



ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

ΕΚΘΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΟΥ
ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΑΡΘΡΟ 15 ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ 3461/2006

**«ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΣΤΟ ΕΘΝΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ 2004/25/ΕΚ
ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ»**

ΠΡΟΣ ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΗΣ
«RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.»

RILKEN

ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΤΑΣΗ ΤΗΣ
«HENKEL ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.»
ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΚΤΗΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΩΝ
ΜΕΤΑ ΨΗΦΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ
«RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.»

10 Οκτωβρίου 2011

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ :

1	<i>Πληροφορίες για τη σύνταξη της Έκθεσης Χρηματοοικονομικού Συμβούλου, σύμφωνα με το άρθρο 15 του Νόμου 3461/2006</i>	2
2	<i>Περιγραφή της Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών</i>	5
3	<i>Μεθοδολογία Αξιολόγησης</i>	7
4	<i>Συνοπτική Παρουσίαση της Εταιρείας</i>	8
4.1	Γενικές Πληροφορίες	8
4.2	Ιστορικό	8
4.3	Αντικείμενο Εργασιών	8
4.4	Μετοχικό Κεφάλαιο	9
4.5	Διοικητικό Συμβούλιο	9
5	<i>Συνοπτικά Οικονομικά Μεγέθη</i>	11
5.1	Λογιστικές Καταστάσεις Α' εξαμήνου 2011	11
5.2	Οικονομικές Καταστάσεις 2010 - 2009	12
6	<i>Περιγραφή Κλάδου</i>	15
6.1	Εγχώρια αγορά	15
6.2	Ευρωπαϊκή αγορά	17
7	<i>Ανάλυση Χρηματιστηριακής Συμπεριφοράς</i>	18
7.1	Γενικά/Εισαγωγή	18
7.2	Εφαρμογή της ανάλυσης στην Εταιρεία	18
8	<i>Αξιολόγηση του προτεινόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης</i>	21
8.1	Συγκριτική ανάλυση εισηγμένων εταιρειών μέσω χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς (comparable trading multiples)	21
8.2	Συγκρίσιμες Εξαγορές Ομοειδών Εταιρειών (comparable transaction multiples)	24
8.3	Προσφερόμενα Premia σε επιλεγμένες Δημόσιες Προτάσεις στην Ελληνική αγορά	26
8.4	Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF)	28
8.5	Λοιπά Θέματα Αξιολόγησης	29
9	<i>Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης</i>	30

1 Πληροφορίες για τη σύνταξη της Έκθεσης Χρηματοοικονομικού Συμβούλου, σύμφωνα με το άρθρο 15 του Νόμου 3461/2006

Σύμφωνα με τους όρους της από 6 Σεπτεμβρίου 2011 σύμβασης που έχει υπογραφεί μεταξύ της «RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.» (ΑΡ.ΜΑΕ 13520/06/Β//86/90) η οποία εδρεύει στον Δήμο Μοσχάτου (εφεξής «Εταιρεία») και της ανώνυμης εταιρείας «ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.» (εφεξής «Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος») εκπονήθηκε λεπτομερής Έκθεση Χρηματοοικονομικού Συμβούλου (εφεξής «Έκθεση»), σύμφωνα με το άρθρο 15 παρ. 2 του Ν.3461/2006, σε σχέση με την υποβληθείσα προαιρετική Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών από την εταιρεία «HENKEL ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.» για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εταιρείας που δεν κατείχε κατά την 30.08.2011, ήτοι 1.675.050 μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 49,85% περίπου του συνολικού καταβεβλημένου κεφαλαίου και δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας.

Υπεύθυνοι για πληροφορίες επί της Έκθεσης είναι οι κάτωθι:

Θωμάς Γκιόλμας, Director, Δ/ση Επενδυτικής Τραπεζικής, τηλ. 210 7720930, tgiolmas@nbg.gr,
Σόνια Μπαμπίλη, Associate, Δ/ση Επενδυτικής Τραπεζικής, τηλ. 210 7720984, sbabilis@nbg.gr,
Μπεττίνα Μπουζαλά, Associate, Δ/ση Επενδυτικής Τραπεζικής, τηλ. 210 7720985, bbouzala@nbg.gr

Εθνική Τράπεζα, Διεύθυνση Επενδυτικής Τραπεζικής, Μιχαλακοπούλου 91, Αθήνα 11528.

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

1. Προκειμένου να καταλήξουμε στις 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 της Εταιρείας και το επενδυτικό της σχέδιο και τα αναμενόμενα αποτελέσματα (εφεξής το «Business Plan») που μας παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας και πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με τα ανώτατα στελέχη της για να συζητήσουμε την παρούσα κατάσταση και τις προοπτικές της.
2. 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 αξιολόγηση του προσφερόμενου τιμήματος χρησιμοποιήσαμε διάφορες επιστημονικές μεθόδους, ενδέχεται όμως με χρήση άλλης - ή και άλλης - μεθόδου από αυτές που χρησιμοποιήσαμε, το αποτέλεσμα να ήταν διαφορετικό.

3. Υποθέσαμε, για τους σκοπούς της Έκθεσής μας, ότι όλες οι πληροφορίες που μας παρασχέθηκαν είναι πλήρεις 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, υποθέσαμε 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, υποθέσαμε 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.
4. Δεν έχουμε προβεί σε αποτίμηση ή σε ανεξάρτητη εκτίμηση των διακριτών περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας ή οποιασδήποτε από τις συνδεδεμένες με αυτήν εταιρείες, ούτε μας έχουν παρασχεθεί τέτοιες αποτιμήσεις ή εκτιμήσεις, από τη Διοίκηση, πέρα από σχετική συνοπτική εκτίμηση του ακινήτου στην Κάτω Κηφισιά Αττικής από την CBRE της 28 Απριλίου, 2010. Η παρούσα Έκθεση δεν περιλαμβάνει αποτίμηση ή εκτίμηση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου της Εταιρείας και δεν θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί κατά τέτοιο τρόπο. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση του ακινήτου στην Κάτω Κηφισιά Αττικής, κυριότητας της Εταιρείας, το οποίο η Διοίκηση προτίθεται να πουλήσει, δεν προβήκαμε σε αποτίμηση της εμπορικής του αξίας. Δεν προχωρήσαμε σε επιτόπια επιθεώρηση περιουσιακών στοιχείων ή εγκαταστάσεων της Εταιρείας ή των συνδεδεμένων εταιρειών στο πλαίσιο της προετοιμασίας της παρούσας. Δεν είχαμε οποιαδήποτε επαφή με προμηθευτές ή πελάτες της Εταιρείας. Δεν έχουμε διενεργήσει οποιονδήποτε νομικό ή οικονομικό έλεγχο της Εταιρείας ή των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της και δεν έχουμε εκτιμήσει τις επιπτώσεις τυχόν εκκρεμοδικιών στην πραγματική και περιουσιακή της κατάσταση. Δεν έχουμε ερευνήσει ούτε αναλαμβάνουμε οποιαδήποτε ευθύνη σε σχέση με την κυριότητα επί ή με οποιαδήποτε 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. Η Έκθεση μας δεν λαμβάνει υπόψη το συναλλακτικό κόστος. Οι υποθέσεις, εκτιμήσεις και κρίσεις αυτές έχουν συζητηθεί με τη Διοίκηση της Εταιρείας πριν τη σύνταξη της παρούσας Έκθεσης.
5. 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 δημοσιοοικονομικών 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.

6. Οι απόψεις του Συμβούλου που περιλαμβάνονται στην παρούσα Έκθεση παρέχονται αποκλειστικά προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας για την υποστήριξή του ως προς την 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 γνώμης δεν ευθύνεται ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος.
7. Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος και οι συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις ενδεχομένως να έχουν παράσχει στο παρελθόν ή να παρέχουν επί του παρόντος στην Εταιρεία ή στις συνδεδεμένες με αυτήν εταιρείες, υπηρεσίες χρηματοοικονομικού συμβούλου, επενδυτικής τραπεζικής ή/και άλλες υπηρεσίες και ενδεχομένως να έχουν λάβει ή να λάβουν στο μέλλον αμοιβή για τις υπηρεσίες αυτές.

2 Περιγραφή της Δημόσιας Πρότασης Αγοράς Κινητών Αξιών ¹

Η εταιρεία με την επωνυμία «HENKEL ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.» (εφεξής ο «Προτείνων») ανήκει στον όμιλο της γερμανικής εταιρείας με την επωνυμία «HENKEL AG & Co KGaA». Ο Προτείνων λειτουργεί σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας (ΑΡ.Μ.Α.Ε. 1175/01NT/B/86/655), συστάθηκε το 1968 και εδρεύει στο Δήμο Μοσχάτου Αττικής (οδός Κύπρου 23, 18346). Η δραστηριότητα του Προτείνοντος συνίσταται στην προώθηση και πώληση προϊόντων περιποίησης ρούχων και οικιακής φροντίδας, καθώς και προϊόντων συγκόλλησης στην Ελλάδα, ενώ παρέχει ορισμένες αποθηκευτικές και διοικητικές υπηρεσίες στη RILKEN Α.Ε.

Το ολοσχερώς καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της RILKEN Α.Ε. ανέρχεται σε €6.720.100 και είναι διαιρεμένο σε 3.360.050 κοινές ονομαστικές μετοχές, με ονομαστική αξία €2,00 η κάθε μία. Οι μετοχές είναι εισηγμένες και διαπραγματεύονται στην «κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης» της Αγοράς Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ο Προτείνων, κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της Δημόσιας Πρότασης (30.08.2011), κατείχε άμεσα 1.685.000 μετοχές της Εταιρείας, ήτοι ποσοστό 50,15% περίπου του συνολικού καταβεβλημένου κεφαλαίου και δικαιωμάτων ψήφου αυτής. Σημειώνεται ότι καμία εκ των συνδεδεμένων και ενοποιούμενων από τη «HENKEL AG & Co KGaA» εταιρειών (ως πρόσωπα που ενεργούν συντονισμένα με τον Προτείνοντα ή για λογαριασμό του) δεν κατείχε άλλες μετοχές ή δικαιώματα ψήφου κατά την ως άνω ημερομηνία.

Ο Προτείνων απευθύνει προαιρετική Δημόσια Πρόταση αγοράς κινητών αξιών προς τους μετόχους της Εταιρείας για την απόκτηση του συνόλου των μετοχών που δεν κατείχε κατά την 30.08.2011, ήτοι 1.675.050 μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 49,85% περίπου του συνολικού καταβεβλημένου κεφαλαίου και δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας. Σύμβουλος του Προτείνοντος για τη Δημόσια Πρόταση είναι η DEUTSCHE BANK AG.

Σύμφωνα με την ανακοίνωση της Δημόσιας Πρότασης, το προσφερόμενο από τον Προτείνοντα τίμημα ανέρχεται σε €3,40 τοις μετρητοίς ανά κοινή ονομαστική μετοχή.

Επιπλέον, ο Προτείνων θα αναλάβει την καταβολή των ανερχόμενων σε 0,08% δικαιωμάτων εκκαθάρισης υπέρ της Ε.Χ.Α.Ε. για την καταχώρηση της εξωχρηματιστηριακής μεταβίβασης των μετοχών της Δημόσιας Πρότασης που θα προσφερθούν από τους αποδεχόμενους μετόχους, σύμφωνα με το Άρθρο 7 της Κωδικοποιημένης Απόφασης 153/18.12.2006 του Διοικητικού Συμβουλίου της Ε.Χ.Α.Ε., όπως ισχύει. Συνεπώς, οι αποδεχόμενοι μέτοχοι θα λάβουν το συνολικό ποσό του προσφερόμενου τιμήματος για κάθε εγκύρως προσφερθησόμενη και μεταβιβασθησόμενη μετοχή της Δημόσιας Πρότασης, αφού αφαιρεθεί ο σχετικός φόρος χρηματιστηριακών συναλλαγών, ήτοι 0,20% επί της αξίας της εξωχρηματιστηριακής συναλλαγής για τη μεταβίβαση των μεταβιβαζόμενων μετοχών στον Προτείνοντα.

¹ Περισσότερες και αναλυτικότερες πληροφορίες αναφορικά με την προαιρετική Δημόσια Πρόταση παρατίθενται στο «Πληροφοριακό Δελτίο Δημόσιας Πρότασης» που είναι διαθέσιμο στο δίκτυο καταστημάτων της τράπεζας EFG Eurobank Ergasias.

Ο Προτείνων δηλώνει ότι από την ημερομηνία ανακοίνωσης της Δημόσιας Πρότασης και έως τουλάχιστον τη λήξη της περιόδου αποδοχής προτίθεται να αποκτή μετοχές της Εταιρείας μέσω του Χρηματιστηρίου ή άλλως, σε τιμή που δεν θα υπερβαίνει το προσφερόμενο τίμημα. Σημειώνεται ότι για να τεθεί σε ισχύ η Δημόσια Πρόταση, θα πρέπει μέχρι και την τελευταία ημέρα της περιόδου αποδοχής να έχουν προσφερθεί στον Προτείνοντα ή/και ο Προτείνων να έχει αποκτήσει μέσω του Χρηματιστηρίου ή άλλως τουλάχιστον 555.034 μετοχές, έτσι ώστε η συνολική συμμετοχή του στην Εταιρεία να ανέλθει τουλάχιστον στα δύο τρίτα (2/3) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου αυτής (εφεξής «Ελάχιστη Συμμετοχή»). Κατά την ημερομηνία έγκρισης του Πληροφοριακού Δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (29/09/2011), ο Προτείνων κατείχε συνολικά 2.366.659 μετοχές, ήτοι ποσοστό 70,44%, που υπερβαίνει την Ελάχιστη Συμμετοχή και συνεπώς η Δημόσια Πρόταση είναι σε ισχύ.

Εφόσον, μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής ο Προτείνων κατέχει μετοχές που αντιστοιχούν σε ποσοστό τουλάχιστον ενενήντα τοις εκατό (90%) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της Εταιρείας α) θα απαιτήσει τη μεταβίβαση σε αυτόν όλων των υπόλοιπων μετοχών σε τιμή ίση με το προσφερόμενο τίμημα («Δικαίωμα Εξαγοράς») και β) υποχρεούται να αγοράσει χρηματιστηριακά όλες τις μετοχές που θα του προσφερθούν εντός περιόδου τριών (3) μηνών από τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της Δημόσιας Πρότασης («Δικαίωμα Εξόδου»). Στην περίπτωση που ο Προτείνων θα ασκήσει το Δικαίωμα Εξαγοράς, προτίθεται να συγκαλέσει Γενική Συνέλευση των μετόχων της Εταιρείας με σκοπό τη λήψη απόφασης για τη διαγραφή των μετοχών της Εταιρείας από το Χρηματιστήριο, σύμφωνα με το άρθρο 17, παράγραφος 5 του Ν. 3371/2005.

Στην περίπτωση που μετά τη λήξη της περιόδου αποδοχής η συμμετοχή του Προτείνοντος στην Εταιρεία ισούται τουλάχιστον με την Ελάχιστη Συμμετοχή αλλά είναι μικρότερη του 90% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου αυτής και συνεπώς δεν θα δικαιούται να ασκήσει το Δικαίωμα Εξαγοράς, ο Προτείνων προτίθεται να ξεκινήσει, το συντομότερο δυνατό εντός 6 μηνών από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της περιόδου αποδοχής, τη διαδικασία της «Συγχώνευσης Δι' Εξαγοράς» σύμφωνα με τα άρθρα 69-77 (εκτός του άρθρου 71), 79 και 79α του Ν.2190/1920 και τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/1993. Με βάση το άρθρο 30 του Ν.3461/2006 προβλέπεται ότι: *«Εάν ως συνεπεία εταιρικού μετασχηματισμού (συγχώνευσης, διάσπασης ή μετατροπής), οι μέτοχοι εταιρείας με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά πρόκειται να λάβουν μετοχές, εταιρικά μερίδια, άλλες αξίες που δεν είναι εισηγμένες ή μετρητά, ο μετασχηματισμός δεν θα είναι επιτρεπτός, αν προηγουμένως δεν απευθυνθεί προς τους μετόχους δημόσια πρόταση για την εξαγορά των μετοχών τους»*. Σημειώνεται ότι, κατά την ημερομηνία έγκρισης του Πληροφοριακού Δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δεν έχει ληφθεί απόφαση από εταιρικό όργανο του Προτείνοντος σχετικά με την έναρξη της διαδικασίας της Συγχώνευσης δι' Εξαγοράς.

Η DEUTSCHE BANK AG έχει βεβαιώσει ότι ο Προτείνων διαθέτει τα μέσα για την καταβολή του προσφερόμενου τιμήματος καθώς και των δικαιωμάτων προς την Ε.Χ.Α.Ε.

Η Περίοδος Αποδοχής ξεκινά στις 4 Οκτωβρίου 2011 και λήγει την 1 Νοεμβρίου 2011 και ο Προτείνων έχει ορίσει και εξουσιοδοτήσει την τράπεζα EFG Eurobank Ergasias ως υπεύθυνη για την παραλαβή των δηλώσεων αποδοχής σύμφωνα με το άρθρο 18, παράγραφος 1 του Ν.3461/2006.

3 Μεθοδολογία Αξιολόγησης

Προκειμένου να αξιολογηθεί το προσφερόμενο τίμημα στο πλαίσιο της Δημόσιας Πρότασης, ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος χρησιμοποίησε τις ακόλουθες μεθόδους:

- I. Συγκριτική ανάλυση εισηγμένων εταιρειών μέσω χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς (Comparable Trading Multiples)
- II. Ανάλυση συγκρίσιμων εξαγορών ομοειδών εταιρειών (Comparable Transaction Multiples)
- III. Προσφερόμενα Premia σε προηγούμενες Δημόσιες Προτάσεις
- IV. Εξέταση και Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών της Εταιρείας (Discounted Cash Flow Analysis)

4 Συνοπτική Παρουσίαση της Εταιρείας

4.1 Γενικές Πληροφορίες

Η Εταιρεία δραστηριοποιείται ως ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία «RILKEN Βιομηχανία Καλλυντικών Προϊόντων Α.Ε.» από τον Ιούλιο 1990. Η λειτουργία της διέπεται από τις διατάξεις του Ν.2190/1920 «περί Ανωνύμων Εταιρειών» και του καταστατικού της, όπως αυτό έχει τροποποιηθεί και ισχύει. Είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών με αριθμό 13520/06/Β/86/09 και η διάρκειά της έχει οριστεί ως το 2026, η οποία δύναται να παραταθεί με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης. Η σημερινή έδρα της Εταιρείας βρίσκεται στο Δήμο Μοσχάτου Αττικής, στην οδό Κύπρου 23, τ.κ.18346.

Σκοπός της Εταιρείας, σύμφωνα με το άρθρο 4 του καταστατικού της είναι η μελέτη, παραγωγή και διάθεση καλλυντικών προϊόντων, ιδία καλλυντικών και ειδών κομμωτηρίου, η εισαγωγή και διάθεση καταναλωτικών προϊόντων από το εξωτερικό, η εξαγωγή καταναλωτικών προϊόντων προς το εξωτερικό, η αντιπροσώπευση οίκων του εσωτερικού και εξωτερικού καθώς και κάθε εργασία συναφή με τα παραπάνω. Επιπλέον, η Εταιρεία δύναται να ιδρύει θυγατρικές εταιρείες, να συμμετέχει σε υφιστάμενες εταιρείες ή να εξαγοράζει εταιρείες τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Τέλος, στο πλαίσιο επίτευξης των ανωτέρω σκοπών, η Εταιρεία μπορεί επίσης να παρέχει πάσης φύσεως υπηρεσίες διοικητικής υποστήριξης σε συνδεδεμένες εταιρείες του Ομίλου.

Σύμφωνα με τα πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία του α' εξαμήνου 2011, η Εταιρεία απασχολεί 96 άτομα, ενώ δεν κατέχει συμμετοχές σε άλλες εταιρείες.

4.2 Ιστορικό

Η Εταιρεία ιδρύθηκε το 1976 με την επωνυμία «Καβαλιεράτος ΑΒΕΕ», η οποία προήλθε από μετατροπή της εταιρείας «Καβαλιεράτος ΕΠΕ». Το 1990 η επωνυμία άλλαξε στη σημερινή «Rilken Βιομηχανία Καλλυντικών Προϊόντων Α.Ε.» Από το 2006 όλη η παραγωγή καλλυντικών πραγματοποιείται σε εγκαταστάσεις τρίτων. Από την 1^η Ιανουαρίου 2007 η Εταιρεία ανέλαβε την προώθηση και πώληση όλων των καλλυντικών προϊόντων του Ομίλου Henkel στην Ελλάδα. Το Φεβρουάριο 2009 μετέφερε την έδρα της στις εγκαταστάσεις της Henkel Ελλάς Α.Β.Ε.Ε. στο δήμο Μοσχάτου.

Οι μετοχές της Εταιρείας εισήχθησαν για διαπραγμάτευση στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών την 29^η Απριλίου 1991, ενώ την 11^η Απριλίου 1994 πραγματοποιήθηκε η μετάβαση στην Κύρια Αγορά. Το 1998, ποσοστό ύψους 50,14% της Εταιρείας εξαγοράσθηκε από την Henkel Α.Β.Ε.Ε. Το Φεβρουάριο 2009 η Εταιρεία προέβη στη μετατροπή του συνόλου των μετοχών της από ανώνυμες σε ονομαστικές.

4.3 Αντικείμενο Εργασιών

Η Εταιρεία δραστηριοποιείται στον τομέα των καταναλωτικών και επαγγελματικών καλλυντικών προϊόντων και ειδών προσωπικής φροντίδας και ειδικότερα στις παρακάτω κατηγορίες:

- *Περιποίησης μαλλιών*

- Περιποίησης δέρματος
- Περιποίησης σώματος
- Στοματικής υγιεινής
- Αρωμάτων

Στα προϊόντα που προωθεί και πωλεί η Εταιρεία περιλαμβάνονται ορισμένες διεθνείς μάρκες όπως οι Palette, Fa, Diadermine, καθώς και ορισμένες ημεδαπές μάρκες, όπως Silken color, Rilken styling, Phytocolor. Η Εταιρεία δεν διαθέτει παραγωγικές εγκαταστάσεις και ο βασικός προμηθευτής της είναι η Henkel AG και σε μικρότερη έκταση τρίτοι παρασκευαστές. Πέραν της ελληνικής αγοράς, η Εταιρεία έχει αναπτύξει εξαγωγική δραστηριότητα σε Κύπρο και Μάλτα.

Η Εταιρεία έχει συνάψει από το 2006 συμφωνητικό συνεργασίας με την Henkel Ελλάς, το οποίο ανανεώνεται κατ' έτος, για την προώθηση, διανομή και πώληση των προϊόντων της τελευταίας στην ελληνική επικράτεια. Επιπλέον, η Henkel Ελλάς, βάσει ιδιωτικού συμφωνητικού αορίστου χρόνου, παρέχει υπηρεσίες διοικητικής και οικονομικής υποστήριξης, μάρκετινγκ και αποθήκευσης προς την Εταιρεία. Η σύμβαση αυτή δύναται να τροποποιείται με τη σύμφωνη γνώμη και των δύο αντισυμβαλλόμενων μερών. Σε περίπτωση απώλειας από την Εταιρεία των παραπάνω συμβάσεων, η επίδραση στη λειτουργική και χρηματοοικονομική της κατάσταση θα ήταν, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Διοίκησης, δυσμενής και θα επηρέαζε την αποτίμηση. Ενδεικτικά σύμφωνα με την Διοίκηση, το ποσοστό συμμετοχής των προϊόντων της Henkel στον κύκλο εργασιών βαίνει αυξανόμενο τα τελευταία χρόνια και ανέρχεται για το 2010 και α' εξάμηνο του 2011 σε περίπου 77% και 83% αντίστοιχα.

4.4 Μετοχικό Κεφάλαιο

Το συνολικό καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας ανέρχεται σε €6.720.100 και διαιρείται σε 3.360.050 κοινές, ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας €2,00 η κάθε μία. Οι μετοχές είναι εισηγμένες και διαπραγματεύονται στην «κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης» της Αγοράς Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Σύμφωνα με τα στοιχεία που δημοσιεύτηκαν στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου στις 26 Σεπτεμβρίου 2011, εξαιρουμένου του Προτείνοντος, δεν υφίστανται άλλοι μέτοχοι, των οποίων το ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου στην Εταιρεία να ισούται τουλάχιστον με 5%.

4.5 Διοικητικό Συμβούλιο

Η θητεία του σημερινού Διοικητικού Συμβουλίου ξεκίνησε από την 17.06.2010, έχει πενταετή διάρκεια και η σύνθεσή του είναι η ακόλουθη:

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΦΑΛΤΣΕΤΑΣ	Πρόεδρος & Διευθύνων Σύμβουλος
ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΜΗΝΑΪΔΗΣ	Αντιπρόεδρος/ εκτελεστικό μέλος
GIACOMO ARCHI	Μέλος – μη εκτελεστικό
ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ ΜΗΤΣΟΒΟΛΕΑΣ	Μέλος – ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό

ΑΝΤΩΝΙΟΣ ΝΤΕΜΟΣ

Μέλος – ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό

Οι κύριοι Κ. Φαλτσέτας, Φ.Μηναΐδης και G.Archi είναι μέλη και του Διοικητικού Συμβουλίου του Προτείνοντος.

5 Συνοπτικά Οικονομικά Μεγέθη

5.1 Λογιστικές Καταστάσεις Α' εξαμήνου 2011

Στοιχεία Ενδιάμεσης Κατάστασης Συνολικού Εισοδήματος

Ποσά σε χιλ. €	01.01- 30.06.2011	01.01- 30.06.2010
Κύκλος Εργασιών	19.787,81	20.342,30
Κόστος Πωλήσεων	(8.318,28)	(8.468,39)
Μικτά Κέρδη	11.469,53	11.873,91
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	66,28	140,78
Έξοδα διοίκησης	(1.300,93)	(1.232,52)
Έξοδα διάθεσης	(9.519,64)	(10.392,83)
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	(115,59)	(1.099,91)
Κέρδη/ζημίες προ φόρων και χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων	599,65	(710,57)
Χρηματοοικονομικά έσοδα	7,54	13,87
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(15,89)	(17,33)
Κέρδη/ζημίες προ φόρων	591,30	(714,03)
Φόρος εισοδήματος	(248,38)	(174,22)
Κέρδη/Ζημίες μετά από φόρους από συνεχιζόμενες δραστηριότητες	342,92	(888,25)
Αναλογιστικά κέρδη/ (ζημίες)	-	12,70
Αναβαλλόμενος Φόρος αναλογιστικών (ζημιών)/κερδών	-	(2,54)
Λοιπά έσοδα μετά από φόρους	-	10,16
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους	342,92	(878,09)
Κέρδη /(ζημίες) μετά από φόρους ανά μετοχή, βασικά (σε Ευρώ)	0,1021	(0,2644)
Κέρδη /(ζημίες) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	700,54	(680,61)

Η Εταιρεία πέτυχε εντός του α' εξαμήνου του 2011 την αναστροφή της αρνητικής χρηματοοικονομικής πορείας του 2010, κυρίως, μέσω του περιορισμού του κόστους διάθεσης και των λοιπών εξόδων εκμετάλλευσης. Τα έξοδα διάθεσης εμφανίζονται μειωμένα κατά το α' εξάμηνο του 2011, καθώς κατά την προηγούμενη χρήση πραγματοποιήθηκαν υψηλές δαπάνες διαφήμισης λόγω της διάθεσης στην αγορά νέων προϊόντων. Η σημαντική μείωση στα έξοδα εκμετάλλευσης, αφορά τη μείωση των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις, οι οποίες ήταν σημαντικά αυξημένες την προηγούμενη χρήση λόγω των συνθηκών της αγοράς. Όμως σύμφωνα με την γνώμη της Διοίκησης το β' εξάμηνο αναμένεται και πάλι επιδείνωση της κατάστασης λόγω αύξησης εποχιακών δαπανών προώθησης προϊόντων και περαιτέρω αύξησης προβλέψεων επισφαλειών.

Στοιχεία Ενδιάμεσης Κατάστασης Χρηματοοικονομικής Θέσης

Ποσά σε χιλ. €	30.06.2011	31.12.2010
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό		
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	3.545,56	3.630,97
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	33,76	36,34
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	340,34	174,79

Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	444,49	484,65
	4.364,15	4.326,75
Κυκλοφορούν ενεργητικό		
Αποθέματα	2.966,27	2.284,38
Απαιτήσεις από πελάτες	14.343,29	15.206,65
Απαιτήσεις από συνδεδεμένες επιχειρήσεις	231,32	213,50
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού	442,76	467,72
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	3.350,78	2.382,55
	21.334,42	20.554,80
Σύνολο ενεργητικού	25.698,57	24.881,55
Ίδια Κεφάλαια		
Μετοχικό Κεφάλαιο	6.720,10	6.720,10
Αποθεματικά	11.014,40	11.014,40
Αποτελέσματα εις νέον	(1.064,95)	(1.407,87)
	16.669,55	16.326,63
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	709,41	667,02
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις	110,23	83,72
	819,64	750,74
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	14,52	57,70
Προμηθευτές	3.829,91	3.583,98
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις	1.947,77	1.487,94
Οφειλές από φόρους και εισφορές	722,46	507,97
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	732,80	1.125,53
Λοιπές βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	961,92	1.041,06
	8.209,38	7.804,18
Σύνολο υποχρεώσεων	9.029,02	8.554,92
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	25.698,57	24.881,55

5.2 Οικονομικές Καταστάσεις 2010 - 2009

Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος

Ποσά σε χιλ. €

	01.01- 31.12.2010	01.01- 31.12.2009
Κύκλος Εργασιών	40.622,75	43.793,31
Κόστος Πωλήσεων	(17.566,77)	(17.886,40)
Μικτά Κέρδη	23.055,98	25.906,91
Άλλα έσοδα	240,28	113,59
Έξοδα διοίκησης	(2.501,84)	(2.621,17)
Έξοδα διάθεσης	(20.514,20)	(20.714,35)
Λοιπά έξοδα	(1.464,68)	(995,54)
(Ζημίες)/Κέρδη προ φόρων και χρηματοδοτικών αποτελεσμάτων	(1.184,46)	1.689,44
Χρηματοοικονομικά έσοδα	37,50	112,48
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(36,27)	(34,96)
(Ζημίες)/Κέρδη προ φόρων	(1.183,23)	1.766,96
Φόρος εισοδήματος	(88,48)	(890,06)
(Ζημίες)/Κέρδη μετά από φόρους	(1.271,71)	876,90

Λοιπά αποτελέσματα που καταχωρούνται απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια

Αναλογιστικά κέρδη/ (ζημίες)	53,53	(173,93)
Αναβαλλόμενος φόρος αναλογιστικών κερδών/(ζημιών)	(10,71)	33,01
Λοιπά αποτελέσματα μετά από φόρους που καταχωρούνται απευθείας στα Ίδια Κεφάλαια	42,82	(140,92)
Συνολικά (έξοδα)/έσοδα μετά από φόρους	(1.228,89)	735,98
(Ζημίες)/ Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή, βασικά (σε €)	(0,3785)	0,2610
Κέρδη /(ζημίες) προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων	(919,47)	1.857,59

Κατάσταση Χρηματοοικονομικής Θέσης

Ποσά σε χιλ. €	31.12.2010	31.12.2009
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό		
Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία	3.630,97	210,81
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	36,34	40,06
Άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	174,79	428,53
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	484,65	236,02
	4.326,75	915,42
Κυκλοφορούν ενεργητικό		
Αποθέματα	2.284,38	2.345,87
Απαιτήσεις από πελάτες	15.206,65	15.405,45
Απαιτήσεις από συνδεδεμένες επιχειρήσεις	213,50	140,80
Λοιπά στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού	467,72	225,11
Διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	2.382,55	4.722,30
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προοριζόμενα για πώληση	-	3.134,13
	20.554,80	25.973,66
Σύνολο ενεργητικού	24.881,55	26.889,08
Ίδια Κεφάλαια		
Μετοχικό Κεφάλαιο	6.720,10	6.720,10
Αποθεματικά	11.014,40	11.014,40
Αποτελέσματα εις νέον	(1.407,87)	627,43
	16.326,63	18.361,93
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	667,02	603,20
Λοιπές μακροπρόθεσμες προβλέψεις	83,72	-
	750,74	603,20
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	57,70	49,98
Προμηθευτές	3.583,98	3.520,06
Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις	1.487,94	1.390,15
Οφειλές από φόρους και εισφορές	507,97	646,56
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.125,53	1.206,26
Λοιπές βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	1.041,06	1.110,94
	7.804,18	7.923,95
Σύνολο υποχρεώσεων	8.554,92	8.527,15
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων	24.881,55	26.889,08

Η Εταιρεία, κατά την 31.12.2010, παρουσιάζει σημαντική διαφορά στους λογαριασμούς «Ιδιοχρησιμοποιούμενα ενσώματα πάγια στοιχεία» και «Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προοριζόμενα για πώληση» σε σχέση με την 31.12.2009. Η διαφορά αυτή σχετίζεται με την αναταξινόμηση του ακινήτου της Εταιρείας στην Κάτω Κηφισιά (συνολικής κτιριακής επιφάνειας 9.063 τ.μ., το οποίο αποτελούσε την πρώτην έδρα της Εταιρείας) από περιουσιακό στοιχείο διαθέσιμο προς πώληση σε ιδιοχρησιμοποιούμενο ενσώματο πάγιο στοιχείο, καθώς παρήλθε το χρονικό όριο του 1 έτους κατά το οποίο η Εταιρεία θα έπρεπε να είχε ολοκληρώσει την πώληση, όπως ορίζεται στο Δ.Π.Χ.Α. 5.

6 Περιγραφή Κλάδου

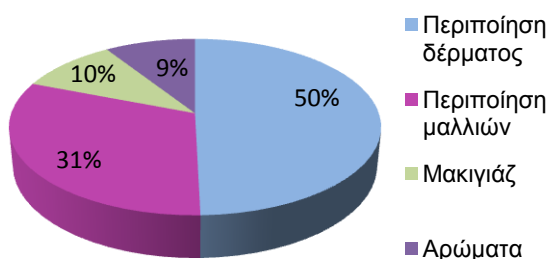
6.1 Εγχώρια αγορά

6.1.1 Γενικά

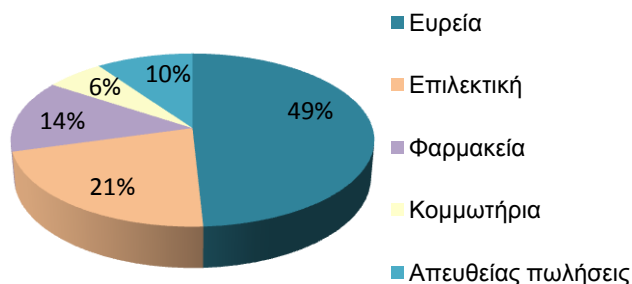
Ο κλάδος των καλλυντικών περιλαμβάνει προϊόντα περιποίησης δέρματος, περιποίησης μαλλιών, μακιγιάζ και αρώματα (εξαιρούνται τα προϊόντα στοματικής υγιεινής και τα παιδικά καλλυντικά). Η διάθεση των καλλυντικών προϊόντων πραγματοποιείται μέσω α) δικτύων ευρείας διανομής (σούπερ μάρκετ και τμήματα self service σε καταστήματα καλλυντικών), β) δικτύων επιλεκτικής διανομής (καταστήματα καλλυντικών με εξειδικευμένους πωλητές), γ) δικτύων απευθείας πωλήσεων (πωλήσεις κατ' οίκον, μέσω ταχυδρομείου και διαδικτύου) και μέσω ινστιτούτων αισθητικής, φαρμακείων και κομμωτηρίων. Κύριο χαρακτηριστικό του κλάδου είναι ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων, κυρίως στα κανάλια της ευρείας και επιλεκτικής διανομής.

Στα διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζεται η διάρθρωση της εγχώριας αγοράς ανά κατηγορία καλλυντικών προϊόντων και ανά κανάλι διανομής για το 2010 βάσει εκτιμήσεων της αγοράς:

Διάρθρωση εγχώριας αγοράς καλλυντικών ανά κατηγορία προϊόντων



Διάρθρωση εγχώριας αγοράς καλλυντικών ανά κανάλι διανομής



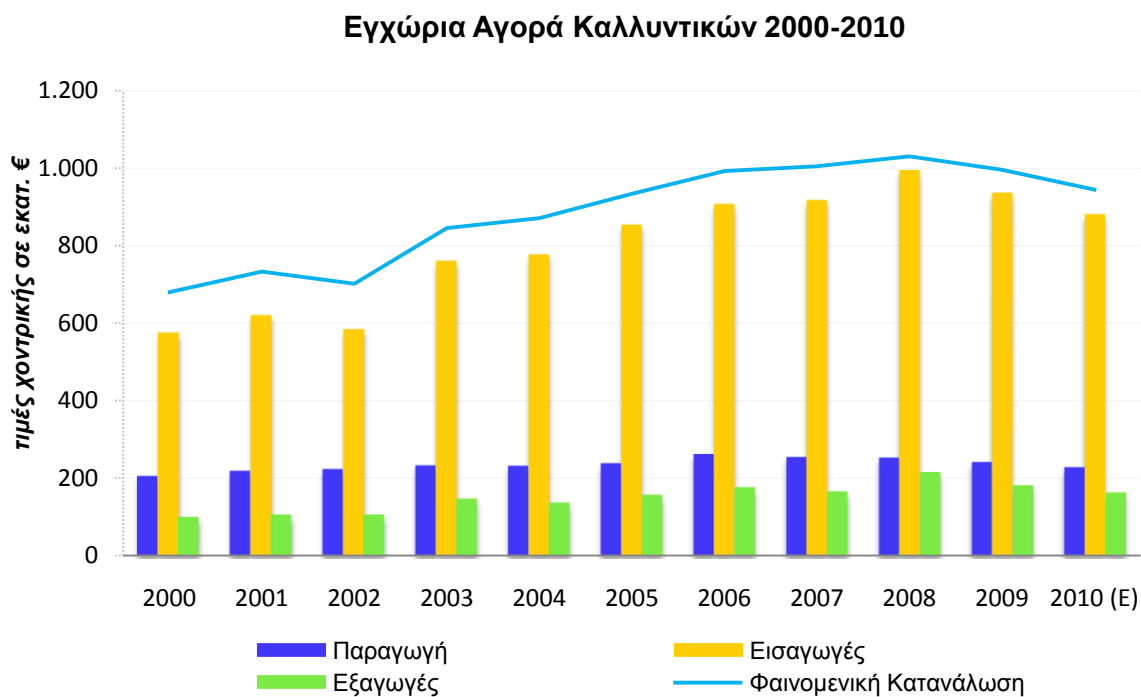
Πηγή ICAP Group – Εκτιμήσεις αγοράς 2010

Η εγχώρια αγορά καλλυντικών ακολούθησε ανοδική πορεία κατά την περίοδο 1996-2008, σημειώνοντας ένα μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης της τάξης του 8,2%. Από το 2009, το μέγεθος της αγοράς μειώνεται και οι προοπτικές είναι δυσοίωνες, λόγω της υφιστάμενης οικονομικής κρίσης και της συνεπακόλουθης συμπίεσης του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών, καθώς τα καλλυντικά δεν είναι είδος βασικής ανάγκης.

Η ελληνική αγορά στηρίζεται, ουσιαστικά, στην εισαγωγική δραστηριότητα και όχι στην ίδια παραγωγή. Επιπλέον, την τελευταία πενταετία έχει παρατηρηθεί η τάση αρκετές αμιγώς παραγωγικές επιχειρήσεις καλλυντικών να περιορίζουν την παραγωγική τους δραστηριότητα και να στρέφονται περισσότερο στην εμπορία εισαγόμενων προϊόντων. Οι κυριότερες χώρες προέλευσης των καλλυντικών το 2009 ήταν η

Γαλλία, η Γερμανία και η Ιταλία, οι οποίες συγκέντρωσαν από κοινού το 66,5% των συνολικών εισαγωγών.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζονται στατιστικά στοιχεία του μεγέθους της ελληνικής αγοράς καλλυντικών για την περίοδο 2000-2010.

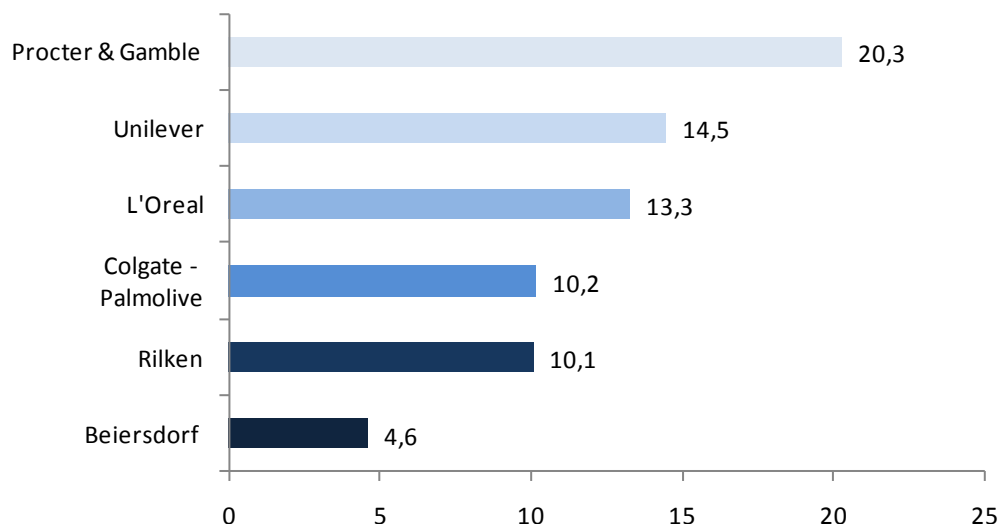


Πηγή: ICAP Group- Κλαδική μελέτη Νοέμβριος 2010

6.1.2 Μερίδια αγοράς

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα εκτιμώμενα μερίδια αγοράς των κυριότερων επιχειρήσεων καλλυντικών για το 2010 στην αγορά ευρείας διανομής.

Μερίδια Αγοράς Retail - 2010



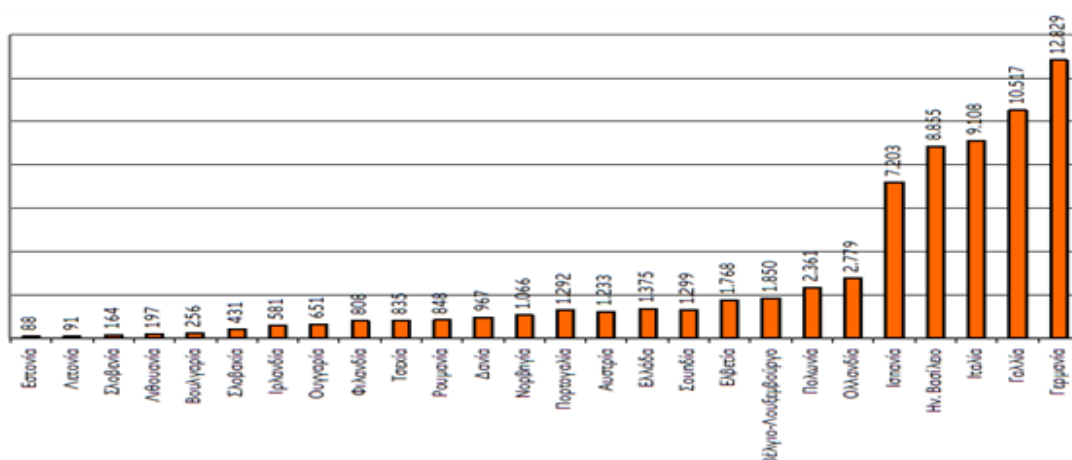
Πηγή: IRI – Στοιχεία επεξεργασμένα από την Εταιρεία

6.2 Ευρωπαϊκή αγορά

Η Ευρώπη αντιπροσωπεύει το 1/3 της παγκόσμιας αγοράς καλλυντικών. Η αξία της ευρωπαϊκής αγοράς (σε τιμές λιανικής) ανήλθε το 2009 σε €69,5 δις περίπου (πηγή: COLIPA-The European Cosmetics Association). Το 70% περίπου της συνολικής αγοράς κατά το 2009 συγκεντρώνουν από κοινού η Γερμανία, η Γαλλία, η Ιταλία, το Ην. Βασίλειο και η Ισπανία. Η Γερμανία αποτελεί την πρώτη δύναμη στην ευρωπαϊκή αγορά καλλυντικών, με τη Γαλλία να ακολουθεί.

Στο ακόλουθο διάγραμμα φαίνονται τα μεγέθη (σε τιμές λιανικής) της αγοράς καλλυντικών ανά ευρωπαϊκή χώρα για το 2009 (πηγή: COLIPA):

Διάγραμμα 1: Η αγορά καλλυντικών της Ευρώπης 2009 (σε € εκ. τιμές λιανικής)



7 Ανάλυση Χρηματιστηριακής Συμπεριφοράς

7.1 Γενικά/Εισαγωγή

Μέσω αυτής της ανάλυσης αποτυπώνονται τα ιστορικά επίπεδα στα οποία κυμάνθηκε η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της Εταιρείας.

Η ανάλυση αυτή δύναται να χρησιμοποιηθεί σε εισηγμένες εταιρείες, όπου σε συνθήκες επαρκούς πληροφόρησης της αγοράς (market efficiency) η χρηματιστηριακή τιμή της εκάστοτε εταιρείας αντικατοπτρίζει σε ικανοποιητικό βαθμό την αξία της. Η εν λόγω ανάλυση βασίζεται στις καθημερινές συναλλαγές και για το λόγο αυτό δεν λαμβάνει υπόψη τυχόν control premia που θα προέκυπταν σε περίπτωση απόκτησης ελέγχου.

Η εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων από την ανάλυση αυτή προϋποθέτει την εκπλήρωση των παρακάτω κριτηρίων:

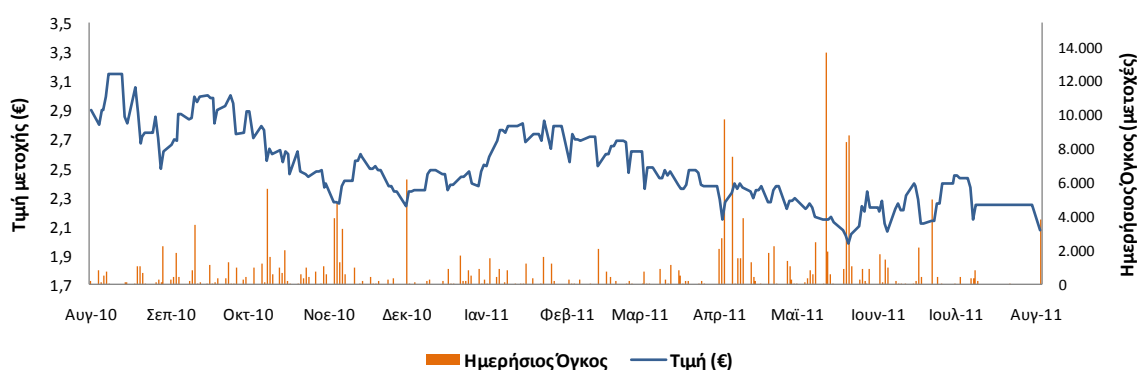
- ✓ Βαθμός αποτελεσματικότητας της αγοράς σχετιζόμενος με την επαρκή πληροφόρηση και την ταχύτητα ενσωμάτωσής της στις τιμές (market efficiency)
- ✓ Επαρκής διασπορά των μετοχών της εταιρείας (free float)
- ✓ Επαρκής εμπορευσιμότητα (liquidity)
- ✓ Πορεία της μετοχής σε κανονικές συνθήκες αγοράς (έλλειψη ακραίων φαινομένων π.χ. μεγάλες διακυμάνσεις λόγω έντονης φημολογίας)

7.2 Εφαρμογή της ανάλυσης στην Εταιρεία

Η εφαρμογή αυτής της μεθόδου κατά την τρέχουσα αρνητική οικονομική συγκυρία δεν μπορεί να καταστεί η πλέον ενδεδειγμένη και αυτό εξαιτίας κυρίως της κατακόρυφης πτώσης του τζίρου στο Χ.Α. καθώς και της έντονης μεταβλητότητας προερχόμενη από την αβεβαιότητα που επικρατεί αναφορικά με τις οικονομικές εξελίξεις.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί, απεικονίζεται η εξέλιξη της μετοχής της Εταιρείας, καθώς και ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών για την περίοδο ενός έτους πριν από την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης, δηλαδή για την περίοδο 27.08.2010 – 29.08.2011:

Διάγραμμα 2: Εξέλιξη τιμής μετοχής και όγκου συναλλαγών



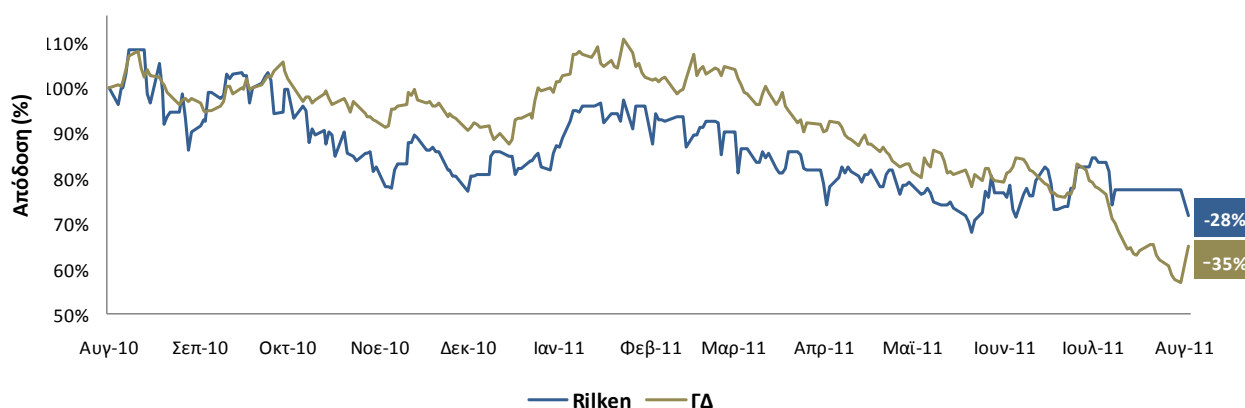
Πηγή: Bloomberg

Η μέση σταθμισμένη με τον όγκο συναλλαγών χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της Εταιρείας διαμορφώθηκε σε:

- **2,16 ευρώ**, για το χρονικό διάστημα του ενός μήνα πριν την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης,
- **2,22 ευρώ** για το χρονικό διάστημα των έξι μηνών πριν την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης,
- **2,37 ευρώ** για χρονικό διάστημα του ενός έτους πριν την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης.

Επιπροσθέτως, στο διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζεται η απόδοση της μετοχής της Εταιρείας συγκρινόμενη με αυτή του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. για την περίοδο 27.08.2010 – 29.08.2011, από όπου φαίνεται ότι η μετοχή της Εταιρείας έχει λιγότερες απώλειες σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών:

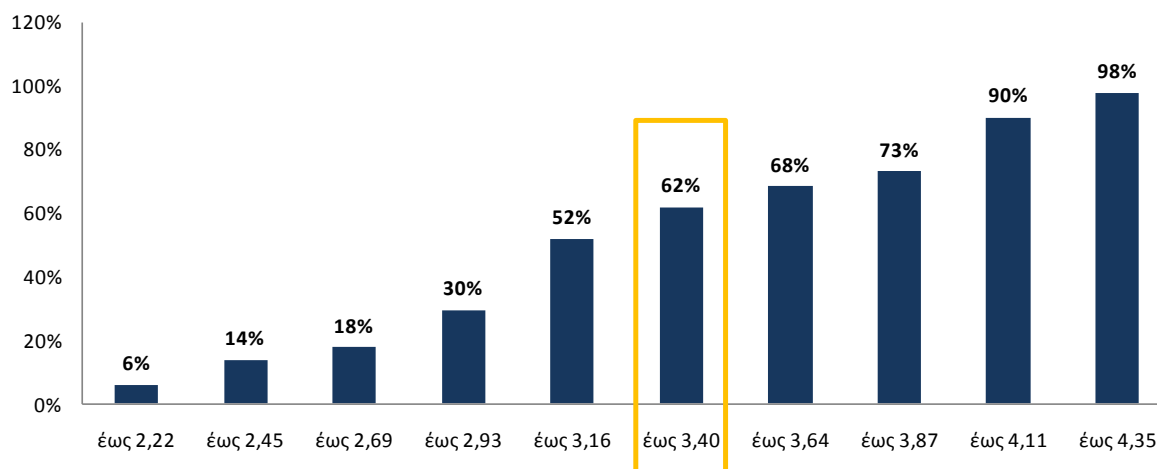
Διάγραμμα 3: Απόδοση τιμή μετοχής σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α.



Πηγή: Bloomberg

Στο παρακάτω ιστόγραμμα παρατίθεται ο σωρευτικός όγκος των συναλλαγών για την περίοδο των τελευταίων δύο ετών πριν από την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης:

Διάγραμμα 4: Κατανομή όγκου συναλλαγών τελευταίων δύο ετών πριν την Υποβολή της ΔΠ

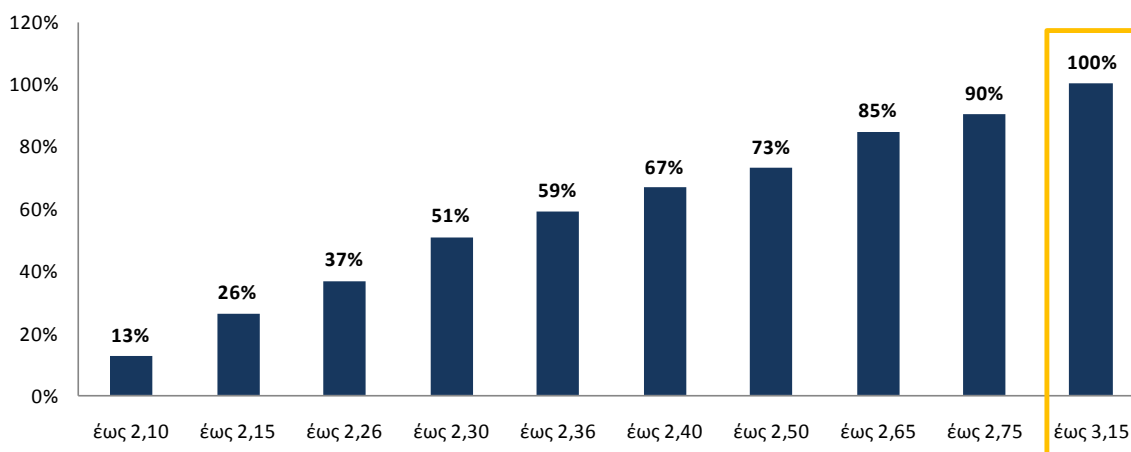


Πηγή: Bloomberg

Σύμφωνα με το ιστόγραμμα, από το συνολικό όγκο συναλλαγών των τελευταίων δύο ετών που ανήλθε σε 959,1 χιλιάδες μετοχές περίπου (ήτοι 28,5% του συνολικού αριθμού της Εταιρείας), το 62% αποκτήθηκαν σε τιμές μικρότερες από €3,40 ανά μετοχή (το 17,7% του συνολικού αριθμού μετοχών της Εταιρείας).

Αντίστοιχα στο παρακάτω ιστόγραμμα παρατίθεται ο σωρευτικός όγκος των συναλλαγών για την περίοδο του τελευταίου έτους πριν από την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης:

Διάγραμμα 5: Κατανομή όγκου συναλλαγών τελευταίου έτους πριν την Υποβολή της ΔΠ



Πηγή: Bloomberg

Σύμφωνα με το ιστόγραμμα, από το συνολικό όγκο συναλλαγών του τελευταίου έτους που ανήλθε σε 192,4 χιλιάδες μετοχές περίπου (ήτοι 5,7% του συνολικού αριθμού της Εταιρείας), το 100% αποκτήθηκαν σε τιμές μικρότερες από €3,15 ανά μετοχή (το 5,7% του συνολικού αριθμού μετοχών της Εταιρείας).

8 Αξιολόγηση του προτεινόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης

8.1 Συγκριτική ανάλυση εισηγμένων εταιρειών μέσω χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς (comparable trading multiples)

8.1.1 Γενικά / Εισαγωγή

Η μέθοδος των δεικτών κεφαλαιαγοράς στηρίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί μέσω της χρήσης 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 για κάθε εταιρεία ενός συγκριτικού δείγματος εταιρειών και την εφαρμογή τους στα οικονομικά μεγέθη της αποτιμώμενης εταιρείας μπορεί να εκτιμηθεί η αξία ανά μετοχή της εταιρείας. Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται στο πλαίσιο καθημερινών χρηματιστηριακών πράξεων και όχι στο πλαίσιο απόκτησης του ελέγχου πλειοψηφίας μιας εταιρείας, που ιστορικά απαιτεί την πληρωμή υπεραξίας (control premium).

Ιδιαίτερα σημαντική παράμετρος για την αξιοπιστία της μεθόδου είναι η εξεύρεση ενός δείγματος άμεσα συγκρίσιμων εταιρειών.

8.1.2 Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Για την αξιολόγηση του προσφερόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης, λάβαμε υπόψη το δείκτη (multiple) EV/EBITDA (Αξία επιχείρησης / Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων). Θεωρούμε ότι ο παραπάνω δείκτης είναι ο καταλληλότερος για την αξιολόγηση της Εταιρείας και υπερτερεί έναντι των δεικτών EV/Sales (Αξία επιχείρησης / Πωλήσεις) και P/E (Τιμή / Κέρδη Μετά Φόρων ανά μετοχή) καθώς επικεντρώνεται:

- στη συνολική αξία της Επιχείρησης (αξία ιδίων κεφαλαίων αλλά και των δανειακών κεφαλαίων)
- στα ταμειακά κέρδη της Εταιρείας που δεν επηρεάζονται από
 - τη μεθοδολογία αποσβέσεων
 - διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές (σύγκριση μεταξύ εταιριών διαφορετικών χωρών)
 - τον τρόπο χρηματοδότησης των επενδύσεων (π.χ. πληρωμή τόκων)

Συγκεκριμένα, η RILKEN εμφανίζει διαφορετικό λόγο μόχλευσης με καθαρά μετρητά έναντι 4,1% δανειακά κεφάλαια επί της κεφαλαιοποίησης των συγκρίσιμων εταιρειών εξωτερικού.

Καθώς δεν υπάρχουν απόλυτα συγκρίσιμες εισηγμένες εταιρείες του μεγέθους της RILKEN επιλέχθηκε ένα δείγμα διεθνών και ένα δείγμα ελληνικών εταιρειών καλλυντικών. Η RILKEN έχει τη μικρότερη κεφαλαιοποίηση από όλες τις εταιρείες του δείγματος.

Πίνακας 1: Λειτουργικά στοιχεία συγκρίσιμων εταιρειών

Κλάδος Καλλυντικών	Χώρα	Περιθώριο EBITDA 2010Α	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους 2010Α	Καθ. Δανεισμός/Κεφαλαιοποίηση 2010Α
Estee Lauder	ΗΠΑ	14,6%	6,1%	0,5%
L'Oreal	Γαλλία	19,4%	11,5%	0,1%
Beiersdorf	Γερμανία	13,6%	5,1%	(19,6%)
Unilever	Ην. Βασίλειο	16,6%	9,6%	10,2%
Procter & Gamble	ΗΠΑ	24,6%	16,1%	16,1%
Henkel	Γερμανία	15,0%	7,4%	17,2%
Μέσος		17,3%	9,3%	4,1%
Διάμεσος		16,6%	9,3%	4,1%
Rilken	Ελλάδα	(2,3%)	(3,1%)	0,5%
Korres	Ελλάδα	18,9%	3,6%	82,0%
Sarantis	Ελλάδα	9,5%	5,5%	16,3%
Lavipharm	Ελλάδα	4,9%	(1,9%)	140,9%
Μέσος		11,1%	2,4%	79,7%
Διάμεσος		10,3%	3,0%	80,9%

Στον κάτωθι πίνακα φαίνονται οι δείκτες που προκύπτουν από τα οικονομικά και χρηματιστηριακά στοιχεία των διεθνών εταιρειών του δείγματος:

Πίνακας 2: Πολλαπλάσια συγκρίσιμων διεθνών εταιρειών

Κλάδος Καλλυντικών	Τιμή (€)	Κεφαλαιοποίηση (€ εκ.)	Price / Earnings		EV / EBITDA	
			2011E	2012E	2011E	2012E
Estee Lauder	70,4	14.117,7	26,0 x	22,4 x	13,3 x	11,5 x
L'Oreal	71,2	42.802,6	17,1 x	15,7 x	10,5 x	9,5 x
Beiersdorf	39,7	9.993,1	22,0 x	19,7 x	10,4 x	9,1 x
Unilever	22,6	65.379,9	14,7 x	13,3 x	9,3 x	8,5 x
Procter & Gamble	45,3	124.507,0	15,9 x	14,8 x	10,6 x	9,9 x
Henkel	38,6	15.052,4	11,9 x	10,6 x	6,6 x	5,6 x
Μέγιστο			26,0 x	22,4 x	13,3 x	11,5 x
Μέσος			17,9 x	16,1 x	10,1 x	9,0 x
Διάμεσος			16,5 x	15,2 x	10,5 x	9,3 x
Ελάχιστο			11,9 x	10,6 x	6,6 x	5,6 x

Πηγή: Factset

Η αξία της RILKEN, όπως προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό των οικονομικών της μεγεθών με τη διάμεσο των δεικτών του δείγματος διεθνών εταιρειών (10,5x και 9,3x για το 2011 και 2012 αντίστοιχα) και την εφαρμογή ανάλυσης ευαισθησίας +/-20%, φαίνεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 3: Πίνακας αποτίμησης βάσει συγκρίσιμων διεθνών εταιρειών

Πολλαπλασιαστής	Οικ. Αποτέλεσμα (€ εκ.)	Εύρος Πολ/στών	Αξία Εταιρείας (€ εκ.)	Καθ. Δανεισμός (30/6/2011)	Αξία Μετοχ. Κεφ. (€ εκ.)	Αξία ανά Μετοχή (€)
P / E						
2011E Καθ. Κέρδη	0,2	13,2 x - 19,8 x			2,3 - 3,5	0,69 - 1,03
2012E Καθ. Κέρδη	0,3	12,2 x - 18,3 x			4,1 - 6,1	1,21 - 1,81
EV/EBITDA						
2011E EBITDA	0,5	8,4 x - 12,6 x	4,2 - 6,3	(3,3)	7,5 - 9,6	2,24 - 2,86
2012E EBITDA	0,7	7,4 x - 11,1 x	5,2 - 7,8	(3,3)	8,5 - 11,1	2,54 - 3,31

Σημείωση: Το εύρος EV/EBITDA περιλαμβάνει την αξία των διαθεσίμων της Εταιρείας, ήτοι €1/μετοχή. Σε ένα σενάριο ευαισθησίας αυξημένης απόδοσης επί των διαθεσίμων της Εταιρείας κατά 2% το παραπάνω εύρος των δεικτών P/E αυξάνεται κατά €0,25 περίπου ανά μετοχή.

Από τον ανωτέρω πίνακα με βάση τον πολλαπλασιαστή EV/EBITDA προκύπτει ένα εύρος για τη μετοχή της Εταιρείας **€2,24 - €3,31**. Η χαμηλότερη τιμή του εύρους προκύπτει από το προβλεπόμενο EBITDA 2011, ενώ η υψηλότερη τιμή από το προβλεπόμενο EBITDA του 2012.

Ο λόγος P/E είναι λιγότερο ενδεξιγμένος, γιατί η RILKEN έχει διαφορετική κεφαλαιακή δομή από τις υπόλοιπες εταιρείες του δείγματος και σύμφωνα με τα στοιχεία του business plan της διοίκησης της Εταιρείας τα διαθέσιμα της Εταιρείας έχουν σχετικά χαμηλή απόδοση.

Στον κάτωθι πίνακα φαίνονται οι δείκτες που προκύπτουν από τα οικονομικά και χρηματιστηριακά στοιχεία των ελληνικών εταιρειών του δείγματος:

Πίνακας 4: Πολλαπλάσια συγκρίσιμων Ελληνικών εταιρειών

Κλάδος	Τιμή	Κεφαλαιοποίηση	Καθ. Δανεισμός	EV	Price / Earnings		EV / EBITDA	
Καλλυντικών	(€ εκ.)	(€ εκ.)	30/6/2011	(€ εκ.)	2010A	LTM	2010A	LTM
Κορρές	3,50	47,2	27,0	74,2	21,8 x	32,5 x	8,9 x	9,1 x
Σαράντης	2,07	78,6	28,3	106,9	6,7 x	9,1 x	5,0 x	6,0 x
Lanipharma	0,25	12,8	102,2	115,0	μ/δ	μ/δ	11,9 x	15,0 x
Μέγιστο					21,8 x	32,5 x	11,9 x	15,0 x
Μέσος					14,3 x	20,8 x	8,6 x	10,0 x
Διάμεσος					14,3 x	20,8 x	8,9 x	9,1 x
Ελάχιστο					6,7 x	9,1 x	5,0 x	6,0 x

Πηγή: Bloomberg

Η αξία της Εταιρείας, όπως προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό των οικονομικών της μεγεθών με τη διάμεσο των δεικτών του δείγματος Ελληνικών εταιρειών (8,9x και 9,1x για το 2010 και LTM αντίστοιχα) και την εφαρμογή ανάλυσης ευαισθησίας +/-20%, φαίνεται στον κάτωθι πίνακα:

Πίνακας 5: Πίνακας αποτίμησης βάσει συγκρίσιμων ελληνικών εταιρειών

Πολλαπλασιαστής	Οικ. Αποτέλεσμα	Εύρος Πολ/στών	Αξία Εταιρείας	Καθ. Δανεισμός	Αξία Μετοχ. Κεφ.	Αξία ανά Μετοχή
(€ εκ.)	(€ εκ.)		(€ εκ.)	(30/06/2011)	(€ εκ.)	(€)
P / E						
2010A Καθ. Κέρδη	(1,3)	11,4 x - 17,1 x			μ/δ - μ/δ	μ/δ - μ/δ
2011E Καθ. Κέρδη	0,2	16,7 x - 25,0 x			2,9 - 4,4	0,87 - 1,30
EV/EBITDA						
2010A EBITDA	(0,9)	7,1 x - 10,7 x	μ/δ - μ/δ	(3,3)	μ/δ - μ/δ	μ/δ - μ/δ
2011E EBITDA	0,5	7,3 x - 10,9 x	3,6 - 5,5	(3,3)	7,0 - 8,8	2,08 - 2,62

Σημείωση: Το εύρος EV/EBITDA περιλαμβάνει την αξία των διαθεσίμων της Εταιρείας, ήτοι €1/μετοχή. Σε ένα σενάριο ευαισθησίας αυξημένης απόδοσης επί των διαθεσίμων της Εταιρείας κατά 2% το παραπάνω εύρος των δεικτών P/E αυξάνεται κατά €0,30 περίπου ανά μετοχή.

Από τον ανωτέρω πίνακα με βάση τον πολλαπλασιαστή EV / EBITDA προκύπτει ένα εύρος για τη μετοχή της Εταιρείας **€2,08 - €2,62**. Το εύρος προκύπτει από το προβλεπόμενο EBITDA 2011.

8.2 Συγκρίσιμες Εξαγορές Ομοειδών Εταιρειών (comparable transaction multiples)

8.2.1 Γενικά / Εισαγωγή

Η μέθοδος των συγκρίσιμων συναλλαγών στηρίζεται στην παραδοχή ότι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να προσεγγιστεί βάσει δεικτών αποτίμησης (πολλαπλασίων) από εξαγορές ομοειδών εταιρειών στην Ελλάδα και διεθνώς.

8.2.2 Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Ο ακόλουθος πίνακας παρουσιάζει, βάσει δημοσιευμένων στοιχείων, συνοπτικές πληροφορίες από εξαγορές ομοειδών εταιρειών διεθνώς που συνιστούν επαρκές και αξιόπιστο δείγμα για την ορθή εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου.

Τα πολλαπλάσια που παρατίθενται για κάθε εταιρεία είναι:

- Αξία επιχείρησης προς πωλήσεις (EV/Sales)
- Αξία επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EV/EBITDA)
- Αξία επιχείρησης προς κέρδη προ τόκων και φόρων (EV/EBIT)

Πίνακας 6: Συγκρίσιμες συναλλαγές διεθνών εταιρειών

Ημερομηνία	Εταιρεία Στόχος	Αγοραστής	Χώρα Εταιρείας	Αξία Συναλλαγής (€ εκ.)	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
8/11/2010	Avon Products Co Ltd	TPG Capital	Ιαπωνία	25	0,2x	8,8x	μ/δ
27/9/2010	Alberto-Culver Co	Unilever NV	ΗΠΑ	2.746	2,4x	14,8x	16,7x
15/1/2010	Bare Escentuals Inc	Shiseido Co Ltd	ΗΠΑ	1.274	3,3x	10,4x	11,5x
28/7/2009	Mirato SpA	Benefit SpA	Ιταλία	37	0,7x	4,7x	6,1x
23/11/2006	Victory Corp PLC	Virgin Group Ltd	ΗΒ	2	0,2x	6,7x	16,6x
17/3/2006	Body Shop International PLC	L'Oreal SA	ΗΒ	998	1,7x	12,1x	18,3x
26/4/2004	Wella AG	Procter & Gamble	Γερμανία	738	1,1x	7,8x	11,2x
1/12/2004	ProCyte Corp.	Photomedex, Inc.	ΗΠΑ	24	1,4x	13,3x	15,7x
23/10/2003	Beiersdorf AG	Tchibo Holding AG	Γερμανία	2.528	2,2x	15,8x	21,0x
14/7/1998	Schwarzkopf & DEP Inc	Henkel AG & Co KGaA	ΗΠΑ	82	0,8x	6,8x	41,8x
Ελάχιστο					0,2x	4,7x	6,1x
Μέσος					1,4x	10,1x	17,7x
Διάμεσος					1,2x	9,6x	16,6x
Μέγιστο					3,3x	15,8x	41,8x

Πηγή: Bloomberg, Factset

Σημείωση: Οι εν λόγω συναλλαγές περιλαμβάνουν ως επί το πλείστον control premia και ως εκ τούτου εμφανίζουν σχετικά υψηλότερα πολλαπλάσια

Πίνακας 7: Πίνακας αποτίμησης βάσει συγκρίσιμων συναλλαγών διεθνών εταιρειών

Μεθοδολογία Αποτίμησης	Οικονομικά Αποτελέσματα (€ εκ.)	Εύρος Πολλαπλασιαστών	Αξία Εταιρείας (€ εκ.)	Καθ. Δανεισμός 30/06/2011 (€ εκ.)	Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου (€ εκ.)	Αξία / μετοχή (€)
EBITDA multiple						
EBITDA LTM	0,5	9,6x - 14,8x	4,4 - 6,8	(3,3)	7,8 - 10,1	2,31 € - 3,02 €
EBITDA 2011 E	0,5	9,6x - 14,8x	4,8 - 7,4	(3,3)	8,1 - 10,7	2,42 € - 3,19 €

Πίνακας 8: Συναλλαγές στην εγχώρια αγορά

Ημερομηνία	Εταιρεία Στόχος	Αγοραστής	Αξία Συναλλαγής (€ εκ.)	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
25/5/2011	Specifar	Watson	400	4,8x	19,5x	24,1x
23/7/2010	Chipita	Olayan, Theodoropoulos	730	μ/δ	12,6x	μ/δ
1/10/2008	Pharmacon	KORRES	4	0,8x	8,1x	9,1x
22/10/2007	Elmec Sport ABETE	Folli Follie Group	85	2,0x	20,0x	27,8x
26/11/1999	CAP Cosmetics SA	Notos Com Holdings SA	31	2,7x	μ/δ	17,5x
21/3/1998	Rilken	Henkel Hellas	11	1,0x	4,0x	4,6x
Ελάχιστο				0,8x	4,0x	4,6x
Μέσος				2,3x	12,8x	16,6x
Διάμεσος				2,0x	12,6x	17,5x
Μέγιστο				4,8x	20,0x	27,8x

Πηγή: Bloomberg, Factset

Σημειώσεις:

- 1) Ο πίνακας δεν περιλαμβάνει μόνο συγκρίσιμες συναλλαγές ομοειδών εταιρειών λόγω αδυναμίας εξεύρεσης τέτοιου είδους συναλλαγών στην Ελληνική αγορά.
- 2) Οι εν λόγω συναλλαγές περιλαμβάνουν ως επί το πλείστον control premia και ως εκ τούτου εμφανίζουν σχετικά υψηλότερα πολλαπλάσια.

Πίνακας 9: Πίνακας αποτίμησης βάσει συναλλαγών στην εγχώρια αγορά

Μεθοδολογία Αποτίμησης	Οικονομικά Αποτελέσματα (€ εκ.)	Εύρος Πολλαπλασιαστών	Αξία Εταιρείας (€ εκ.)	Καθ. Δανεισμός 30/06/2011 (€ εκ.)	Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου (€ εκ.)	Αξία / μετοχή (€)
EBITDA multiple						
EBITDA LTM	0,5	10,1x - 15,1x	4,7 - 7,0	(3,3)	8,0 - 10,3	2,38 € - 3,07 €
EBITDA 2011 E	0,5	10,1x - 15,1x	5,0 - 7,6	(3,3)	8,4 - 10,9	2,49 € - 3,24 €

Στον υπολογισμό της αξίας ανά μετοχή της εταιρείας που ακολουθεί, λάβαμε υπόψη το δείκτη (multiple) EV/EBITDA που για λόγους που έχουν προαναφερθεί στην προηγούμενη μέθοδο κρίνεται ως ο πιο ενδεδειγμένος. Τα οικονομικά στοιχεία στα οποία εφαρμόστηκε ο συντελεστής αυτός είναι το προβλεπόμενο από το επιχειρησιακό πλάνο της εταιρείας EBITDA 2011, καθώς και το EBITDA των τελευταίων 12 μηνών (EBITDA LTM).

Στον πίνακα 1 που αφορά τις διεθνείς συναλλαγές, σαν ελάχιστο επιλέγουμε τη διάμεσο του δείγματος (9,6x) ενώ ως μέγιστο το EV/EBITDA της εξαγοράς της Alberto-Culver από την Unilever που είναι η πιο πρόσφατη και άμεσα συγκρίσιμη συναλλαγή. Αυτό μας οδηγεί σε ένα εύρος τιμών της μετοχής της Εταιρείας **€2,42 - €3,02**.

Στον πίνακα 2 που αφορά τις εγχώριες συναλλαγές, το εύρος υπολογίζεται βάσει της διαμέσου του δείγματος και της εφαρμογής της ανάλυσης ευαισθησίας +/-20% οπότε και καταλήγουμε σε ένα εύρος τιμών **€2,49 - €3,07**. Να σημειωθεί ότι ο πολλαπλασιαστής EV/EBITDA που προκύπτει από την αρχική εξαγορά πλειοψηφικού ποσοστού από την Henkel Ελλάς της Rilken το 1998 ήταν 4,0x έναντι 16,2x της υφιστάμενης προσφοράς (υπολογισμένο με οικονομικά στοιχεία 2011).

8.3 Προσφερόμενα Premia σε επιλεγμένες Δημόσιες Προτάσεις στην Ελληνική αγορά

8.3.1 Γενικά / Εισαγωγή

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, εξετάζονται οι προσαυξήσεις στο προσφερόμενο τίμημα (premia) βάσει των Δημοσίων Προτάσεων που έχουν υποβληθεί στην ελληνική αγορά σε διάφορες χρονικές περιόδους.

8.3.2 Εφαρμογή της μεθόδου στην Εταιρεία

Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται κάποια βασικά στοιχεία των Δημοσίων Προτάσεων στα οποία στηρίζεται η ανάλυση για την εκτίμηση ενός εύρους τιμών.

Πίνακας 10: Στοιχεία Δημοσίων Προτάσεων

Ημερομηνία	Προτείνων	Εταιρεία Στόχος	Ποσοστό Προτείνοντα πριν τη ΔΠ	Μέση ρευστότητα (Τ6 μήνες)	Είδος	Τελευταίο κλείσιμο	Premium vs Τιμή			
							1 μήνα μεσ/μικη	3 μηνών μεσ/μικη	6 μηνών μεσ/μικη	12 μηνών μεσ/μικη
4/4/2011	GOLDENER LIMITED	VIVERE	78,3%	0,007%	Υποχρεωτική	59,7%	110,3%	132,8%	123,1%	117,0%
23/5/2011	CREDIT AGRICOLE	EMPORIKI BANK	96,0%	0,002%	Προαιρετική	32,3%	45,1%	20,2%	17,6%	(11,0%)
30/11/2010	Θ.B. FASHION	ΒΑΡΔΑΣ	73,3%	0,024%	Προαιρετική	52,8%	41,0%	43,7%	27,9%	(17,2%)
21/9/2010	LOMOND	CROWN HELLAS CAN	80,6%	0,000%	Υποχρεωτική	25,8%	25,8%	26,4%	26,5%	21,9%
3/5/2010	SAPHIRE LAMDA	ELFE	78,8%	0,034%	Υποχρεωτική	1,4%	5,0%	5,7%	3,1%	(13,0%)
10/5/2010	SAROGAD	INFORMER	78,9%	0,081%	Υποχρεωτική	17,9%	21,1%	21,0%	21,0%	16,7%
30/3/2010	ATEbank	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	84,2%	0,025%	Προαιρετική	20,5%	18,6%	13,5%	0,3%	(0,3%)
9/3/2010	SANDRINA	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	93,7%	0,439%	Υποχρεωτική	8,1%	9,7%	10,4%	10,4%	9,1%
12/3/2010	DELHAIZE	ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	90,0%	0,003%	Προαιρετική	5,1%	2,3%	(4,1%)	0,4%	12,9%
25/2/2010	ANTONIS LIBERIS	LIBERIS PUBLICATIONS	91,0%	0,011%	Προαιρετική	5,3%	23,2%	33,9%	8,3%	(1,3%)
4/8/2009	ISquare	RAINBOW	79,6%	0,791%	Υποχρεωτική	2,8%	5,6%	5,7%	7,3%	8,3%
3/8/2009	MIG TECHNOLOGY	SINGULARLOGIC	87,3%	0,679%	Υποχρεωτική	10,4%	25,8%	37,2%	49,5%	43,0%
9/6/2009	AMA AKINHTA	ΙΜΑΚΟ	86,5%	0,016%	Προαιρετική	25,8%	34,4%	30,7%	27,9%	8,5%
14/4/2009	VANDERVELLE	MULTIRAMA	39,7%	0,358%	Υποχρεωτική	1,4%	1,3%	1,3%	0,5%	(7,3%)
Μέγιστο						59,7%	110,3%	132,8%	123,1%	117,0%
Μέσος						19,2%	26,4%	27,0%	23,1%	13,4%
Διάμεσος						14,2%	22,1%	20,6%	14,0%	8,4%
Ελάχιστο						1,4%	1,3%	(4,1%)	0,3%	(17,2%)

Πηγή: Χ.Α., Bloomberg

Ημερομηνία	Προτείνων	Εταιρεία Στόχος	Ποσοστό Προτείνοντα πριν τη ΔΠ	Μέση ρευστότητα (Τ6 μήνες)	Είδος	Τελευταίο κλείσιμο	1 μήνα μεσ/μικη	3 μηνών μεσ/μικη	6 μηνών μεσ/μικη	12 μηνών μεσ/μικη
30/8/2011	HENKEL ΕΛΛΑΣ	RILKEN	50,15%	0,027%	Προαιρετική	2,08 €	2,16 €	2,12 €	2,22 €	2,37 €

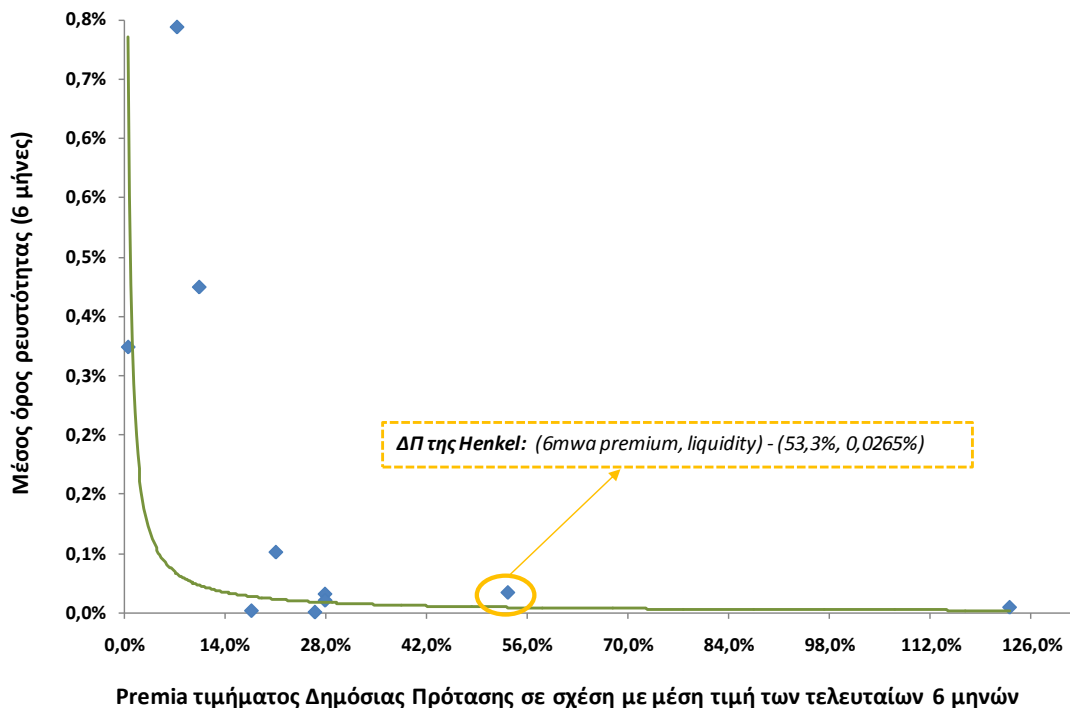
Προκύπτουσα Αξία / Μετοχή					
Μέσος	2,48 €	2,73 €	2,70 €	2,73 €	2,68 €
Διάμεσος	2,37 €	2,64 €	2,56 €	2,53 €	2,56 €

Από τα παραπάνω καταλήγουμε σε ένα εύρος τιμών της μετοχής της Εταιρείας **€2,37 - €2,73**.

Στο παρακάτω γράφημα γίνεται αντιληπτό ότι υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στη ρευστότητα των μετοχών και των προσφερόμενων premia. Πιο συγκεκριμένα, διαφαίνεται ότι απαιτούνται σημαντικά premia για την κινητοποίηση μετόχων εταιρειών με χαμηλή ρευστότητα για τη διάθεση των μετοχών τους σε περιπτώσεις Δημοσίων Προτάσεων. Αυτό φαίνεται ότι ισχύει και στην περίπτωση της εξεταζόμενης Δημόσιας

Πρότασης, καθώς το προσφερόμενο τίμημα είναι κατά 53% ανώτερο από τη μέση χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής κατά το τελευταίο εξάμηνο πριν την υποβολή της Δημόσιας Πρότασης.

Διάγραμμα 6: Premia τιμήματος Δημοσίων Προτάσεων σε σχέση με τη μέση ημερήσια ρευστότητα των τελευταίων 6 μηνών



Πηγή: Χ.Α., Δείγμα 10 Δημοσίων Προτάσεων που υποβλήθηκαν την τελευταία τριετία

8.4 Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (DCF)

8.4.1 Γενικά / Εισαγωγή

Σύμφωνα με τη μέθοδο της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, η αξία μιας επένδυσης ή μιας εταιρείας ισούται με την καθαρή παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της, δηλαδή της διαφοράς των χρηματικών κεφαλαίων που θα αποφέρει η εν λόγω επένδυση ή εταιρία και αυτών που θα χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότησή της, προεξοφλημένης με ένα κατάλληλο επιτόκιο αναγωγής. Το επιτόκιο αυτό λέγεται και συντελεστής προεξόφλησης και υπολογίζεται βάσει του κόστους ευκαιρίας των κεφαλαίων για επενδύσεις αναλόγου κινδύνου.

Για την εφαρμογή της μεθόδου απαιτείται ο ανά έτος υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών της επένδυσης ή εταιρείας για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα στο μέλλον, συνήθως 7-10 χρόνια και στη συνέχεια ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας (terminal value). Η υπολειμματική αξία ενσωματώνει την αξία που εκτιμάται ότι θα δημιουργήσει η επένδυση ή εταιρία στο διηνεκές για τους μετόχους της μετά το πέρας της περιόδου πρόβλεψης ταμειακών ροών με βάση 'ομαλοποιημένες' ταμειακές ροές και επενδύσεις.

8.4.2 Εφαρμογή μεθοδολογίας στην Εταιρεία

Η ανάλυση του business plan της διοίκησης της Εταιρείας, βάσει του οποίου ο Σύμβουλος εκπόνησαν την μελέτη τους, περιείχε τα παρακάτω σημαντικά στοιχεία και παραδοχές :

- Ρυθμός ανάπτυξης εσόδων
- Αναμενόμενο μικτό περιθώριο κέρδους
- Προβλεπόμενο ποσοστό των διοικητικών εξόδων ως προς τα έσοδα
- Προβλεπόμενο ποσοστό των εξόδων πωλήσεων και διανομής ως προς τα έσοδα
- Ρυθμός μεταβολής στο διηνεκές
- Επενδυτικό πρόγραμμα και πρόγραμμα αποσβέσεων
- Ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης
- Συντελεστής προεξόφλησης (που αντιστοιχεί στο κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων για επενδύσεις αναλόγου επενδυτικού κινδύνου)

Για τον προσδιορισμό της αξίας ανά μετοχή της Εταιρείας βάσει της μεθόδου προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, ο Σύμβουλος έχει χρησιμοποιήσει ως τιμή του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου της Εταιρείας 11,6% και ως τιμή του ρυθμού ανάπτυξης της Εταιρείας στο διηνεκές 2,0%.

Η παραπάνω ανάλυση διενεργήθηκε σε συνδυασμό με εναλλακτικά σενάρια ευαισθησίας όπως η χρησιμοποίηση διαφορετικού συντελεστή προεξόφλησης.

8.4.3 Παράγοντες που επηρεάζουν σημαντικά την αποτίμηση της Εταιρείας

Υπάρχουν συγκεκριμένοι παράγοντες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την αποτίμηση της Εταιρείας με βάση τις μελλοντικές ταμειακές ροές, αφού αυτή στηρίζεται σε εκτιμήσεις και προβλέψεις. Η Εταιρεία, η χρηματοοικονομική της θέση ή τα αποτελέσματα της λειτουργίας της ενδέχεται να επηρεαστούν δυσμενώς ή ευμενώς εάν επέλθει οποιοδήποτε από τα γεγονότα που ενδεικτικά περιγράφονται

παρακάτω. Κατά συνέπεια, μπορεί να επηρεαστεί αρνητικά ή θετικά η αποτίμησή της εταιρείας, καθώς και η αξία και η τιμή πώλησης των μετοχών της.

- Μειωμένη ζήτηση για τα προϊόντα της Εταιρείας λόγω των δυσμενών οικονομικών συνθηκών
- Η όξυνση του ανταγωνισμού
- Η απώλεια σημαντικών πελατών από τους οποίους η Εταιρεία έχει μεγάλη εξάρτηση
- Αύξηση του λειτουργικού κόστους
- Αλλαγή στη φορολογική νομοθεσία
- Οι ανάγκες για κεφάλαια κίνησης
- Η πραγματοποίηση της πώλησης του ακινήτου στην Κάτω Κηφισιά

Συνεπώς βάσει της μεθόδου προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμιακών Ροών το εύρος της αποτίμησης προκύπτει εφαρμόζοντας ανάλυση ευαισθησίας +/-1% στον συντελεστή προεξόφλησης, ο οποίος έχει υπολογισθεί για την Εταιρεία 11,6%, και είναι **€2,79 έως €3,14** ανά μετοχή.

8.5 Λοιπά Θέματα Αξιολόγησης

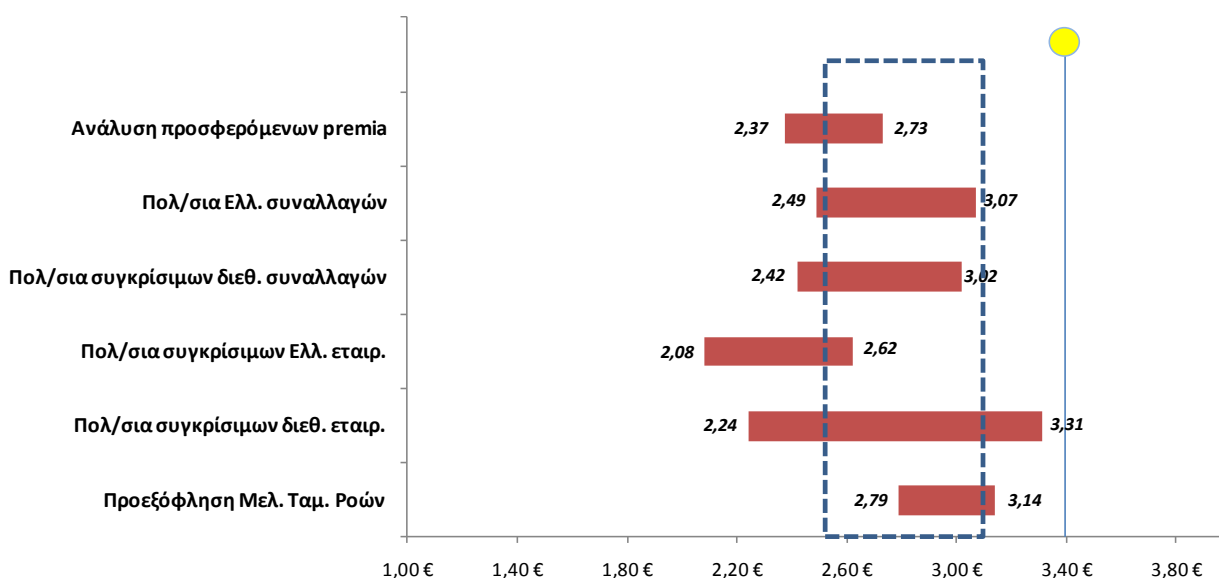
Κατά την αξιολόγηση του προσφερόμενου τιμήματος μέσω των παραπάνω μεθόδων, δεν έχει ληφθεί υπόψη τυχόν πώληση από την Εταιρεία του ακινήτου στην Κάτω Κηφισιά Αττικής. Η Διοίκηση ενημέρωσε τον Σύμβουλο σχετικά με προσπάθειες στο πρόσφατο παρελθόν για πώληση του συγκεκριμένου ακινήτου, που ήταν άκαρπες και μας κοινοποίησε και σχετική συνοπτική αποτίμηση του ακινήτου από την CBRE της 28-4-2010. Δε μας κοινοποιήθηκε νεότερη αποτίμηση που να αντικατοπτρίζει τις επιδεινωμένες συνθήκες στην αγορά ακινήτων έκτοτε.

Οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν για το εύρος τιμών στηρίζονται στα οικονομικά αποτελέσματα της Εταιρείας και δεν λαμβάνουν υπόψη υποθέσεις ρευστοποίησης παγίων που δύνανται να ενισχύσουν την ρευστότητα της Εταιρείας. Βάσει παραδοχών μελλοντικής πώλησης του ακινήτου το 2014 και προεξόφλησης των σχετικών εσόδων σε παρούσα αξία με συντελεστή προεξόφλησης 11,6%, η σχετική αντιστοιχία εσόδων ανέρχεται σε εύρος €0,76 - €0,89 ανά μετοχή, που δεν επηρεάζει ουσιαδώς την αξιολόγηση του Συμβούλου. Το σχετικό εύρος προκύπτει από την πώληση στην αναπόσβεστη λογιστική αξία της 31.12.2010 και την πώληση στην αξία της αποτίμησης της CBRE μειωμένη κατά 10%, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Colliers για την μείωση ενοικίων το 2011 σε σχέση με το 2010.

9 Σύνοψη Απόψεων Έκθεσης

Βάσει της λεπτομερούς ανάλυσης του Συμβούλου για την αξιολόγηση του προσφερόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης, ο Σύμβουλος συμπεραίνει ότι, στο πλαίσιο της Δημόσιας Πρότασης το προσφερόμενο τίμημα €3,40 ανά κοινή ονομαστική μετοχή υπερβαίνει το εύλογο εύρος τιμών για την Εταιρεία, όπως προκύπτει από τις επιλεγμένες μεθόδους αποτίμησης και υπολογίζεται σε €2,50 – €3,10.

Διάγραμμα 7: Εύρη τιμών βάσει των επιλεγμένων μεθόδων αποτίμησης



Συγκεκριμένα:

Μέθοδος	Άποψη Συμβούλου Δ.Σ. Εταιρείας
Συγκριτική ανάλυση εισηγμένων εταιρειών μέσω χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς	➤ Το προσφερόμενο τίμημα των €3,40 ανά κοινή ονομαστική μετοχή, βρίσκεται πάνω από το εύρος τιμών που εξήχθη τόσο στην περίπτωση των συγκρίσιμων διεθνών όσο και Ελληνικών εταιρειών.
Ανάλυση συγκρίσιμων εξαγορών ομοειδών εταιρειών	➤ Το προσφερόμενο τίμημα των €3,40 ανά κοινή ονομαστική μετοχή, βρίσκεται πάνω από το εύρος τιμών που εξήχθη τόσο στην περίπτωση των συγκρίσιμων συναλλαγών ομοειδών εταιρειών διεθνώς όσο και των επιλεγμένων συναλλαγών στην Ελληνική αγορά.
Ανάλυση Προσφερόμενων Premia σε Δημόσιες Προτάσεις	➤ Το προσφερόμενο τίμημα των €3,40 ανά κοινή ονομαστική μετοχή υπερβαίνει την ανώτατη τιμή του εύρους που υπολογίσαμε βάσει της ανάλυσης των premia που έχουν δοθεί σε σειρά Δημοσίων Προτάσεων στην Ελληνική Αγορά κατά την τελευταία τριετία.
Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμειακών της Ροών	➤ Το προσφερόμενο τίμημα των €3,40 ανά κοινή μετοχή που προσφέρει ο Προτείνων υπερβαίνει ελαφρά την ανώτατη τιμή βάσει της μεθόδου προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών.

Ρήτρα Μη Ευθύνης

Η παρούσα έκθεση (η «Έκθεση») εκπονήθηκε από την ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. («Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος» ή «Εθνική Τράπεζα») αποκλειστικά προς όφελος και εσωτερική χρήση του Διοικητικού Συμβουλίου της «RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ Α.Ε.» (η «RILKEN Α.Ε.» ή «Εταιρεία»). Ο Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος δεν εκφέρει γνώμη για το εύλογο και δίκαιο του προσφερόμενου τιμήματος της Δημόσιας Πρότασης, ούτε 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 δεν 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 RILKEN Α.Ε..

Για τους σκοπούς της Έκθεσής, 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 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 Έκθεσή 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 δημοσιοοικονομικών 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 της ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ καθώς και έγκρισης από τις σχετικές πιστωτικές αρχές του Ομίλου της ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ.

Πέραν των ανωτέρω, εφιστάται η προσοχή σας στο περιεχόμενο των πληροφοριών για τη σύνταξη της Έκθεσης που αναφέρονται στις σελίδες 2 έως 4 της Έκθεσης.