με το σημείο του οικονομικού κύκλου στο οποίο βρίσκεται. Η μέθοδος αποτίμησης με βάση το μέσο οικονομικό κύκλο χρησιμοποιείται για να εξαλείψει τις ανοδικές και καθοδικές ταλαντώσεις στη δραστηριότητά της (cyclicality). Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούνται μέσοι οικονομικοί δείκτες αποτίμησης για διάρκεια συνήθως 5 ως 10 ετών, και πολλαπλασιάζονται με το αντίστοιχο οικονομικό μέγεθος της Εταιρείας έτσι ώστε να υπολογιστεί η αξία της.

Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Υπολογίσθηκαν οι ημερήσιοι δείκτες EV/Sales και EV/EBITDA της Εταιρείας για την περίοδο 02.01.2012 – 22.03.2019 (7 χρόνια και 3 μήνες).

Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκε η ημερήσια τιμή της μετοχής της Εταιρείας, καθώς και τα καθαρά ταμειακά διαθέσιμα και οι ετησιοποιημένες πωλήσεις και EBITDA της (Last Twelve Months or LTM) με βάση τις εκάστοτε τελευταίες δημοσιευμένες εξαμηνιαίες/ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Οι μέσοι όροι της περιόδου για κάθε έναν από τους ανωτέρω δείκτες πολλαπλασιάστηκε με τις πωλήσεις (sales) και το EBITDA της εταιρείας κατά την οικονομική χρήση 2018. Δόθηκε ίση βαρύτητα (50%) στην αποτίμηση με βάση κάθε ένα από αυτούς τους δείκτες.

Η αποτίμηση με βάση το μέσο οικονομικό κύκλο αποτυπώνεται στον παρακάτω πίνακα:

Μέθοδος Δ: Αποτίμηση με βάση το Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)

Αποτίμηση με βάση το Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	---- Πολλαπλασιαστής ----	
	EV/Sales	EV/EBITDA
Μέσος όρος περιόδου (2/1/2012-22/03/2019)	0,6x	4,7x
Προκύπτουσα Αποτίμηση (Ευρώ/Μετοχή)	2,76	3,02
Συντελεστής Στάθμισης Χρηματοοικονομικού Δείκτη	50%	50%
Σταθμισμένη Αποτίμηση (Ευρώ/Μετοχή)	2,89	

Πηγή: Στοιχεία Εταιρείας/Bloomberg
Επεξεργασία στοιχείων. Σύμβουλος

Συμπεράσματα

Με την μέθοδο αποτίμησης με βάση το Μέσο Οικονομικό Κύκλο, προκύπτει σταθμισμένη αποτίμηση που υπολογίζεται σε **Ευρώ 2,89 ανά μετοχή**.

Περιορισμοί της μεθόδου:

- Ο οικονομικός κύκλος είναι πιθανόν να μην διαρκεί ακριβώς όσο διαρκεί και η περίοδος που υπολογίζεται ο δείκτης αποτίμησης
- Η μέθοδος αυτή δεν λαμβάνει υπόψη της αλλαγές μέσα στο χρόνο στο επιχειρηματικό μοντέλο της εταιρείας
- Σε μία τόσο μεγάλη διάρκεια τα οικονομικά μεγέθη ή η αποτίμηση (market rating) μίας Εταιρείας είναι πιθανόν να έχουν επηρεαστεί από φαινόμενα που δεν θα προκύψουν στον επόμενο οικονομικό της κύκλο
- Η εξέλιξη των μεγεθών της Εταιρείας κατά τη διάρκεια του μέσου οικονομικού κύκλου ενδέχεται να μην είναι ορθολογική

4. Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης

Τα αποτελέσματα της εργασίας της αποτίμησης της Εταιρείας, όπως προκύπτουν με βάση την εφαρμογή των μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν, συνοψίζονται ως εξής:

Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης Αποτίμησης

Μεθοδολογία Αποτίμησης	Αξία (Ευρώ /Μετοχή)	Συντελεστής στάθμισης
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	4,33	50%
Συγκριτικές Αποτιμήσεις Ομοειδών Εταιρειών (Relative Valuation Multiples)	4,84	20%
Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών (Comparable/Precedent Transactions)	4,34	20%
Αποτίμηση με βάση το Μέσο Οικονομικό Κύκλο (Mid-Cycle Fair Value)	2,89	10%
Προκύπτουσα Σταθμισμένη Αποτίμηση	4,29	100%

Πηγή: Σύμβουλος

Διενεργώντας συνδυαστική αποτίμηση, χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα ανά μετοχή όπως προέκυψαν από την εφαρμογή κάθε μεθοδολογίας και εφαρμόζοντας κατά την κρίση μας κατάλληλους συντελεστές βαρύτητας στα αποτελέσματα αυτών, προκύπτει η τελική αποτίμηση, η οποία ανέρχεται σε **Ευρώ 4,29 ανά μετοχή**.

Όπως απεικονίζεται στον ανωτέρω πίνακα, έχει δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στα αποτελέσματα της μεθοδολογίας Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, καθώς η μεθοδολογία αυτή είναι η μόνη που μπορεί να αποτυπώσει τη δυναμική και τις προοπτικές μίας εταιρείας με τη χρήση θεμελιωδών μεγεθών ενώ, παράλληλα, η επίδραση των παρεκκλίσεων της αγοράς είναι περιορισμένη. Παράλληλα, έχει δοθεί μικρότερη βαρύτητα στις μεθοδολογίες «Συγκριτικές Αποτιμήσεις Ομοειδών Εταιρειών» και «Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών», καθώς οι μεθοδολογίες αυτές λαμβάνουν υπόψη χρηματοοικονομικά στοιχεία εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε αγορές με διαφορετικά χαρακτηριστικά, δυναμική, ανάληψη ρίσκου αλλά και νομικό/ρυθμιστικό πλαίσιο. Παρόμοια, έχει δοθεί ακόμη μικρότερη βαρύτητα στη μεθοδολογία αποτίμησης με βάση το Μέσο Οικονομικό Κύκλο, καθώς η συγκεκριμένη μεθοδολογία βασίζεται περισσότερο σε αναλογιστικά στοιχεία, παρά σε τρέχοντα στοιχεία ή στοιχεία που αναμένεται να επικρατήσουν. Επιπλέον, θεωρούμε ότι έχει μικρή χρησιμότητα στην προκειμένη περίπτωση, καθώς δεν παρατηρούνται ιδιαίτερες κυκλικές διακυμάνσεις στα αποτελέσματα της Εταιρείας, ενώ η ιστορική (ειδικά την περίοδο 2012-16) αποτίμηση της (σε όρους δεικτών) παρέμεινε σε ιδιαίτερα συμπιεσμένα επίπεδα.

Επισημαίνουμε ότι στο αποτέλεσμα της παρούσας ενέχεται το στοιχείο της υποκειμενικότητας που συνδέεται με τις αβεβαιότητες που σχετίζονται με (α) τις παραδοχές που χρησιμοποιήσαμε και τις εκτιμήσεις και προβλέψεις που μας παρασχέθηκαν και (β) τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήσαμε, οι οποίες όπως και οποιοσδήποτε άλλες μέθοδοι αποτίμησης ενέχουν περιορισμούς, στους κυριότερους εκ των οποίων αναφερθήκαμε στις αντίστοιχες ενότητες.

5. Ρήτρα Μη Ευθύνης

Η παρούσα Έκθεση εκπονήθηκε από το Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο προκειμένου να κατατεθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να δημοσιοποιηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις των παρ. 6 και 7 του άρθρου 9 του Ν. 3461/2006. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφέρει γνώμη για το εύλογο και δίκαιο του προσφερόμενου τιμήματος της επικείμενης Δημόσιας Πρότασης, ούτε ως προς την αιτιολογημένη γνώμη που θα εκφέρει το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας για την αποδοχή ή την απόρριψη της επικείμενης Δημόσιας

Πρότασης και η Έκθεση δεν θίγει καθοιονδήποτε τρόπο το θέμα αυτό. Η Έκθεση δε συνιστά πρόταση ή σύσταση για τη διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής επί χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία αναφέρεται και έχει συνταχθεί για τον πιο πάνω λόγο και μόνο.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, ελήφθη υπόψη η υπόθεση ότι όλες οι πληροφορίες που παρασχέθηκαν στο Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο είναι πλήρεις και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν έχει προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες, έγινε η υπόθεση ότι οι πληροφορίες αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο σύμφωνα με αδιαλείπτως εφαρμοζόμενα πρότυπα και απεικονίζουν με ακρίβεια την πραγματική επιχειρηματική και οικονομική θέση της Εταιρείας κατά την ημερομηνία στην οποία αναφέρονται. Σχετικά με πληροφορίες που αναφέρονται στο μέλλον, έγινε η υπόθεση ότι αυτές έχουν συγκεντρωθεί κατά εύλογο τρόπο επί τη βάσει των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς τη μελλοντική οικονομική απόδοση της Εταιρείας.

Η Έκθεση βασίζεται στις χρηματοοικονομικές, οικονομικές και πολιτικές συνθήκες και στις συνθήκες αγοράς, όπως υφίστανται και μπορούν να εκτιμηθούν κατά την ημερομηνία της παρούσας και ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφράζει γνώμη για το αν οι συνθήκες αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται ή για το ποια τυχόν επίδραση θα είχε η αλλαγή των συνθηκών αυτών στις απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα. Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα τελούν, επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας, εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο και στην ένταση του ανταγωνισμού στους κλάδους που δραστηριοποιείται η Εταιρεία και εξέλιξη της όποιας εμπορικής σχέσης της Εταιρείας με τον Προτείνοντα που είναι ο κύριος μέτοχος της Εταιρείας.

Η Έκθεση δεν αποτελεί πρόταση για την οργάνωση, αναδοχή, χρηματοδότηση, επένδυση ή οποιασδήποτε άλλης φύσεως δέσμευση για την παροχή κεφαλαίων στην Εταιρεία ή κάποια συνδεδεμένη της, η οποία δύναται να παρασχεθεί μόνο μετά από επιτυχή ολοκλήρωση εσωτερικών διαδικασιών και εγκρίσεων του Χρηματοοικονομικού Συμβούλου.

Γεγονότα, τα οποία συμβαίνουν μετά την ημερομηνία της παρούσας ενδέχεται να επηρεάσουν το αντικείμενο και τις παραδοχές που χρησιμοποιήσαμε για την κατάρτισή της και δεν αναλαμβάνουμε καμία υποχρέωση για επικαιροποίηση ή αναθεώρηση των εμπεριεχομένων πληροφοριών.

Για την Παντελάκης Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ.



Νικόλαος Παντελάκης

Πρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος