

Έκθεση
της MERIT ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ
προς το Διοικητικό Συμβούλιο της
«ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.»



Σχετικά με την προαιρετική Δημόσια Πρόταση της «ORKLA FOOD INGREDIENTS AS» για την απόκτηση έως 7.500.000 κοινών ονομαστικών μετά ψήφου μετοχών της «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.»

έναντι **€4,36** ανά μία (1) κοινή μετοχή, με καταβολή μετρητών



MERIT ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Ανεξάρτητος χρηματοοικονομικός σύμβουλος της «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.» σύμφωνα με το Αρ. 15 του Ν. 3461/2006 «Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις Δημόσιες Προτάσεις»

11 Ιουνίου 2019

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΝΤΑΞΗ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ, ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΑΡΘΡΟ 15 ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ 3461/2006	04
2. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	
2.1 Ο Προτείνων και τα Πρόσωπα που Ενεργούν Συντονισμένα ή για Λογαριασμό του	06
2.2 Σύμβουλος του Προτείνοντος	07
2.3 Ανώτατος Αριθμός Μετοχών που Δεσμεύεται να Αποκτήσει ο Προτείνων	07
2.4 Προσφερόμενο Αντάλλαγμα	07
2.5 Συμφωνία με τους Κύριους Μετόχους	08
2.6 Αιρέσεις Δημόσιας Πρότασης	10
2.7 Περίοδος Αποδοχής	10
2.8 Επιχειρηματικά σχέδια του Προτείνοντος σχετικά με την εταιρεία	11
3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	
3.1 Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	13
3.2 Μέθοδος Β' - Αποτίμηση με Πολλαπλασιαστές / Αριθμοδείκτες Ομοειδών Εταιρειών	13
3.3 Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Εταιρειών Συναφούς Δραστηριότητας	13
4. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	
4.1. Γενικές Πληροφορίες	14
4.2 Γενικό Ιστορικό	14
4.3. Αντικείμενο εργασιών	17
4.4 Μετοχικό Κεφάλαιο	17
4.5 Διοικητικό Συμβούλιο	17
5. ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ	18
6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ	
6.1. Γενικά	19
6.2 Εφαρμογή της Ανάλυσης στην Εταιρεία	20
7. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΙΜΗΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ	
7.1 Μέθοδος Α' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)	22
7.1.2 Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία	23
7.1.3 Συμπεράσματα μεθόδου	24
7.2 Μέθοδος Β' - Αποτίμηση της Εταιρείας με Πολλαπλασιαστές / Αριθμοδείκτες (Multiples) Ομοειδών Εταιρειών	24
7.2.1 Εφαρμογή της μεθόδου στην εταιρεία	24
7.2.2 Συμπεράσματα μεθόδου	25
7.3 Μέθοδος Γ' – Συγκρίσιμες Συναλλαγές Εταιρειών Συναφούς Δραστηριότητας (Comparable Transactions)	26
7.3.1 Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία	26
7.3.2 Συμπεράσματα μεθόδου	27
8. ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΨΕΩΝ ΕΚΘΕΣΗΣ	28
9. ΡΗΤΡΑ ΜΗ ΕΥΘΥΝΗΣ	30

Αυτή η σελίδα έχει αφεθεί σκοπίμως κενή

1. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΝΤΑΞΗ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ, ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΑΡΘΡΟ 15 ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ 3461/2006

Σύμφωνα με τους όρους της από 16 Απριλίου του 2019 σύμβασης που έχει υπογραφεί μεταξύ της Ανώνυμης Εταιρείας με την επωνυμία «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε» (ΑΡ. Γ.Ε.ΜΗ. 1422601000), η οποία εδρεύει στο Δήμο Αχαρνών (εφεξής η «Εταιρεία») και της Ανώνυμης Εταιρείας με την επωνυμία «MERIT ΧΑΕΠΕΥ» (εφεξής ο «Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος»), εκπονήθηκε λεπτομερής Έκθεση Χρηματοοικονομικού Συμβούλου (εφεξής η «Έκθεση»), με βάση το άρθρο 15 παρ. 2 του Ν.3461/2006 (εφεξής ο «Νόμος»), σε σχέση με την υποβληθείσα προαιρετική Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών (εφεξής η «Δημόσια Πρόταση») από την Εταιρεία με την επωνυμία «ORKLA FOOD INGREDIENTS AS» (εφεξής ο «Προτείνων») για την απόκτηση έως 7.500.00 μετοχών της Εταιρείας που δεν κατείχε κατά την 29.03.2019 (εφεξής «η Ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης»), οι οποίες μετοχές (7.500.000) αντιπροσωπεύουν το 100% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Υπεύθυνος για πληροφορίες επί της Έκθεσης, είναι ο κάτωθι:

Πέτρος Τσούρτης, τηλ. +30 214 100 8823214, pts@merit.gr

MERIT ΧΑΕΠΕΥ, Σοφοκλέους 5, Αθήνα 105 59

Σχετικά με την εκπόνηση της Έκθεσης, ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος επισημαίνει εισαγωγικά τα ακόλουθα:

I. Προκειμένου να καταλήξουμε στις τεκμηριωμένες απόψεις μας, οι οποίες περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση, μελετήσαμε τις δημόσια διαθέσιμες επιχειρηματικές και οικονομικές πληροφορίες που σχετίζονται με την Εταιρεία. Επιπλέον, μελετήσαμε πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με το πλαίσιο λειτουργίας και οργάνωσης της Εταιρείας και πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη της για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της.

II. Συγκρίναμε την Εταιρεία με ευρωπαϊκές εισηγμένες εταιρείες με παρόμοιες δραστηριότητες. 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, ενδέχεται, όμως, από τη χρήση άλλων μεθόδων, έναντι αυτών που χρησιμοποιήσαμε, το αποτέλεσμα να διαφέρει.

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 ιδιαιτέρων 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 μας, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι ορθές και ακριβείς ως προς τα ουσιώδη στοιχεία τους και δεν έχουμε προβεί σε ανεξάρτητη επιβεβαίωση των πληροφοριών αυτών. Σε σχέση με ιστορικές, επιχειρηματικές, και οικονομικές πληροφορίες που μας χορηγήθηκαν από την Εταιρεία, 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 βάση των καλύτερων διαθέσιμων εκτιμήσεων και κρίσεων της παρούσας διοίκησης της Εταιρείας κατά τη σημερινή ημερομηνία, ως προς τη μελλοντική απόδοση της Εταιρείας.

V. Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτικών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας, ούτε μας έχουν παρασχεθεί τέτοιες αποτιμήσεις ή εκτιμήσεις από τη διοίκηση. Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιουδήποτε 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 οποιανδήποτε 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.

VI. Η Έκθεση 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 Έκθεση τελούν επίσης, υπό την επιφύλαξη αβεβαιοτήτων που σχετίζονται με σημαντικούς παράγοντες, όπως μελλοντικές εξελίξεις των δημοσιονομικών της χώρας και εξελίξεις στο εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο.

VII. 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.

VII. Οι απόψεις του Χρηματοοικονομικού Συμβούλου που περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση παρέχονται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας για την υποστήριξή του ως προς τη χρηματοοικονομική αξιολόγηση της Δημόσιας Πρότασης και οποιαδήποτε χρήση από άλλο πρόσωπο πέρα του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να γίνεται αποκλειστικά σε συνδυασμό και από κοινού με την αιτιολογημένη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη έναντι οποιουδήποτε, πέρα από αυτές που προκύπτουν από την ιδιότητά του ως Χρηματοοικονομικού Συμβούλου κατά το άρθρο 15 παρ. 2 του Ν. 3461/2006. Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας οφείλει να διατυπώσει εγγράφως αιτιολογημένη γνώμη σχετικά με τη Δημόσια Πρόταση, για το περιεχόμενο της οποίας δεν ευθύνεται ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος.

IX. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν έχει παράσχει μέχρι σήμερα στην Εταιρεία, επενδυτικές υπηρεσίες ή/και άλλες υπηρεσίες.

2. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ

2.1. Ο Προτείνων και τα Πρόσωπα που Ενεργούν Συντονισμένα ή για Λογαριασμό του

Προτείνων είναι η ιδιωτική μετοχική εταιρεία περιορισμένης ευθύνης με την επωνυμία «ORKLA FOOD INGREDIENTS AS», η οποία ιδρύθηκε την 12.09.1918 σύμφωνα με το δίκαιο της Νορβηγίας. Η καταστατική έδρα του Προτείνοντος βρίσκεται στην οδό Nedre Skøyen vei 26, 0276 Oslo στη Νορβηγία και ο αριθμός εμπορικού του μητρώου είναι 911 161 419. Ο Προτείνων δεν έχει εργαζόμενους, ενώ η μητρική εταιρεία ORKLA ASA κατέχει εξ ολοκλήρου το μετοχικό κεφάλαιο του Προτείνοντος (100%). Το αντικείμενο δραστηριότητας του Προτείνοντος είναι η ανάπτυξη βιομηχανικών και εμπορικών δραστηριοτήτων στον τομέα των πρώτων υλών αρτοποιίας και ζαχαροπλαστικής καθώς και η πραγματοποίηση επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένης της αγοράς, πώλησης και αξιοποίησης ακίνητης περιουσίας καθώς και συμμετοχής ως μέτοχος ή άλλως σε άλλες επιχειρήσεις. Ο Όμιλος ORKLA ASA έχει παρουσία στις Σκανδιναβικές και Βαλτικές χώρες, καθώς και σε επιλεγμένες χώρες της Κεντρικής Ευρώπης και στην Ινδία, ενώ την 31.12.2018 απασχολούσε 18.510 υπαλλήλους. Ο όμιλος ORKLA ASA είχε συνολικό κύκλο εργασιών NOK 40,8δισ. και σύνολο ενεργητικού NOK 52,5δισ. το 2018, ενώ τα κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων (EBIT) σε ενοποιημένο επίπεδο διαμορφώθηκαν σε NOK 4,8δισ.

Συντονισμένα πρόσωπα σύμφωνα με το άρθρο 2(ε) του Νόμου, είναι τα ακόλουθα νομικά πρόσωπα, μέσω των οποίων ασκείται ο έλεγχος του Προτείνοντος και συνεπώς της Εταιρείας, κατά τα διαλαμβανόμενα στο άρθρο 3, παράγραφος 1 (γ) του Ν. 3556/2007:

1. ORKLA ASA, ήτοι η μητρική εταιρεία του Ομίλου ORKLA, ως πρόσωπο που έχει τον απώτατο έλεγχο του Προτείνοντος, και
2. Τα πρόσωπα που ελέγχονται κατά τα διαλαμβανόμενα στο άρθρο 3, παράγραφος 1 (γ) του Ν. 3556/2007 από την ORKLA ASA.

2.2 Σύμβουλος του Προτείνοντος

Η Τράπεζα Πειραιώς, με έδρα την Αθήνα (Αμερικής 4, ΤΚ 105 64) και αριθμό Γ.Ε.Μ.Η. 2255010000 ενεργεί, σύμφωνα με το άρθρο 12 του Νόμου, ως Σύμβουλος του Προτείνοντος για τη Δημόσια Πρόταση. Ο Σύμβουλος είναι πιστωτικό ίδρυμα δικαιούμενο να παρέχει στην Ελλάδα την επενδυτική υπηρεσία του παραρτήματος Ι του τμήματος Α, των στοιχείων 6 και 7 του Ν. 4514/2018 όπως ισχύει.

2.3 Ανώτατος Αριθμός Μετοχών που Δεσμεύεται να Αποκτήσει ο Προτείνων

Ο Προτείνων δεσμεύεται και αναλαμβάνει να αποκτήσει όλες τις μετοχές εκδόσεως της Εταιρείας, που δεν κατείχε ο ίδιος ή και τα Συντονισμένα Πρόσωπα και οι οποίες θα του προσφερθούν εγκύρως και νομίμως, υπό τους όρους και τις προϋποθέσεις της Δημόσιας Πρότασης, όπως περιγράφονται στο σχετικό πληροφοριακό δελτίο (εφεξής «το Πληροφοριακό Δελτίο») που εγκρίθηκε στις 30.05.2019 (εφεξής η «Ημερομηνία του Πληροφοριακού Δελτίου») με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τέθηκε στη διάθεση του κοινού στις 04.06.2019. Δηλαδή ο Προτείνων δεσμεύεται και αναλαμβάνει να αποκτήσει κατ' ανώτατο αριθμό 7.500.000 μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ποσοστό ύψους 100% του συνολικού αριθμού μετοχών και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Η Δημόσια Πρόταση θα ισχύσει, εφόσον κατά τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής, ο αριθμός των προσφερόμενων μετοχών μαζί με τις μετοχές τις οποίες ο Προτείνων τυχόν θα αποκτήσει από την Ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης μέχρι το πέρας της Περιόδου Αποδοχής, θα ισούται τουλάχιστον με 6.750.000 μετοχές, που αντιστοιχούν σε 90% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

2.4. Προσφερόμενο Αντάλλαγμα

Σύμφωνα με το άρθρο 9, παρ.4 του Νόμου, ο Προτείνων θα καταβάλλει το ποσό των €4,36 ανά μετοχή, για την απόκτηση κάθε μετοχής της Δημόσιας Πρότασης, η οποία θα του προσφερθεί νομίμως και εγκύρως κατά τη διάρκεια της περιόδου αποδοχής της Δημόσιας Πρότασης.

Σχετικά με το Προσφερόμενο Αντάλλαγμα σημειώνονται τα εξής:

- (i) Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία του Χ.Α., η μέση σταθμισμένη χρηματιστηριακή τιμή (ΜΣΧΤ) των μετοχών της Εταιρείας κατά τους τελευταίους έξι (6) μήνες που προηγούνται της Ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης, ανέρχεται σε €3,84.

(ii) Ούτε ο Προτείνων ούτε κάποιο από τα Πρόσωπα που Ενεργούν Συντονισμένα με τον Προτείνοντα απέκτησε μετοχές της Εταιρείας κατά τους δώδεκα (12) μήνες που προηγούνται της Ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης.

(iii) Ο Προτείνων όρισε την εταιρεία με την επωνυμία Παντελάκης Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ., ως ανεξάρτητο αποτιμητή (στο εξής ο «Αποτιμητής») για τη διενέργεια αποτίμησης και σύνταξης σχετικής έκθεσης αποτίμησης (στο εξής η «Έκθεση Αποτίμησης»), για τον προσδιορισμό του εύλογου και του δίκαιου ανταλλάγματος, δεδομένου ότι, συνέτρεξαν οι προϋποθέσεις του άρθρου 9 παράγραφος 6 περίπτωση (β) του Νόμου, καθώς κατά τους 6 μήνες που προηγήθηκαν της Ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης, οι πραγματοποιηθείσες συναλλαγές επί των μετοχών της Εταιρείας, δεν υπερέβησαν το 10% του συνόλου των μετοχών και πιο συγκεκριμένα ανήλθαν σε 1% του συνόλου αυτών. Η τιμή που προέκυψε από την παραπάνω αποτίμηση ανέρχεται σε €4,29 ανά μετοχή της Εταιρείας και η σχετική Έκθεση Αποτίμησης δημοσιεύτηκε σύμφωνα με το άρθρο 16 παρ.1 του Νόμου.

2.5. Συμφωνία με τους Κύριους Μετόχους

Με την από 28 Μαρτίου 2019 συμφωνία του Προτείνοντος με τους κ.κ. Στέλιο, Μαρία, Ελευθερία και Βαρβάρα Κανάκη έχει συμφωνηθεί ότι εφόσον ο Προτείνων προηγουμένως αποκτήσει από άλλους Μετόχους εκτός των κ.κ. Στέλιου, Μαρίας, Ελευθερίας και Βαρβάρας Κανάκη 313.727 Μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό περίπου 4,18% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας, ο Προτείνων θα αποκτήσει, εντός τριών (3) εργάσιμων ημερών, από τους Μετόχους κ.κ. Στέλιο και Μαρία Κανάκη, μέσω εξωχρηματιστηριακής μεταβίβασης (κατά το άρθρο 21B του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ.), 4.711.273 και 225.000 μετοχές αντίστοιχα, ήτοι συνολικά 4.936.273 μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό περίπου 65,82% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας σε τιμή €4,35 ανά μετοχή. Έχει επίσης συμφωνηθεί ότι εφόσον έχει προηγουμένως ολοκληρωθεί η προαναφερθείσα μεταβίβαση των 4.936.273 μετοχών, οι Μέτοχοι κ.κ. Στέλιος, Μαρία, Ελευθερία και Βαρβάρα Κανάκη, θα αποδεχτούν την Δημόσια Πρόταση και θα προσφέρουν στον Προτείνοντα το σύνολο των λοιπών μετοχών που αυτοί κατέχουν στην Εταιρεία, ήτοι 711.659, 375.000, 208.671 και 204.670 μετοχές αντίστοιχα και συνολικά 1.500.000 μετοχές που αντιπροσωπεύουν συνολικά 20% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Μετά την ολοκλήρωση της Δημόσιας Πρότασης και της άσκησης του Δικαιώματος Εξαγοράς (όπως περιγράφεται παρακάτω) ο Προτείνων, κατέχοντας το 100% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας θα προκαλέσει αυτόκλητη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Εταιρείας με θέμα τη λήψη απόφασης για τη διαγραφή των Μετοχών από το Χ.Α., σύμφωνα με το άρθρο 17§5 του Ν. 3371/2005, στην οποία (γενική συνέλευση) θα ψηφίσει υπέρ αυτής της απόφασης.

Μετά την διαγραφή των Μετοχών από το Χ.Α., ο Προτείνων έχει συμφωνήσει με τους κ.κ. Στέλιο, Μαρία, Ελευθερία και Βαρβάρα Κανάκη ότι θα μεταβιβάσει σε καθέναν από αυτούς 375.000 μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 5%, ήτοι συνολικά 1.500.000 μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό 20% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας σε τιμή ανά μετοχή ίση με το Προσφερόμενο Αντάλλαγμα (όπως ορίζεται στην παρ. 2.4).

Σημειώνεται ότι το Προσφερόμενο Αντάλλαγμα πληροί τις προϋποθέσεις του δικαίου και ευλόγου ανταλλάγματος, όπως αυτά περιγράφονται στο άρθρο 9, παράγραφος 4 του Νόμου, δεδομένου ότι:

- Είναι ανώτερο κατά ποσοστό 13,54% από την μέση σταθμισμένη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος της μετοχής της περιόδου κατά τους έξι (6) μήνες που προηγούνται της Ημερομηνίας της Δημόσιας Πρότασης, η οποία ανερχόταν σε €3,84.
- Είναι ανώτερο κατά ποσοστό 1,63% από την τιμή που προσδιορίστηκε από την εταιρεία «ΠΑΝΤΕΛΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ - ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ», η οποία ενήργησε ως αποτιμητής των μετοχών για λογαριασμό του Προτείνοντος, σύμφωνα με το άρθρο 9 παρ. 7 του Νόμου και η οποία ανέρχεται σε €4,29.

Επιπλέον του Προσφερόμενου Ανταλλάγματος, ο Προτείνων θα αναλάβει για λογαριασμό των αποδεχόμενων μετόχων τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό Εκκαθάρισης δικαιώματα εκκαθάρισης της εξωχρηματιστηριακής μεταβίβασης των μεταβιβαζόμενων προσφερόμενων μετοχών υπέρ της Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων Ανώνυμη Εταιρεία, ύψους 0,08% επί της αξίας μεταβίβασης (η οποία υπολογίζεται ως το γινόμενο του αριθμού των μεταβιβαζόμενων μετοχών επί τη μεγαλύτερη από τις εξής τιμές: (i) το Προσφερόμενο Αντάλλαγμα, και (ii) την τιμή κλεισίματος της Μετοχής στο Χ.Α. την προηγούμενη εργάσιμη της ημέρας της υποβολής των απαιτούμενων εγγράφων του άρθρου 46 του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ., με ελάχιστη χρέωση ποσού ίσο με το μικρότερο μεταξύ των €20 και του 20% επί της αξίας της συναλλαγής ανά αποδεχόμενο μέτοχο), σύμφωνα με το Άρθρο 7 της κωδικοποιημένης απόφασης αρ. 1 (συνεδρίαση 223/28.01.2014) του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΛ.Κ.Α.Τ. όπως ισχύει.

Σημειώνεται ότι από το καταβλητέο Προσφερόμενο Αντάλλαγμα στους μετόχους της εταιρείας που θα αποδεχτούν νομίμως και εγκύρως τη Δημόσια Πρόταση (οι «Αποδεχόμενοι Μέτοχοι») θα αφαιρεθεί το ποσό που αναλογεί στο φόρο χρηματιστηριακών συναλλαγών, ο οποίος ανέρχεται σήμερα σε ποσοστό 0,20% και υπολογίζεται επί της αξίας της εξωχρηματιστηριακής συναλλαγής για τη μεταβίβαση των μεταβιβαζόμενων μετοχών στον Προτείνοντα.

Σύμφωνα με το άρθρο 9, παρ. 3 του Νόμου, η ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ έχει βεβαιώσει, ότι ο Προτείνων διαθέτει τα απαραίτητα μέσα για την καταβολή του Προσφερόμενου Ανταλλάγματος και των ανωτέρω, καταβλητέων από τον ίδιο και τους Αποδεχόμενους Μετόχους, δικαιωμάτων εκκαθάρισης της εξωχρηματιστηριακής μεταβίβασης των μεταβιβαζόμενων μετοχών προς την ΕΛ.Κ.Α.Τ. Ωστόσο, η Τράπεζα Πειραιώς δεν παρέχει οποιαδήποτε εγγύηση, κατά την έννοια των άρθρων 847 επ. του

ελληνικού Αστικού Κώδικα, για την εκτέλεση των χρηματικών ή άλλων λοιπών υποχρεώσεων που έχουν αναληφθεί από τον Προτείνοντα στο πλαίσιο της Δημόσιας Πρότασης.

2.6. Αιρέσεις Δημόσιας Πρότασης

Η Δημόσια Πρόταση δεν υπόκειται σε καμία αίρεση. Σημειώνεται ωστόσο ότι η Δημόσια Πρόταση θα ισχύσει, εφόσον, κατά τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής, ο αριθμός των προσφερόμενων μετοχών μαζί με τις μετοχές τις οποίες ο Προτείνων και τα Πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με τον Προτείνοντα τυχόν θα αποκτήσουν από την Ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης μέχρι το πέρας της Περιόδου Αποδοχής, θα ισούται τουλάχιστον με 6.750.000 μετοχές, που αντιστοιχούν σε 90,00% του συνολικού καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρίας.

2.7. Περίοδος Αποδοχής

Η περίοδος αποδοχής (εφεξής η «Περίοδος Αποδοχής») κατά τη διάρκεια της οποίας οι μέτοχοι δύναται να δηλώσουν την αποδοχή της Δημόσιας Πρότασης, αρχίζει από τις 04.06.2019 και ώρα 8:00 π.μ. και λήγει στις 02.07.2019 με το τέλος του ωραρίου λειτουργίας των τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα, δηλαδή διαρκεί συνολικά τέσσερις (4) εβδομάδες, σύμφωνα με το άρθρο 18 παρ. 2 του Νόμου.

Ο Προτείνων έχει ορίσει και εξουσιοδοτήσει την Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε. ως διαχειριστή για την παραλαβή των δηλώσεων αποδοχής και τη διαχείριση της Δημόσιας Πρότασης, όπως προβλέπεται στο άρθρο 18 του Νόμου.

Ο Προτείνων προτίθεται να αποκτήσει τις μετοχές της Δημόσιας Πρότασης, δηλαδή κατ' ανώτατο αριθμό 7.500.000 μετοχές της εταιρείας, μαζί με όλα τα υφιστάμενα και μελλοντικά δικαιώματα που απορρέουν από αυτές, μόνον εφόσον οι μετοχές της Δημόσιας Πρότασης είναι ελεύθερες και απαλλαγμένες από κάθε εμπράγματο ή ενοχικό ελάττωμα βάρος ή δικαίωμα, περιορισμό, διεκδίκηση, επικαρπία, επιβάρυνση ή από οποιοδήποτε άλλο δικαίωμα τρίτων.

Η Δημόσια Πρόταση¹, απευθύνεται μόνο σε πρόσωπα, τα οποία νομίμως δύνανται να την αποδεχθούν. Συγκεκριμένα η Δημόσια Πρόταση δεν απευθύνεται καθ' οιονδήποτε τρόπο ή τύπο (εγγράφως ή άλλως πως), αμέσως ή εμμέσως, εντός ή προς οποιαδήποτε χώρα, στην οποία σύμφωνα με τους νόμους αυτής, η διενέργεια της Δημόσιας Πρότασης ή η αποστολή/διανομή της ανακοίνωσης είναι παράνομη ή αποτελεί παραβίαση οποιασδήποτε εφαρμοστέας νομοθεσίας, κανόνα ή κανονισμού.

Διευκρινίζεται ότι, εάν μετά τη λήξη της Περιόδου Αποδοχής ο Προτείνων κατέχει συνολικά μετοχές που αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 90% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας, τότε:

(α) Θα ασκήσει το Δικαίωμα Εξαγοράς (squeeze out), σύμφωνα με το άρθρο 27 του Νόμου και την Απόφαση 1/644/22.4.2013 του Διοικητικού Συμβουλίου της Ε.Κ., θα εξαγοράσει, σε τιμή ανά Μετοχή ίση με το Προσφερόμενο Αντάλλαγμα, τις Μετοχές των υπολοίπων Μετόχων, οι οποίοι δεν αποδέχθηκαν

τη Δημόσια Πρόταση, εντός της προβλεπόμενης προθεσμίας των τριών (3) μηνών από το τέλος της Περιόδου Αποδοχής (στο εξής το «Δικαίωμα Εξαγοράς»).

(β) Υποχρεούται σύμφωνα με το άρθρο 28 του Νόμου, να αποκτήσει χρηματιστηριακά όλες τις μετοχές της εταιρείας που θα του προσφερθούν εντός περιόδου τριών (3) μηνών από τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης σε τιμή ανά Μετοχή ίση με το Προσφερόμενο Αντάλλαγμα (στο εξής το «Δικαίωμα Εξόδου»). Ταυτόχρονα, με τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνων θα δημοσιοποιήσει και το Δικαίωμα Εξόδου των Μετόχων.

Μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας του δικαιώματος εξαγοράς ή και του δικαιώματος εξόδου, ο Προτείνων θα συγκαλέσει Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Εταιρείας, με θέμα τη λήψη απόφασης για τη διαγραφή της Εταιρείας από το Χ.Α., σύμφωνα με το άρθρο 17, παράγραφος 5 του Ν. 3371/2005 και θα ψηφίσει υπέρ της διαγραφής.

¹ Αναλυτικές πληροφορίες αναφορικά με τη Δημόσια Πρόταση παρατίθενται στο Πληροφοριακό Δελτίο, το οποίο καταρτίστηκε από τον Προτείνοντα προς το σκοπό της Δημόσιας Πρότασης, σύμφωνα με το άρθρο 11 του Νόμου.

2.8 Επιχειρηματικά σχέδια του Προτείνοντος σχετικά με την Εταιρεία

Ο Προτείνων, σκοπεύει να αποκτήσει το σύνολο των Μετοχών της Εταιρείας, το οποίο δεν κατείχε κατά την Ημερομηνία της Δημόσιας Πρότασης, ούτως ώστε να επιδιώξει τη διαγραφή των Μετοχών της Εταιρείας από το Χ.Α., σύμφωνα με το άρθρο 17, παράγραφος 5 του Ν. 3371/2005. Μέσω της διαγραφής των Μετοχών της Εταιρείας από το Χ.Α., ο Προτείνων θα επιδιώξει κατά κύριο λόγο να αποκτήσει μεγαλύτερη ευελιξία στη λήψη αποφάσεων για την υλοποίηση των επιχειρηματικών σχεδίων της Εταιρείας.

Η απόκτηση των μετοχών της Εταιρείας από τον Προτείνοντα δεν θα επιφέρει σημαντικές αλλαγές στην επιχειρηματική στρατηγική και στους επιχειρηματικούς σκοπούς της Εταιρείας. Πρωταρχικός στόχος της συμμετοχής του Προτείνοντος στο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας είναι η διασφάλιση της συνέχισης της λειτουργίας της Εταιρείας υπό τις ίδιες επιχειρηματικές αρχές, παράλληλα με την απόκτηση ωφελιών από τη συμμετοχή της σε ένα μεγάλο όμιλο ο οποίος δραστηριοποιείται στον ίδιο κλάδο και η ενίσχυση των εμπορικών δραστηριοτήτων/συναλλαγών με τον Προτείνοντα. Προς τον σκοπό αυτό, η συνέχιση της διοίκησης και της έως σήμερα ακολουθούμενης επιχειρηματικής στρατηγικής, η οποία στοχεύει στην υψηλή ποιότητα των προϊόντων που εισάγει και διακινεί, ερευνώντας συνεχώς την αγορά προκειμένου να ανταποκρίνεται στις διαρκώς εξελισσόμενες προτιμήσεις των καταναλωτών, εξασφαλίζεται από την παρουσία των μελών της οικογένειας Κανάκη ως Μετόχων και των κ.κ. Στέλιου Κανάκη και Ελευθερία Κανάκη ως Διευθύνοντος Συμβούλου και Αναπληρώτριας Διευθύνουσας Συμβούλου αντίστοιχα.

Ο Προτείνων προτίθεται να συνεχίσει τις δραστηριότητές του ιδίου και της Εταιρείας και δεν σχεδιάζει αλλαγές στον τόπο διεξαγωγής των δραστηριοτήτων της Εταιρείας ή τη μεταφορά της έδρας ή των δραστηριοτήτων της Εταιρείας εκτός Ελλάδος.

Σημειώνεται ότι, ο Προτείνων δεν θα προβεί σε μεταβολές στην πολιτική διαχείρισης του ανθρώπινου δυναμικού της Εταιρείας, στους όρους απασχόλησης του προσωπικού της Εταιρείας και θα διατηρήσει τις υφιστάμενες θέσεις εργασίας του προσωπικού και των στελεχών, στο βαθμό βεβαίως που δεν επέλθουν σημαντικές μεταβολές στις υφιστάμενες συνθήκες της αγοράς και της οικονομίας. Το γεγονός ότι οι κ.κ. Στέλιος, Μαρία, Ελευθερία και Βαρβάρα Κανάκη, μέλη της οικογένειας Κανάκη, θα παραμείνουν ως Μέτοχοι και οι κ.κ. Στέλιος και Ελευθερία Κανάκη θα συμμετέχουν στην ανώτατη διοίκηση της Εταιρείας ως Διευθύνων Σύμβουλος και Αναπληρώτρια Διευθύνουσα Σύμβουλος, αντίστοιχα, εξασφαλίζει τη συνέχιση των πολιτικών, οι οποίες ακολουθήθηκαν με συνέπεια από την Εταιρεία έως σήμερα, σχετικά με την ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού της.

Στο πλαίσιο του παρόντος επιχειρηματικού σχεδιασμού του Προτείνοντος για την Εταιρεία, ο Προτείνων προτίθεται να προβεί σε αλλαγές στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας, όπως αυτές περιγράφονται αναλυτικά στον όρο της παραγράφου 1.19 του Πληροφοριακού Δελτίου. Πιο συγκεκριμένα, μέχρι τη διαγραφή της Εταιρείας από το Χ.Α. το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας θα αποτελείται από επτά (7) μέλη, εκ των οποίων τέσσερα (4) θα υποδεικνύονται από τον Προτείνοντα και τρία (3) θα υποδεικνύονται από τους κ.κ. Στέλιο, Μαρία, Ελευθερία και Βαρβάρα Κανάκη. Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της 15^{ης} Μαΐου ενέκρινε το νέο επταμελές (7μελές) Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας με πενταετή θητεία. Μετά τη διαγραφή της Εταιρείας από το Χ.Α., το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας θα αποτελείται από πέντε (5) μέλη, εκ των οποίων τρία (3) θα υποδεικνύονται από τον Προτείνοντα και δύο (2) μέλη, ήτοι ο κ. Στέλιος Κανάκης και η κ. Ελευθερία Κανάκη, θα υποδεικνύονται από τους κ.κ. Στέλιο, Μαρία, Ελευθερία και Βαρβάρα Κανάκη.

Μετά την ολοκλήρωση της Δημόσιας Πρότασης, ο Προτείνων, θα επιδιώξει τη διαγραφή των Μετοχών από το Χ.Α. Ειδικότερα, μετά την άσκηση του Δικαιώματος Εξαγοράς, ο Προτείνων θα προκαλέσει αυτόκλητη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Εταιρείας με θέμα τη λήψη απόφασης για τη διαγραφή των Μετοχών από το Χ.Α., σύμφωνα με το άρθρο 17, παράγραφος 5 του Ν. 3371/2005 και θα ψηφίσει υπέρ αυτής της απόφασης. Κατόπιν λήψης της εν λόγω απόφασης από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Εταιρείας, η Εταιρεία θα υποβάλει προς την Ε.Κ. αίτημα διαγραφής των Μετοχών από το Χ.Α.

Μετά τη διαγραφή των Μετοχών από το Χ.Α., ο Προτείνων ενδέχεται να προβεί σε ορισμένες διοικητικές μεταρρυθμίσεις, λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι η Εταιρεία δεν θα χρειάζεται να συμμορφώνεται πλέον με τις απαιτήσεις που τίθενται για τις εισηγμένες εταιρείες. Επίσης σημειώνεται ότι στο προσωπικό που είναι επιφορτισμένο με την τήρηση των κανονιστικών υποχρεώσεων της και των σχέσεων της με τους επενδυτές αναμένεται να ανατεθούν νέα διοικητικά καθήκοντα.

Τέλος, ορισμένα από τα κόστη της Εταιρείας που συνδέονται με τη διατήρηση της διαπραγμάτευσης των Μετοχών στο Χ.Α. θα εξοικονομηθούν.

3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Με σκοπό την καλύτερη δυνατή εκτίμηση του προσφερόμενου τιμήματος από τον Προτείνοντα, στην παρούσα έκθεση χρησιμοποιήθηκαν ευρέως αποδεκτές μέθοδοι αποτίμησης, ενώ το εύρος τιμών όπως αυτό προέκυψε εκτιμάται ότι αποτυπώνει την καλύτερη δυνατή προσέγγιση της αξίας της Εταιρείας βάσει των εύλογων υποθέσεων αλλά και των τρεχουσών συνθηκών των αγορών.

3.1 Μέθοδος Α' - Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)

Λαμβάνουμε μια σειρά από παραδοχές για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της Εταιρείας σε ορίζοντα 5ετίας και χρησιμοποιώντας τα κατάλληλα μεγέθη ώστε να προεξοφληθούν αυτές στο παρόν, καταλήγουμε στην αξία της επιχείρησης. 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 και το ρυθμό ανάπτυξης της Εταιρείας στο διηνεκές.

3.2 Μέθοδος Β' - Αποτίμηση της Εταιρείας με Πολλαπλασιαστές / Αριθμοδείκτες (Multiples) Ομοειδών Εταιρειών

Συγκεντρώνουμε στοιχεία δυο αριθμοδεικτών (P/E και EV/EBITDA) ομοειδών ευρωπαϊκών εταιρειών ενώ ως έτος σύγκρισης χρησιμοποιούμε τις εκτιμήσεις των εταιρειών για τα μεγέθη του 2019. Σταθμίζουμε το δείγμα μας και υπολογίζουμε το σταθμισμένο μέσο όρο των εν λόγω δεικτών ώστε να καταλήξουμε σε ένα εύρος τιμών αναφορικά με την αποτίμηση της Εταιρείας.

3.3 Μέθοδος Γ' - Συγκρίσιμες Συναλλαγές Εταιρειών Συναφούς Δραστηριότητας (Comparable Transactions)

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 υπολογισθεί η αξία της.

4. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

4.1. Γενικές Πληροφορίες

Η Εταιρεία με την επωνυμία «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΡΩΤΩΝ ΥΛΩΝ ΖΑΧΑΡΟΠΛΑΣΤΙΚΗΣ – ΑΡΤΟΠΟΙΙΑΣ ΚΑΙ ΠΑΓΩΤΟΥ» και με διακριτικό τίτλο «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.», ιδρύθηκε με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας το 1993 και δραστηριοποιείται κυρίως στον τομέα της εμπορίας και προώθησης πρώτων υλών ζαχαροπλαστικής, αρτοποιίας και παγωτού. Είναι εγγεγραμμένη στο Αυτοτελές Τμήμα Γ.Ε.ΜΗ. της Γενικής Γραμματείας Εμπορίου του Υπουργείου Οικονομίας και Ανάπτυξης με αριθμό 1422601000 (πρώην ΑΡ.Μ.Α.Ε. 29709/06/Β/93/1) και η διάρκειά της έχει ορισθεί σε 50 έτη. Η Εταιρεία εδρεύει στον δήμο Αχαρνών Αττικής, οδός Ανεμώνης 4, Τ.Κ. 136 78. Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στην Ελλάδα, στην Κύπρο και στα Βαλκάνια. Οι Μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών από την 18.07.2002 και διαπραγματεύονται στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

4.2 Γενικό Ιστορικό

Κατωτέρω παρουσιάζονται οι σημαντικότεροι σταθμοί στην εξέλιξη της Εταιρείας από την ίδρυσή της ως σήμερα:

- **1969-1984:** Ο ιδρυτής της Εταιρείας κ. Στέλιος Κανάκης δραστηριοποιείται στην αγορά του εμπορίου πρώτων υλών ζαχ/κής μέσω της οικογενειακής επιχείρησης του πατέρα του.
- **1984:** Πρώτη επίσκεψη των ιδρυτών της Εταιρείας στο εργοστάσιο της Dragsbaek Margarinefabrik στη Δανία.
- **1985:** Παραλαβή της 1ης παραγγελίας Μαργαρίνης Dragsbaek.
- **1993:** Μετατροπή της ατομικής επιχείρησης σε ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ».
- **1996:** Αγορά οικοπέδου συνολικής έκτασης 10.500 τ.μ. στις Αχαρνές Αττικής, με σκοπό την ανέγερση νέων υπερσύγχρονων εγκαταστάσεων.
- **2000:** Ολοκλήρωση κατασκευής σύγχρονων αποθηκευτικών εγκαταστάσεων και γραφείων με έδρα τις Αχαρνές Αττικής.
- **2002:** Έναρξη διαπραγμάτευσης του 20% των μετοχών της Εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αγορά οικοπέδου στη ΒΙ.ΠΕ. Σίνδου Θεσ/νίκης, συνολικής εκτάσεως 10.500 τ.μ., με σκοπό τη δημιουργία υποκαταστήματος, αποθηκών και κέντρου διανομής στη Βόρεια Ελλάδα.
- **2003:** Αγορά νέων εκτάσεων γύρω από τις κύριες εγκαταστάσεις στις Αχαρνές Αττικής (σημερινή συνολική οικ. έκταση: 15.819 τ.μ.). Η Εταιρεία έρχεται σε συμφωνία με τη διάσημη Γαλλική σχολή γαστρονομίας ECOLE LENÔTRE για αποκλειστική συνεργασία στη διεξαγωγή ειδικευμένων σεμιναρίων υψηλών προδιαγραφών για τους επαγγελματίες της Ελλάδας, της Κύπρου & της

Βουλγαρίας. Έναρξη λειτουργίας του Κέντρου Τεχνικής Επιμόρφωσης και Εφαρμογών «Athens Center of Gastronomy» εντός των εγκαταστάσεων της Εταιρείας στην Αττική.

- **2004:** Ξεκινά με εντατικούς ρυθμούς τη διακίνηση των εμπορευμάτων της στην αγορά της Κύπρου μέσω αναγνωρισμένου τοπικού διανομέα.
- **2005:** Έναρξη κατασκευής νέων ιδιόκτητων γραφείων, αποθηκευτικών χώρων και τεχνικού κέντρου επιμόρφωσης στη ΒΙ.ΠΕ. Σίνδου.
- **2007:** Στις 5 Μαρτίου 2007 ξεκινά η λειτουργία του Υποκαταστήματος της Εταιρείας στη Βόρεια Ελλάδα. Το νέο κέντρο διανομής στη ΒΙ.ΠΕ. Σίνδου σηματοδοτεί την έναρξη της εξαγωγικής δραστηριότητας της Εταιρείας στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων. Έναρξη των προγραμμάτων του «Thessaloniki Center of Gastronomy» εντός των εγκαταστάσεων του Υποκαταστήματος της Εταιρείας στη Βόρεια Ελλάδα. Η Εταιρεία προχωρά σε ενέργειες ενίσχυσης της παρουσίας της στην περιοχή του Κοσόβου, μέσω υπογραφής συμφωνίας αποκλειστικής διανομής των προϊόντων της με τοπικό διανομέα.
- **2008:** Υπογραφή συμφωνίας αποκλειστικής συνεργασίας που προβλέπει την προώθηση και διανομή των εμπορευμάτων της Εταιρείας στη βουλγαρική αγορά από την εταιρεία ALMA LIBRE LTD. Η Εταιρεία βραβεύεται με την τιμητική διάκριση “Δεύτερος καλύτερος συνεργάτης παγκοσμίως” για τις επιδόσεις της στη ζαχαροπλαστική, το παγωτό και τα είδη επιδορπίων (desserts), από την κορυφαία γαλλική επιχείρηση παραγωγής κρέμας και προϊόντων γάλακτος ELLE&VIRE.
- **2009:** Η Εταιρεία και η ALMA LIBRE LTD βραβεύονται με 3 Χρυσά Μετάλλια σε 3 διαφορετικούς διαγωνισμούς κατά τη διεθνή έκθεση αρτοποιίας & ζαχαροπλαστικής BULPEK που πραγματοποιήθηκε στη Σόφια από τις 11 έως τις 14 Νοεμβρίου 2009.
- **2010:** Η Εταιρεία εντάσσεται στις «STRONGEST COMPANIES IN GREECE» της ICAP Group, ως μια από τις πιο ισχυρές εταιρείες στην Ελλάδα, έτοιμη να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις των καιρών και επιβεβαιώνοντας ότι η πιστοληπτική ικανότητά της είναι πραγματικά υψηλή.
- **2011:** Η Εταιρεία βραβεύεται για δεύτερη συνεχή χρονιά με το βραβείο «ICAP STRONGEST COMPANIES IN GREECE CERTIFICATE 2011». Οι «Strongest Companies in Greece» είναι οι επιχειρήσεις που κατατάσσονται στις ισχυρότερες ζώνες πιστοληπτικής διαβάθμισης (rating scores) της ICAP Group. Η Εταιρεία και η ALMA LIBRE Ltd κερδίζουν το χρυσό βραβείο στον διαγωνισμό ζαχαροπλαστικής «Καλύτερο Γλυκό: Γεύση, εμφάνιση & καινοτομία» κατά τη διάρκεια της διεθνούς έκθεσης αρτοποιίας και ζαχαροπλαστικής BULPEK που πραγματοποιήθηκε στην Σόφια της Βουλγαρίας 09 έως 12 Νοεμβρίου 2011.
- **2012:** Η Εταιρεία κερδίζει στη διοργάνωση του θεσμού «Επιχειρηματικά Βραβεία ΧΡΗΜΑ – Γεώργιος Ουζούνης 2011» το τρίτο βραβείο στην κατηγορία ΚΑΛΥΤΕΡΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ FTSE-SMALL CAP/80 – 2011. Στην κατηγορία ΚΑΛΥΤΕΡΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ FTSE-SMALL CAP/80 – 2011, αξιολογήθηκαν μία σειρά από παράγοντες όπως η πορεία των οικονομικών επιδόσεων, η σταθερότητά τους, η διεύρυνση των

μεριδίων αγοράς, η χρηματιστηριακή πορεία και η σχέση με τους επενδυτές, η προσπάθεια διεθνοποίησης, η καινοτομία και η έμφαση στις επενδύσεις.

- **2014:** Η Εταιρεία μπαίνει στη λίστα με τα «Διαμάντια της Ελληνικής Οικονομίας» βάση αξιολόγησης από τη STATBANK, στην οποία συμμετείχαν οι 7.000 μεγαλύτερες (βάσει κύκλου εργασιών) εν Ελλάδι βιομηχανίες και εμπορικές επιχειρήσεις και οι οποίες κρίθηκαν βάσει 10 οικονομικών δεικτών.
- **2015:** Η Εταιρεία συμπεριλήφθηκε στη λίστα με τα «Διαμάντια της Ελληνικής Οικονομίας 2015» ως μία εκ των υγιέστερων επιχειρήσεων της χώρας, βάσει αξιολόγησης των οικονομικών της στοιχείων για το 2013 από τη STATBANK. Συνολικά συμμετείχαν οι 7.000 εν Ελλάδι βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις. Η Εταιρεία κερδίζει στη διοργάνωση του θεσμού «Επιχειρηματικά Βραβεία ΧΡΗΜΑ – Γεώργιος Ουζούνης 2014» το δεύτερο βραβείο στην κατηγορία ΒΡΑΒΕΙΟ ΚΑΛΥΤΕΡΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ MID-SMALL CAP – 2014.
- **2016:** Η Εταιρεία διακρίθηκε βάσει των χρηματοοικονομικών μεγεθών/ δεικτών ως Growth Driver για το έτος 2016 στην Ελλάδα, από την Eurobank & την Grant Thornton. Συνολικά βραβεύτηκαν 172 εταιρείες επί συνόλου 8.000. Η αξιολόγηση έγινε βάση του μοντέλου “Financial Growth / Health Matrix” της Grant Thornton, εργαλείων πιστοληπτικής αξιολόγησης της Eurobank και μέσω αποτίμησης των πραγματικών ιστοριών των αξιολογούμενων εταιρειών με κριτήρια που συνδυάζουν ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά. Η αποτίμηση αυτή πραγματοποιήθηκε από την επιτροπή Awards Committee, η οποία αποτελείται από εξέχουσες προσωπικότητες από τον επιχειρηματικό και ακαδημαϊκό τομέα της χώρας.
- **2017:** Ο κος Στέλιος Κανάκης τιμήθηκε στις 11 Οκτωβρίου 2017 με το βραβείο του «Αυτοδημιούργητου Επιχειρηματία» για την αξιόλογη επιχειρηματική του δραστηριότητα, στην τελετή της απονομής των «ΒΡΑΒΕΙΩΝ ΕΒΕΑ 2017». Το βραβείο Diamonds of the Greek Economy 2017 απένειμε στην Εταιρεία η New Times Publishing μετά από αξιολόγηση 17.000 επιχειρήσεων στους επιχειρηματικούς κλάδους της βιομηχανίας, του εμπορίου, της ναυτιλίας, των υπηρεσιών και του τουρισμού. Βάσει των οικονομικών της στοιχείων, η Εταιρεία διακρίθηκε για την επιχειρηματική της αριστεία ως μία από τις υγιέστερα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις της χώρας, σε μία εκδήλωση υπό την αιγίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του ΕΟΤ στο Grande Bretagne Hotel Athens την Τρίτη 4 Ιουλίου 2017.
- **2018:** Η Εταιρεία τιμήθηκε για 4η φορά στις 3 Ιουλίου με το Certificate του Diamonds of the Greek Economy 2018 ως μια από τις υγιέστερα αναπτυσσόμενες εταιρείες της χώρας.

4.3. Αντικείμενο εργασιών

Η Εταιρεία είναι μία αμιγώς εμπορική εταιρεία, η οποία δραστηριοποιείται κυρίως στον τομέα της εν γένει εμπορίας, διανομής και προώθησης πρώτων υλών ζαχαροπλαστικής, αρτοποιίας και παγωτού. Τα προϊόντα της Εταιρείας καλύπτουν μια ευρεία γκάμα χρήσεων. Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στην Ελλάδα, στην Κύπρο και στα Βαλκάνια. Διαθέτει τα εμπορεύματά της μέσω δικού της δικτύου διανομής αλλά και μέσω υποδιανομέων.

Το σύνολο των προϊόντων που αντιπροσωπεύει, διανέμει και διακινεί, εισάγονται κυρίως από χώρες της Δυτικής Ευρώπης και ιδίως από Γαλλία, Βέλγιο, Γερμανία, Δανία και Ιταλία.

Οι βασικές κατηγορίες προϊόντων περιλαμβάνουν τα προϊόντα: μαργαρίνες, βούτυρα, κρέμες γάλακτος, κουβερτούρες, μίγματα ζαχ/κής, μίγματα αρτοποιίας, α' ύλες παγωτού και άλλα. Μερικοί από τους κυριότερους οίκους τους οποίους αντιπροσωπεύει η Εταιρεία είναι η Elle & Vire, η Dragsbaek, η Cooperlat, η Beuralia, η Bakels, η DawnFoods η Abel&SchaeferKomplet, η Fabbri, κ.α.

4.4 Μετοχικό Κεφάλαιο

Κατά την ημερομηνία σύνταξης της παρούσης, το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε €2.475.000 και είναι διαιρούμενο σε 7.500.000 κοινές, ονομαστικές, άυλες, μετά ψήφου μετοχές, ονομαστικής αξίας €0,33 η κάθε μία. Οι μετοχές της Εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χ.Α. από την 18.07.2002 και διαπραγματεύονται στην κατηγορία της «Κύριας Αγοράς» του Χ.Α.

4.5 Διοικητικό Συμβούλιο

Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της 15^{ης} Μαΐου ενέκρινε το νέο επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας, η θητεία των μελών του οποίου λήγει στις 15.05.2024 και έχει ως εξής:

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ	ΘΕΣΗ ΣΤΟ Δ.Σ.	ΙΔΙΟΤΗΤΑ
Tommy Strømstad	Πρόεδρος	Εκτελεστικό Μέλος
Στυλιανός Κανάκης	Αντιπρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος	Εκτελεστικό Μέλος
Ελευθερία Κανάκη	Αναπληρώτρια Διευθύνουσα Σύμβουλος	Εκτελεστικό Μέλος
Halvor Liodden	Μέλος	Μη Εκτελεστικό Μέλος
Manuela-Georgeta Banu	Μέλος	Μη Εκτελεστικό Μέλος
Αλεξάνδρα Πιλάτου	Μέλος	Ανεξάρτητο, Μη Εκτελεστικό Μέλος
Αλέξανδρος – Νεκτάριος Καινούργιος	Μέλος	Ανεξάρτητο, Μη Εκτελεστικό Μέλος

Πηγή: Πληροφοριακό Δελτίο

5. ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται επιλεγμένα οικονομικά μεγέθη της Εταιρείας, για τις χρήσεις 2017 και 2018, όπως αυτά προκύπτουν από τις δημοσιευμένες ετήσιες εταιρικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις της χρήσης 2018, οι οποίες έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (Δ.Π.Χ.Α.) και έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ

ποσά σε χιλ. €	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	01.01.-31.12.2017	01.01.-31.12.2018
Κύκλος Εργασιών	19.743	20.182
Μικτό Κέρδος	6.765	6.877
Κέρδη προ Φόρων, Χρηματοδοτικών, Επενδυτικών Αποτελεσμάτων και αποσβέσεων (EBITDA)	3.259	3.110
Κέρδη προ Φόρων & Χρηματοδοτικών και Επενδυτικών Αποτελεσμάτων (EBIT)	3.138	3.002
Κέρδη προ Φόρων	3.129	3.000
Κέρδη μετά από Φόρους	2.198	2.140
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα περιόδου μετά από φόρους	2.198	2.125
Βασικά Κέρδη ανά Μετοχή (€)	0,2931	0,2854

Πηγή: Ετήσιες δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις για τη χρήση 2018, σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α. οι οποίες έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή. Τα στοιχεία της χρήσης 2017 προκύπτουν από τα συγκριτικά στοιχεία της χρήσης 2018.

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

ποσά σε χιλ. €	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31.12.2017	31.12.2018
Ενσώματα πάγια	6.026	6.084
Λοιπά μη κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού	22	37
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	6.048	6.121
Απαιτήσεις από πελάτες	6.941	6.541
Λοιπά κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού	11.820	12.448
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	18.760	18.989
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	24.808	25.110
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	20.625	20.634
Υποχρεώσεις παροχών αποχωρήσεων	189	363
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	284	259
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	47	42
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	519	663
Τρέχων φόρος εισοδήματος	914	820

ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

ποσά σε χιλ. €	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31.12.2017	31.12.2018
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	2.751	2.993
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	3.664	3.813
Σύνολο Υποχρεώσεων	4.184	4.476
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	24.808	25.110

Πηγή: Ετήσιες δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις για τη χρήση 2018, σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α. οι οποίες έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή. Τα στοιχεία της χρήσης 2017 προκύπτουν από τα συγκριτικά στοιχεία της χρήσης 2018.

Οι Μέτοχοι μπορούν να λαμβάνουν πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με την Εταιρεία και τα οικονομικά της αποτελέσματα από την ιστοσελίδα της Εταιρείας στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.stelioskanakis.gr.

6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ

6.1. Γενικά

Στην ανάλυση αυτή παρουσιάζονται τα ιστορικά όρια εντός των οποίων, πραγματοποιήθηκε η διακύμανση της χρηματιστηριακής τιμής των εισηγμένων προς διαπραγμάτευση μετοχών της Εταιρείας στο Χ.Α.

Η ανάλυση αυτή βασίζεται στην παραδοχή ότι κάτω από συνθήκες επαρκούς πληροφόρησης της αγοράς (efficient markets), η χρηματιστηριακή τιμή των εισηγμένων προς διαπραγμάτευση μετοχών αντανακλά σε μεγάλο βαθμό την αξία της Εταιρείας. Η συγκεκριμένη ανάλυση βασίζεται στα στοιχεία που προκύπτουν από τις καθημερινές συναλλαγές της Εταιρείας και για το λόγο αυτό δεν υπολογίζονται τυχόν premium που θα προέκυπταν σε περίπτωση απόκτησης ελέγχου.

Για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων από την τρέχουσα ανάλυση είναι απαραίτητο να πληρούνται τα παρακάτω κριτήρια:

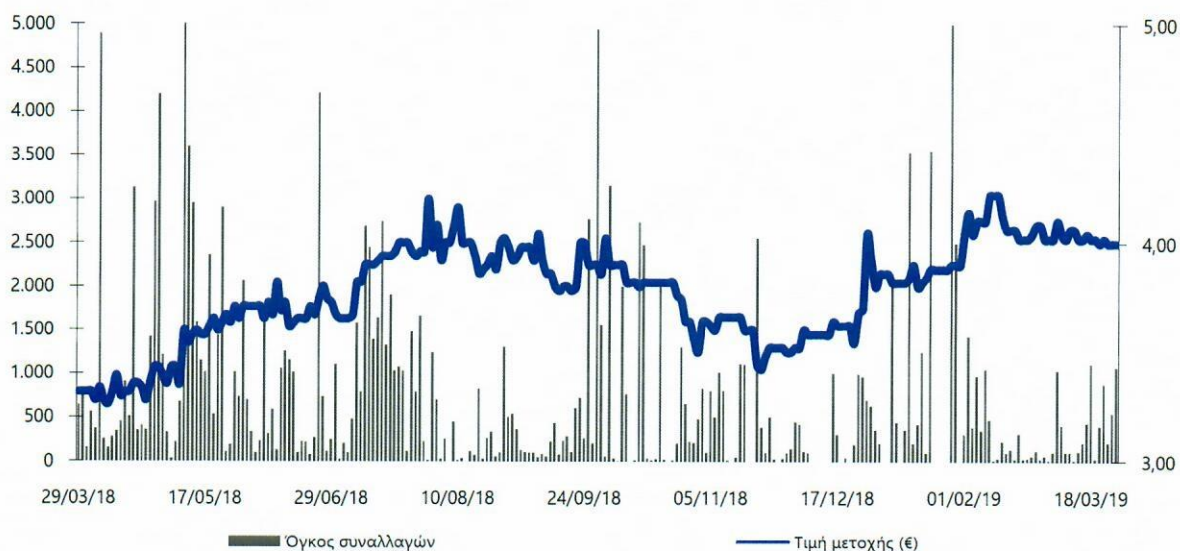
- Επαρκής διασπορά των εισηγμένων προς διαπραγμάτευση μετοχών (free float).
- Επαρκής εμπορευσιμότητα (liquidity).
- Ικανοποιητικός βαθμός εξέλιξης των μεγεθών της Εταιρείας, χωρίς έκτακτα ή ακραία γεγονότα.
- Αποτελεσματική αγορά η οποία ενσωματώνει άμεσα και επαρκώς τη διαθέσιμη πληροφόρηση (efficient market).

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω και συνεκτιμώντας ότι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δεν είναι αποτελεσματική αγορά λόγω της οικονομικής κρίσης τα τελευταία χρόνια καθώς και την χαμηλή εμπορευσιμότητα της μετοχής, καταλήξαμε στο συμπέρασμα να μην συμπεριλάβουμε τη συγκεκριμένη μέθοδο για τον υπολογισμό του εύρους τιμών της Εταιρείας.

6.2 Εφαρμογή της Ανάλυσης στην Εταιρεία

Η ημερήσια μεταβολή της τιμής της μετοχής της Εταιρείας (Σύμβολο ΟΑΣΗΣ: ΚΑΝΑΚ) σε συνδυασμό με τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών για το χρονικό διάστημα ενός έτους πριν από την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης, απεικονίζεται στο ακόλουθο διάγραμμα. Το εξεταζόμενο διάστημα ορίζεται από 29.03.2018 έως 28.03.2019.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1. ΗΜΕΡΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ ΟΓΚΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ



Πηγή: Bloomberg, εξαιρούνται οι συναλλαγές εκτός κύκλου

Η μεσοσταθμισμένη, σύμφωνα με τον ημερήσιο όγκο συναλλαγών, τιμή της μετοχής της Εταιρείας (VWAP) υπολογίζεται ως εξής:

- €3,74 για την περίοδο ενός έτους πριν την ημερομηνία υποβολής της Δημόσιας Πρότασης,
- €3,84 για την περίοδο έξι μηνών πριν την ημερομηνία υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, και
- €4,03 για την περίοδο ενός μήνα πριν την ημερομηνία υποβολής της Δημόσιας Πρότασης.

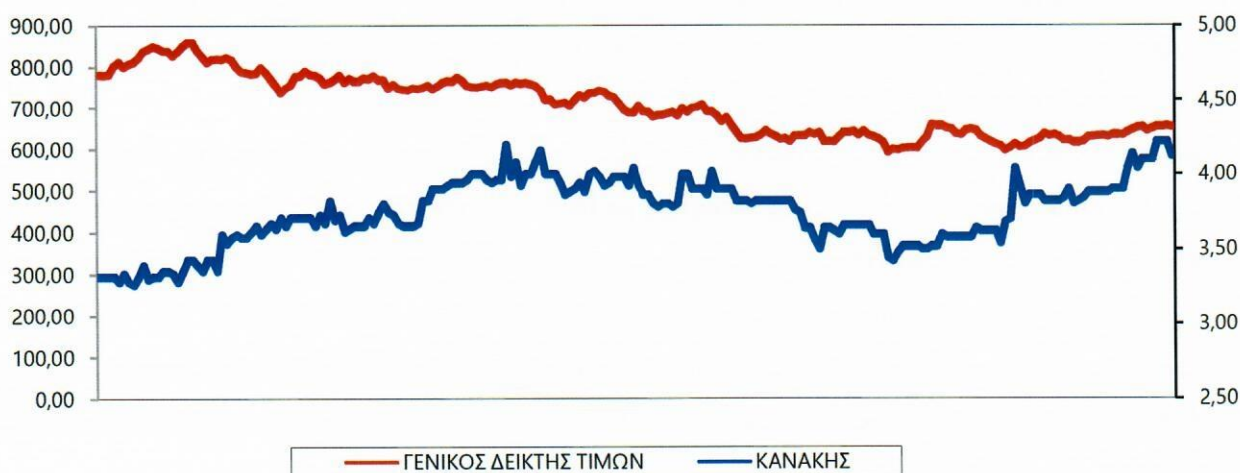
Σε σχέση με τη χρηματιστηριακή αξία της Εταιρείας, το προσφερόμενο τίμημα των €4,36 είναι:

- υψηλότερο κατά 16,58% της μεσοσταθμισμένης τιμής της μετοχής κατά τους 12 μήνες που προηγούνται της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης.
- υψηλότερο κατά 13,63% της μεσοσταθμισμένης τιμής της μετοχής κατά τους έξι μήνες που προηγούνται της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης, και
- υψηλότερο κατά 8,28% της μεσοσταθμισμένης τιμής της μετοχής κατά το μήνα που προηγείται της υποβολής της Δημόσιας Πρότασης

Επιπλέον, στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η ποσοστιαία μεταβολή της μετοχής της Εταιρείας για το διάστημα 29.03.2018 – 28.03.2019, σε σύγκριση με την αντίστοιχη μεταβολή του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. κατά το ίδιο διάστημα. Όπως προκύπτει, η μετοχή της Εταιρείας σημείωσε ανοδική πορεία σε αντίθεση με τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α. που κινήθηκε αρνητικά κατά το ίδιο διάστημα.

Σε καθαρές μεταβολές, η αξία της μετοχής της Εταιρείας στις 28.03.2019 (€3,96) παρουσίασε αύξηση κατά 19,39% σε σχέση με την αξία της κατά την αρχική ημερομηνία του εξεταζόμενου διαστήματος (€3,32: 29.03.2018) ενώ η αντίστοιχη μεταβολή του Γενικού Δείκτη για το ίδιο διάστημα ήταν πτωτική κατά 8,56%.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΤΙΜΩΝ ΧΑΑ



Πηγή: Bloomberg

7. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΙΜΗΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ

Με σκοπό την καλύτερη δυνατή εκτίμηση του Προσφερόμενου Ανταλλάγματος από τον Προτείνοντα, 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, ενώ το εύρος τιμών όπως αυτό προέκυψε εκτιμάται ότι αποτυπώνει την καλύτερη δυνατή προσέγγιση της αξίας της Εταιρείας βάσει των εύλογων υποθέσεων αλλά και των τρεχουσών συνθηκών των αγορών. Θεωρούμε λογικές για την προκειμένη περίπτωση τόσο την καταλληλότητα των μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν όσο και τη στάθμιση που δόθηκε σε κάθε μία από αυτές.

Για να φθάσουμε στο τελικό συμπέρασμα χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός διαφόρων κοινώς 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)

Οι συγκεκριμένες μεθοδολογίες χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της αξίας της Εταιρείας («Enterprise Value» ή EV). Για να καταλήξουμε στον υπολογισμό της συνολικής αξίας των μετοχών, προσθέσαμε στο EV τα καθαρά ταμειακά διαθέσιμα (μετά την αφαίρεση του τραπεζικού δανεισμού, αν υπάρχει).

7.1 Μέθοδος Α' – Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)

Η συγκεκριμένη μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών (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 οποιοσδήποτε επιπτώσεις που ενδέχεται να προκύψουν από την εφαρμογή των μελλοντικών επιχειρηματικών σχεδίων του αγοραστή.

Η μέθοδος βασίζεται στην προεξόφληση των καθαρών (ελεύθερων) μελλοντικών λειτουργικών χρηματικών ροών (Free Cash Flows) 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 (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 δραστηριότητα 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.

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

Η αποτίμηση της εταιρείας με βάση τη μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF) περιλαμβάνει ένα σύνολο παραγόντων που θα μπορούσαν να την επηρεάσουν σημαντικά, όπως:

- Αβεβαιότητα για τις πολιτικές συνθήκες των χωρών στις οποίες δραστηριοποιείται η εταιρεία
- Αβεβαιότητα για τις μακροοικονομικές συνθήκες των χωρών στις οποίες δραστηριοποιείται η εταιρεία
- Αβεβαιότητα για την επίτευξη των χρηματοοικονομικών προβλέψεων
- Αβεβαιότητα για την κατάσταση της αγοράς στο μέλλον
- Αβεβαιότητα σχετικά με την υλοποίηση των νέων επενδύσεων
- Ευαισθησία των αποτελεσμάτων στις παραδοχές που έχουν χρησιμοποιηθεί

7.1.2 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 την Εταιρεία μέσω έντυπης και ηλεκτρονικής αλληλογραφίας και συναντηθήκαμε με τα ανώτατα στελέχη της για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, υποθέσαμε ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι ορθές 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 απόδοσή της Εταιρείας.

Σημειώνεται πως στην ανάλυση του μοντέλου, έχουν ληφθεί παραδοχές με βάση το τρέχον επιχειρηματικό μοντέλο που εφαρμόζει η εταιρεία.

Λαμβάνοντας μια σειρά από παραδοχές για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της Εταιρείας σε ορίζοντα 5ετίας και χρησιμοποιώντας τα κατάλληλα μεγέθη ώστε να προεξοφληθούν αυτές στο παρόν, καταλήγουμε στην αξία της επιχείρησης.

Στη συγκεκριμένη μεθοδολογία, επιλέχθηκε ως ημερομηνία βάσης αποτίμησης η 17.04.2019, 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 (1.0% στο σενάριο βάσης), για τη δημιουργία δύο επιπλέον σεναρίων, ενός αισιόδοξου και ενός απαισιόδοξου.

ΜΕΘΟΔΟΣ Α: Προεξόφληση Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow)

Σενάρια	Βασικές Παραδοχές	Αξία (€/Μετοχή)
Αισιόδοξο σενάριο	WACC=8.0%, Αύξηση ταμειακών ροών στο διηνεκές=1.5%	4,68
Βασικό σενάριο	WACC=8.5%, Αύξηση ταμειακών ροών στο διηνεκές=1.0%	4,33
Απαισιόδοξο σενάριο	WACC=9.0%, Αύξηση ταμειακών ροών στο διηνεκές=0.5%	4,02

Πηγή: Σύμβουλος

Στο αισιόδοξο σενάριο, αυξήσαμε το ρυθμό αύξησης των ταμειακών ροών στο διηνεκές στο 1,5% έναντι 1,0% που χρησιμοποιήσαμε στο βασικό σενάριο και μειώσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο

8,0% από 8,5% αντίστοιχα. Στο απαισιόδοξο σενάριο, θέσαμε ρυθμό αύξησης των ταμειακών ροών στο διηνεκές στο 0,5% έναντι 1,0% που χρησιμοποιήσαμε στο βασικό σενάριο και αυξήσαμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο 9,0% από 8,5% αντίστοιχα.

7.1.3 Συμπεράσματα μεθόδου

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 που διανύουμε, είναι τουλάχιστον δύσκολο να πραγματοποιηθούν ασφαλείς χρηματοοικονομικές προβλέψεις, ωστόσο ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος κατέβαλε την δέουσα επιμέλεια ώστε να καταλήξει σε ένα εύρος τιμών αποτίμησης για την Εταιρεία, που κυμαίνεται μεταξύ του €4,02 και €4,68 ανά μετοχή. Σε κάθε περίπτωση και με δεδομένη την αστάθεια που παρατηρείται, ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος διατηρεί κάθε επιφύλαξη για οποιαδήποτε μελλοντική συγκυρία.

7.2 Μέθοδος Β' - Αποτίμηση της Εταιρείας με Πολλαπλασιαστές / Αριθμοδείκτες (Multiples) Ομοειδών Εταιρειών

Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτίμησης στηρίζεται στη 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. Οι 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.

7.2.1 Εφαρμογή της μεθόδου στην εταιρεία

Συγκεντρώσαμε στοιχεία 6 ομοειδών/παρεμφερών ευρωπαϊκών εταιρειών, αξιολογώντας δύο βασικούς δείκτες και συγκεκριμένα τον πολλαπλασιαστή κερδών (P/E) και τη σχέση αξίας επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA). Για κάθε μία εταιρεία του δείγματος, οι δείκτες υπολογίστηκαν σύμφωνα με τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις αναλυτών (πηγή: Thomson Reuters) για την οικονομική χρήση 2019.

Επιπλέον υπολογίσαμε το σταθμισμένο μέσο όρο των εν λόγω δεικτών και εφαρμόσαμε ένα συντελεστή απομείωσης 30% για να αποτυπώσουμε τη σημαντικά μικρότερη κεφαλαιοποίηση της εταιρείας, ώστε να καταλήξουμε σε ένα εύρος τιμών αναφορικά με την αποτίμηση της εταιρείας ως εξής:

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

Εταιρεία	Χώρα προέλευσης	Κεφαλαιοποίηση(€εκ'	P/E19E(x)	EV/EBITDA19E(x)
Glanbia	Ιρλανδία	4.716	17.9x	14.0x
Sligro Food Group	Ολλανδία	1.443	19.7x	9.8x
Tipiak	Γαλλία	69	21.0x	8.6x
Barry Callebaut	Ελβετία	8.918	25.4x	14.3x
Tate & Lyle	Μεγ. Βρετανία	4.176	15.4x	9.0x
Scandi Standard	Σουηδία	406	13.8x	8.4x
Μέσος όρος δείγματος			20.8x	12.6x
Προκύπτουσα Αποτίμηση (€/ Μετοχή)			4,23	4,58
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη			50%	50%
Συντελεστής Απομείωσης λόγω διαφοράς μεγέθους				30%
Σταθμισμένη Αποτίμηση με Πολλαπλασιαστές (€/ Μετοχή)				4.40

Πηγή: Thomson Reuters

7.2.2 Συμπεράσματα μεθόδου

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, με χρήση των σταθμισμένων μέσων όρων των ομοειδών εταιρειών από το εξωτερικό, προκύπτουν τιμές για το P/E 20,8x και EV/EBITDA 12,6x. Μετατρέποντας τη σχέση των αριθμοδεικτών σε αποτίμηση ανά μετοχή, το εύρος διαμορφώνεται ως εξής:

- Ελάχιστο (P/E): €4,23 ανά μετοχή
- **Σταθμισμένη αποτίμηση: €4,40 ανά μετοχή**
- Μέγιστο (EV/EBITDA): €4,58 ανά μετοχή

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου ενδεχομένως περιορίζεται από παράγοντες που αφορούν τις εταιρείες του δείγματος, όπως:

- 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 εταιρείες (Γαλλία, Ελβετία, Σουηδία, κλπ) επηρεάζει ουσιαδώς ανοδικά την αποτίμηση τους
- Δεν είναι δυνατή η εύρεση πανομοιότυπων εταιρειών για την εφαρμογή της μεθόδου
- Οι περισσότερες από τις εταιρείες του δείγματος ασκούν και παραγωγική δραστηριότητα, γεγονός που επηρεάζει ανοδικά την αποτίμησή τους
- Ενδέχεται η αποτίμηση να απέχει από τα αποτελέσματα της μεθόδου προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών της εταιρείας, καθώς βασίζεται στις υπάρχουσες συνθήκες/ προσδοκίες της αγοράς

7.3 Μέθοδος Γ' – Συγκρίσιμες Συναλλαγές Εταιρειών Συναφούς Δραστηριότητας (Comparable Transactions)

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών στηρίζεται στην παραδοχή ότι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει δεικτών αποτίμησης (πολλαπλασίων) σε εξαγορές/ συγχωνεύσεις ομοειδών ή συναφούς δραστηριότητας 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 διαφορετικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες και πολλαπλασιάζονται με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της Εταιρείας ώστε να υπολογισθεί η αξία της.

7.3.1 Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Καταλήξαμε σε ένα δείγμα 4 συγκρίσιμων συναλλαγών ομοειδών εταιρειών, οι οποίες καλύπτουν την περίοδο 2013-2018.

Οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν για κάθε Εταιρεία-στόχο είναι η σχέση αξίας επιχείρησης προς κύκλο εργασιών (EV/ Sales) και η σχέση αξίας επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA) κατά την ανακοίνωση της συναλλαγής.

Για να καταλήξουμε στους δείκτες της αποτίμησης, υπολογίσαμε το μέσο όρο των ανωτέρω δεικτών για τις συναλλαγές του δείγματος. Εφαρμόσαμε επιπλέον συντελεστή απομείωσης 30% για να αποτυπώσουμε τη σημαντικά μικρότερη κεφαλαιοποίηση της Εταιρείας σε σχέση με τις εξαγορές του δείγματος (μέσος όρος €346εκ, διάμεσος €150εκ).

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

ΜΕΘΟΔΟΣ Γ: Συγκρίσιμες Συναλλαγές Ομοειδών Εταιρειών

Απορροφώμενη Εταιρεία	Χώρα Προέλευσης	Απορροφώσα Εταιρεία	Αξία συναλλαγής (€εκ)	Πολλαπλασιαστής	
				EV/Sales (x)	EV/EBITDA (x)
CSM Bakery supplies	Ολλανδία	Rhone Capital	1.050	0.4x	7.0x
Organic Alliance	Γαλλία	Cerea Partenaire	150	0.5x	9.6x
Enrico Giotti	Ιταλία	Mc Cormick	129	2.6x	19.0x
Candyking	Σουηδία	Cloetta	101	0.8x	10.8x
Μέσος όρος δείγματος				1.1x	11.6x
Συντελεστής απομείωσης λόγω διαφοράς μεγέθους				30%	30%
Προκύπτουσα Αποτίμηση (€/ Μετοχή)				2,93	4,27
Συντελεστής Στάθμισης Αριθμοδείκτη				20%	80%
Σταθμισμένη Αποτίμηση με Πολλαπλασιαστές (€/ Μετοχή)					4,00

Πηγή: Bloomberg, Σύμβουλος

7.3.2. Συμπεράσματα μεθόδου

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, με χρήση των μέσων όρων των ομοειδών ευρωπαϊκών εταιρειών, προκύπτουν τιμές για το EV/ Sales 1.1x και EV/ EBITDA 11.6x. Μετατρέποντας τη σχέση των αριθμοδεικτών σε αποτίμηση ανά μετοχή, το εύρος διαμορφώνεται ως εξής:

- Ελάχιστο (EV/Sales): €2,93 ανά μετοχή
- **Σταθμισμένη αποτίμηση: €4,00 ανά μετοχή**
- Μέγιστο (EV/ EBITDA): €4,27 ανά μετοχή

Η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου ενδεχομένως περιορίζεται από τους εξής παράγοντες:

- Τις συνθήκες αγοράς ή αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται η κάθε εταιρεία
- Δεν είναι δυνατή η εύρεση συναλλαγών πανομοιότυπων εταιρειών για την εφαρμογή της μεθόδου και για το λόγο αυτό το δείγμα κατασκευάστηκε με συναλλαγές από εταιρείες που θεωρούμε συναφείς ή/ και παρεμφερείς με την Εταιρεία
- Η αξία της συναλλαγής επηρεάζεται ορισμένες φορές από αρκετούς εξωγενείς παράγοντες και επομένως ενδέχεται να μην αντικατοπτρίζεται ακριβώς η αξία της εταιρείας.

8. ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΨΕΩΝ ΕΚΘΕΣΗΣ

Με βάση τα αποτελέσματα των μεθόδων υπολογισμού του Χρηματοοικονομικού Συμβούλου για την αξιολόγηση του προσφερόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης για την αγορά έως 7.500.000 κοινών ονομαστικών μετοχών της Εταιρείας από τον Προτείνοντα, ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος συμπεραίνει ότι, στο πλαίσιο της Δημόσιας Πρότασης το προσφερόμενο τίμημα **€4,36** για κάθε μετοχή της Εταιρείας, βρίσκεται απολύτως εντός του εύλογου εύρους τιμών, όπως αυτό προέκυψε από τις επιλεγμένες μεθόδους αποτίμησης και προσδιορίστηκε σε **€4,00 - €4,40** ανά μετοχή.

Μέθοδος

Άποψη Χρηματοοικονομικού Συμβούλου

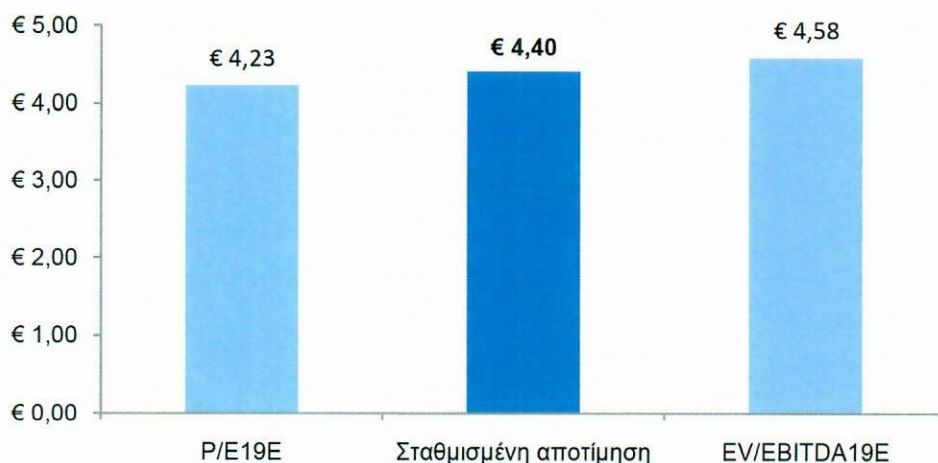
Μέθοδος Α' - Αποτίμηση της εταιρείας με χρήση Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (DCF)

Το προσφερόμενο τίμημα των €4,36 ανά κοινή ονομαστική μετοχή, βρίσκεται μέσα στο εύρος τιμών που προέκυψε από την ανάλυση ευαισθησίας που πραγματοποιήθηκε επί του βασικού σεναρίου



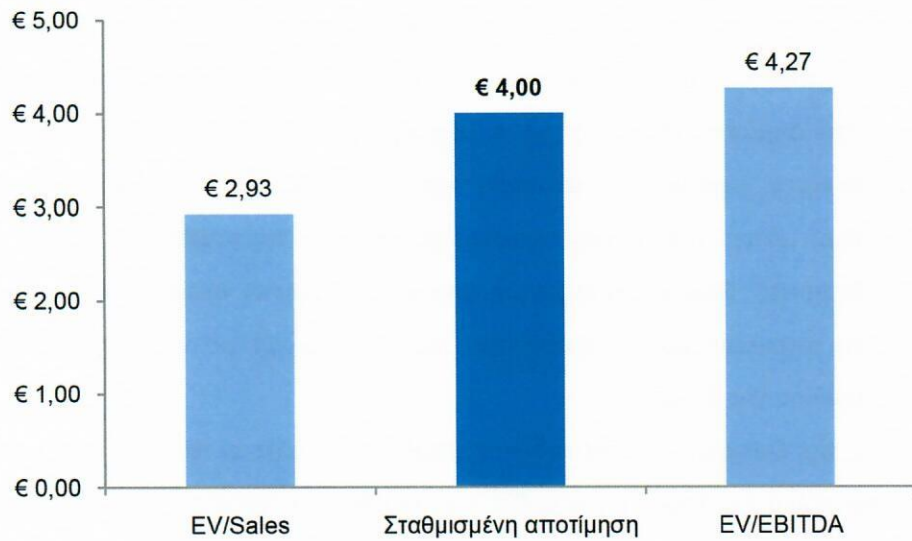
Μέθοδος Β' - Αποτίμηση της εταιρείας Πολλαπλασιαστές/ Αριθμοδείκτες (Multiples) Ομοειδών Εταιρειών

Το προσφερόμενο τίμημα των €4,36 ανά κοινή ονομαστική μετοχή, βρίσκεται μέσα στο εύρος τιμών που προέκυψε από την χρήση πολλαπλασιαστών σε επιλεγμένο δείγμα ομοειδών εταιρειών



Μέθοδος Γ' - Αποτίμηση της εταιρείας με βάση Συγκρίσιμες Συναλλαγές Εταιρειών Συναφούς Δραστηριότητας (Comparable Transactions)

Το προσφερόμενο τίμημα των €4,36 ανά κοινή ονομαστική μετοχή, βρίσκεται εκτός του εύρους τιμών (άνω) που προέκυψε από τη χρήση πολλαπλασιαστών σε επιλεγμένο δείγμα ομοειδών εταιρειών



Πηγή: Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος

9. ΠΗΤΡΑ ΜΗ ΕΥΘΥΝΗΣ

Η παρούσα Έκθεση εκπονήθηκε από τον Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο αποκλειστικά προς όφελος και εσωτερική χρήση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφέρει γνώμη για το εύλογο και δίκαιο του προσφερόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης ως προς την αιτιολογημένη γνώμη που θα εκφέρει το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας για την αποδοχή ή την απόρριψη της Δημόσιας Πρότασης και η Έκθεση δεν θίγει καθ' οιονδήποτε 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 χρήση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας. Οποιαδήποτε χρήση από άλλο πρόσωπο πέραν του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να γίνεται αποκλειστικά σε συνδυασμό και από κοινού με την αιτιολογημένη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας.

Για τους σκοπούς της Έκθεσης, ελήφθη υπόψη η υπόθεση ότι όλες οι πληροφορίες που παρασχέθηκαν στο Χρηματοοικονομικό Σύμβουλο είναι ορθές 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 βάση 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 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. Πέραν των ανωτέρω, εφιστάται η προσοχή σας στο περιεχόμενο των πληροφοριών για τη σύνταξη της Έκθεσης που αναφέρονται στην

ενότητα 1 της παρούσης υπό «Πληροφορίες για τη σύνταξη της Έκθεσης Χρηματοοικονομικού Συμβούλου, σύμφωνα με το άρθρο 15 του Νόμου 3461/2006».

Για τη MERIT Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ



MERIT ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.
ΣΟΦΟΚΛΕΟΥΣ 5 - ΑΘΗΝΑ 105 59
ΤΗΛ.: 2141008800 - FAX: 210-3253205
Α.Φ.Μ.: 094537405 - Δ.Ο.Υ.: Φ.Α.Ε. ΑΘΗΝΩΝ
Γ.Ε.ΜΗ.: 3430301000

Αθανάσιος Βλαχόπουλος

Αντιπρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος

